



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

Derecho
Facultad de Derecho

**LA HISTORIA LEGISLATIVA, ECONÓMICA, POLÍTICA Y
SOCIAL CONTEMPORÁNEA DE LATINOAMÉRICA Y SU
AFECTACIÓN EN LOS PROCESOS DE FUSIONES Y
ADQUISICIONES SOCIETARIAS**

**Tesis presentada para optar al Título Profesional de
Abogado**

**Presentado por:
Rafael Elias Repetto**

Asesora: Lorena Cecilia Ramírez Otero
[009-0008-4259-6240](tel:009-0008-4259-6240)

Lima, noviembre 2024

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

FACULTAD DE DERECHO

A través del presente documento la Facultad de Derecho deja constancia de que el Trabajo de Suficiencia Profesional “LA HISTORIA LEGISLATIVA, ECONÓMICA, POLÍTICA Y SOCIAL CONTEMPORÁNEA DE LATINOAMÉRICA Y SU AFECTACIÓN EN LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES SOCIETARIAS” presentada por el Sr. RAFAEL ELIAS REPETTO, con DNI 76882640, para optar el Título Profesional de Abogado, fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 08 de enero del año 2025; obteniendo el siguiente resultado:




13% Similitud general

El total combinado de todas las coincidencias, incluidas las fuentes superpuestas, para ca...

Filtrado desde el informe

- ▶ Bibliografía
- ▶ Texto citado

Fuentes principales

- 13%  Fuentes de Internet
- 3%  Publicaciones
- 5%  Trabajos entregados (trabajos del estudiante)

Marcas de integridad

N.º de alertas de integridad para revisión

No se han detectado manipulaciones de texto sospechosas.

Los algoritmos de nuestro sistema analizan un documento en profundidad para buscar inconsistencias que permitirían distinguirlo de una entrega normal. Si advertimos algo extraño, lo marcamos como una alerta para que pueda revisarlo.

Una marca de alerta no es necesariamente un indicador de problemas. Sin embargo, recomendamos que preste atención y la revise.

Fuentes principales

Las fuentes con el mayor número de coincidencias dentro de la entrega. Las fuentes superpuestas no se mostrarán.

1	Internet	
	hdl.handle.net	1%
2	Internet	
	www.docstoc.com	1%
3	Internet	
	idoc.pub	0%
4	Internet	
	issuu.com	0%
5	Internet	
	www.derechonline.es	0%
6	Internet	
	slideplayer.es	0%
7	Internet	
	vsip.info	0%
8	Trabajos del estudiante	
	Pontificia Universidad Catolica del Peru	0%
9	Internet	
	pt.scribd.com	0%
10	Internet	
	cybertesis.unmsm.edu.pe	0%
11	Internet	
	revistas.pucp.edu.pe	0%

Detalles del documento

Identificador de la entrega

trn:oid:::1:3088139928

Fecha de entrega

21 nov 2024, 2:23 p.m. GMT-5

Fecha de descarga

8 ene 2025, 11:52 a.m. GMT-5

Nombre de archivo

Elias_Rafael_Tesis_Derecho_2024.docx

Tamaño de archivo

4.0 MB

200 Páginas

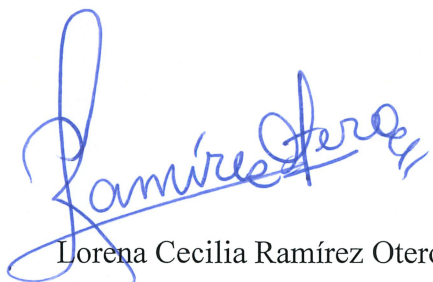
71,050 Palabras

389,404 Caracteres

De acuerdo con la política vigente, el porcentaje obtenido de similitud con otras fuentes está dentro de los márgenes permitidos.

Se emite el presente documento para los fines estipulados en el Reglamento de Grados y Títulos de la Facultad al que pertenece el interesado.

Lima, 08 de enero de 2025



Lorena Cecilia Ramírez Otero

Asesora

ORCID: 0009-0008-4259-6240

Dedicatoria

Este trabajo está dedicado a todos mis familiares, amigos y conocidos que siempre estuvieron para apoyarme y no dejaron que me rinda en el camino.

A mis padres, por nunca perderme la fe.

A mi abuelo, por orientarme desde el cielo.

A mi familia y amigos, por siempre acompañarme.

Agradecimientos

Les agradezco a todos mis profesores universitarios que me enseñaron no solo una materia en específico, sino además a ser mejor persona.

Un especial agradecimiento a mi asesora, Lorena Ramirez, por su paciencia y tiempo dedicado, así como sus consejos y sugerencias para poder completar la presente tesis.

Finalmente, un agradecimiento a Bruno Debenedetti por motivarme y orientarme en los inicios a optar por el título mediante la presentación de este trabajo.

RESUMEN

El presente trabajo de investigación tiene por finalidad analizar cuáles son los principales factores tomados en consideración por potenciales inversionistas -nacionales y extranjeros- al momento de decidir si invertir o no en una determinada nación latinoamericana. Esta inversión puede realizarse mediante la compra parcial o total de empresas privadas y domiciliadas en algún país latinoamericano, o a través de la constitución de una nueva empresa. Asimismo, la presente tesis busca esclarecer la forma en la cual se encuentran reguladas las operaciones de fusiones y adquisiciones, así como las típicas cláusulas y procesos que componen a estas operaciones, para así poder realizar una comparación entre países latinoamericanos. El principal objetivo es plasmar la importancia de los factores exógenos frente a la regulación, los cuales pueden terminar influyendo en la decisión de los potenciales inversionistas.

La metodología utilizada será la comparación entre determinadas naciones latinoamericanas, incluyendo al Perú, para ello se analizará la regulación interna de las mismas en materia de fusiones y adquisiciones, operaciones detalladas en el CAPÍTULO 1, como también la historia contemporánea y actual de las mismas. Esto, con la finalidad de poder diferenciar a aquellos factores más o menos relevantes para los inversionistas, plasmado en el CAPÍTULO 2.

El CAPÍTULO 3 detalla y sintetiza lo investigado y comparado entre las naciones señaladas en el presente trabajo. Entre las conclusiones halladas encontramos que la historia contemporánea y la situación de cada país latinoamericano frente a sus pares es clave para poder atraer inversiones.

Palabras clave: Fusiones, Adquisiciones, *M&A*, Latinoamérica, Historia, Derecho Societario, Inversión Extranjera Directa.

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze the main factors taken into consideration by potential investors -both domestic and foreign- when deciding whether to invest in a given Latin American nation. This investment can be made through the partial or total purchase of private companies domiciled in a Latin American country, or through the incorporation of a new company. Likewise, this thesis seeks to clarify the way in which mergers and acquisitions operations are regulated, as well as the typical clauses and processes that make up these operations, to make a comparison between Latin American countries. The main objective is to show the importance of exogenous factors versus regulation, which may end up influencing the decision of potential investors.

The methodology used will be the comparison between certain Latin American nations, including Peru, by analyzing their internal regulations on mergers and acquisitions, operations detailed in CHAPTER 1, as well as their contemporary and current history. This, with the purpose of being able to differentiate those factors that are more or less relevant for investors, as shown in CHAPTER 2.

CHAPTER 3 details and synthesizes what has been investigated and compared among the nations mentioned in this work. Among the conclusions found, we find that the contemporary history and the situation of each Latin American country compared to its peers is key to attracting investment.

Key words: Mergers, Acquisitions, M&A, Latin America, History, Corporate Law, Foreign Direct Investment.

ÍNDICE

Introducción.....	1
Capítulo 1: Historia, descripción y composición de las fusiones y adquisiciones.....	6
1.1. Las Fusiones y Adquisiciones: funcionamiento y origen.....	6
1.2. Las oleadas: recuento histórico.....	8
1.3. ¿Por qué las empresas se fusionan y adquieren una parte de otras? Efectos a nivel empresarial y social a partir de la fusión o adquisición, sobre la inversión extranjera directa y las fusiones transfronterizas en el Perú.....	11
1.4. Etapas en los procesos de Fusiones y Adquisiciones.....	19
1.5. Acuerdos pre contractuales.....	24
1.5.1. <i>Shareholders Agreement</i>	25
1.5.2. <i>Letter of Intent</i>	28
1.6. Cláusulas importadas de la jurisdicción norteamericana y anglosajona.....	31
1.6.1. <i>Earn Out</i>	32
1.6.2. <i>Material Adverse Change</i>	34
1.6.3. <i>Sandbagging</i> y <i>anti sandbagging</i>	38
1.6.4. <i>Representations and Warranties – Indemnifications</i>	40
1.7. Los factores exógenos a la regulación que afectan a los procesos de <i>M&A</i> y contexto COVID.....	43
Capítulo 2.- Perú y Latinoamérica: regulación de los procesos de fusiones y adquisiciones, historia contemporánea de cada nación y comparativa.....	46
2.1. Aplicación y procesos de fusiones y adquisiciones en el Perú.....	46
2.1.1. Las cláusulas y procedimientos típicos en los procesos de fusiones y adquisiciones regulados en el país: similitudes y diferencias con las de origen anglosajón/norteamericano.....	47
2.1.2. El control previo y posterior de fusiones.....	52
2.1.3. Situación económica, política y social en el Perú en los últimos años.....	56

2.2. Principales entidades reguladoras en el Perú.	63
2.2.1. Registros Públicos (SUNARP).	63
2.2.2. INDECOPI.	65
2.2.3. SUNAT.	68
2.2.4. Otras entidades y <i>compliance</i> corporativo.	71
2.3. Regulación e historia contemporánea de países latinoamericanos en materia social, económica y en cantidad de fusiones y adquisiciones.	74
2.3.1. Chile.	76
2.3.2. Colombia.	85
2.3.3. Argentina.	96
2.3.4. Venezuela.	107
2.3.5. Estados Unidos.	116
2.3.6. La Unión Europea.	121
Capítulo 3.- Los indicadores ajenos a la regulación y su relevancia	125
3.1. Análisis general de Latinoamérica.	125
3.2. La oportunidad brindada a Latinoamérica frente a naciones con economías más desarrolladas: ¿Por qué invertir en esta región y qué factores son los determinantes al momento de escoger?	134
3.3. Perú: análisis interno y a nivel regional.	142
3.3.1. Análisis con respecto a la regulación y las entidades a cargo de los procesos de <i>M&A</i>.	143
3.3.2. Análisis con respecto a los factores exógenos a la regulación.	147
Conclusiones del autor.	149
Referencias bibliográficas.	151

INTRODUCCIÓN.

A nivel mundial las fusiones y adquisiciones empresariales son vistas como fenómenos cotidianos, algo del día a día en el ámbito corporativo, financiero y empresarial. Desde la compraventa de acciones entre pequeñas sociedades que cotizan o no en bolsa, hasta fusiones y adquisiciones que han causado un significativo impacto en los mercados, estos procedimientos son parte de la vida de las sociedades. Ello sucede debido a distintos motivos: buscar sobrevivir en el mercado, adaptarse a este y/o crecer a partir de comprar a los rivales directos, indirectos o a parte de la cadena de producción. Por ende, las fusiones y adquisiciones son procesos que pueden tomar mucho tiempo y requerir esfuerzo dependiendo del tamaño de las partes involucradas. Pero más complicadas se torna la cuestión una vez que se analiza todo lo que debe de completarse antes de concretar la transacción y lo que hay de por medio: acuerdos previos propios de cada empresa, contratos con terceros, obligaciones, proyecciones, trabajadores, entre otros.

Por su parte, existe una regulación externa a aquello negociado por las partes, la cual involucra a entidades estatales que tienen por finalidad salvaguardar el bienestar de la sociedad en su conjunto. Algunas de estas medidas buscan la prevención de monopolios, concentraciones empresariales, el debido pago de impuestos, la correcta inscripción de las operaciones de fusiones y adquisiciones, entre otros.

Otra idea clave es que el Estado sea consciente de la necesidad e importancia de las concentraciones en determinados sectores y otorgue la libertad requerida a las partes para poder negociar, sin que exista alguna sobre regulación que limite a las mismas. Y es pues, a partir del equilibrio entre lo regulado por el Estado y la libertad de negociación, que se deben de tomar en consideración factores exógenos a la regulación.

Ahora bien, regresando a las tratativas entre el comprador y el vendedor, la revisión de documentos y debida diligencia son claves en cuanto a lo que la parte compradora puede manejar en un proceso de fusión o adquisición. La principal motivación que tiene el adquirente es el no ser estafado y buscar reducir al mínimo los riesgos. Por ello, los contratos preparativos y cláusulas de responsabilidad, bastante utilizados en el derecho norteamericano y anglosajón, son esenciales. Estos se basan en la configuración de garantías, responsabilidades y privacidad.

Actualmente, por ejemplo, en este tipo de negocios resaltan y aparecen figuras como el *Non Disclosure Agreement* (NDA, por sus siglas en inglés), el *Sale Purchase Agreement* (SPA, por sus siglas en inglés), el *Memorandum of Understanding* (MOU, por sus siglas en inglés), cláusulas como el *sandbagging*, *antisandbagging*, el *Material Adverse Change* (MAC, por sus siglas en inglés), *representations and warranties*, las cuales son objeto de estudio e investigación por parte de los académicos del Derecho. Gracias a estas figuras, los empresarios pueden estar más tranquilos respecto a operaciones que pueden involucrar millones de dólares y determinan el futuro de la empresa.

Sin embargo, en la realidad existen factores exógenos a la regulación, como las medidas políticas tomadas por gobiernos anteriores o el vigente, los niveles de corrupción, la inflación, la transparencia política, las instituciones a cargo y todo lo relativo al derecho y al modelo económico. Estas variables juntas son revisadas por los inversionistas y, tras un análisis, les permiten tomar la decisión de apostar o no por una determinada nación al momento de hacer negocios.

Sobre la regulación, el Perú no es ajeno a la realidad: el derecho societario se encarga de lo que son las fusiones y adquisiciones entre compañías, al punto de estar regulado y contar con su propia normativa y pronunciamientos por parte de los entes competentes en la materia. Esto incluye a la línea de la regulación estatal, con entidades como la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) a través de la Oferta Pública de Adquisición (OPA)¹ y la obligación de informar sobre hechos de importancia², al Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI) en cuanto lleva a cabo el control de concentraciones. Asimismo, la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) en materia de tributos, la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (SUNARP), entre otras.

En lo correspondiente a las negociaciones hechas por las partes y la aplicación de figuras contractuales importadas, muchos de estos contratos previos, memorándums y cláusulas mencionadas anteriormente no se encuentran tipificadas en la legislación nacional, a pesar de

¹ Se le conoce como OPA a una oferta de carácter público (es decir, cualquier persona puede participar) que busca que una persona logre adquirir el control o participación del accionariado de una sociedad de manera significativa. Sin embargo, puede ser también utilizado el término para hacer referencia solo a un régimen legal donde una persona quiere comprar un porcentaje de las acciones de una empresa que se encuentran listadas (en la bolsa de valores), con lo cual previamente se realiza una oferta a todos los accionistas (Guarniz, 2010).

² De acuerdo con el artículo 3 de la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01.

ser utilizadas en operaciones de fusiones y adquisiciones. En la actualidad existen expertos en este rubro a nivel nacional, incluso áreas completas de estudios de abogados y consultoras dedicadas específicamente a estos tipos de negocios, con lo cual queda claro que el sector corporativo y financiero en el Perú no es ajeno a las operaciones de fusiones y adquisiciones. Se trata de un detalle trascendente, considerando que las personas naturales y jurídicas extranjeras, previas a invertir en un país, siempre miran la legislación vigente, las facultades con las que cuentan, beneficios, limitaciones, regulación, las entidades que manejan o intervienen en el proceso, y el riesgo país. La utilización de contratos preparatorios, memorándums y cláusulas que buscan garantizar la seguridad de las compañías en operaciones que pueden llegar a ser colosales financieramente hablando, es un punto sobre el cual se debe de seguir trabajando. Ello con la finalidad de cumplir lo mencionado líneas arriba: brindar seguridad jurídica a las partes del negocio y a terceros. A nivel regional, entiéndase Latinoamérica, las naciones tampoco cuentan con una regulación específica sobre las cláusulas contractuales utilizadas en los contratos parte de las fusiones y adquisiciones, como se detallará posteriormente. Sin embargo, si algo diferencia el elegir a una nación de otra son los factores exógenos, los cuales serán detallados en su momento. Justamente por eso la inversión extranjera directa y las oportunidades se encuentran supeditadas a la situación actual e incluso histórica del país, así como el compararla con naciones limítrofes.

Las fusiones y adquisiciones son, por tanto, operaciones complejas que demandan tiempo, costos e implican riesgos de por medio, tanto por todo el procedimiento entre las partes, a nivel regulatorio a cargo de las entidades estatales, y la necesidad de un análisis de riesgo país y de factores exógenos. A pesar de que las partes busquen mitigar cualquier tipo de peligro al cien por ciento, es imposible lograrlo, debido a la propia naturaleza de este tipo de procedimientos y el no poder controlar lo que sucede fuera del campo contractual y de las negociaciones. Sin embargo, esto justifica la existencia de muchos acuerdos preparatorios y cláusulas previas y vigentes al cierre de la operación, un análisis sobre la situación del país actual y potencialmente a futuro, estudios de carácter económico sobre la viabilidad de la operación, además de la labor de los abogados expertos en esta rama.

Los principales riesgos que saltan a la vista con respecto a este tipo de operaciones se encuentran en la privacidad de la información confidencial manejada por la parte compradora, la responsabilidad que cada signatario asume en caso ocurra algún suceso, o lo que respecta a determinada información expuesta, la aplicación y existencia de garantías pactadas, además de la posibilidad de ejecución real que tiene la operación. Peor aún, existen casos en los cuales las

fusiones y adquisiciones pueden resultar más delicadas, verbigracia, cuando una empresa desea comprar a su competidor directo o perteneciente a su cadena de suministros, debido a la información confidencial que podría terminar filtrándose. También, y como se mencionó acerca de la SMV, los empresarios cuya sociedad cotiza en bolsa deben de tener en cuenta el avisar sobre hechos de importancia a dicha entidad, así como el manejo de las OPA.

Aparte de ello, es clave considerar los montos pecuniarios, el tiempo total que toma el proceso y secretos que las empresas ponen a disposición de la contraparte en este tipo de operaciones, para lo cual cabe analizar la legislación nacional al respecto. En primer lugar, encontramos que las cláusulas usadas en los contratos de fusiones y adquisiciones, las cuales se detallarán en el presente trabajo, tienen un origen norteamericano o anglosajón. Sin embargo, cabe destacar que dichas cláusulas también son aplicadas en las distintas operaciones realizadas en Latinoamérica. A su vez, existen figuras y normativa similar en cada país y reguladas a nivel local que se encuentran, por ejemplo, tipificadas en los códigos civiles.

Asimismo, es prioritario considerar lo que sucede en un proceso de *M&A*³ en paralelo. Es decir, la vigilancia y atención de entidades estatales que tienen por finalidad el proteger los intereses de terceros, tal y como se ha señalado. Sumado a esto, es relevante destacar la forma en cómo el gobierno maneja distintos rubros como el político, social y económico. Ello en vista de que en este reside la confianza de una nación, además del rol de promover la inversión y el respeto de la libertad de negociación entre personas del sector privado. Por tanto, por un lado, se tiene el camino de la autorregulación entre las partes y, por otro lado, a las entidades encargadas de supervisar el proceso y a los factores exógenos -políticos, sociales y económicos- con lo cual se debe de llegar a un equilibrio. Consideramos que esto sucede de la misma forma en todas las naciones, haciendo hincapié en el presente trabajo en aquellas que son parte de Latinoamérica, debido a su cercanía y similar regulación, niveles de corrupción, manejos de la inflación, políticas de Estado, historia contemporánea, entre otros.

La hipótesis del presente trabajo es la siguiente: Latinoamérica, a pesar de ser una región conocida por sus altos problemas políticos, sociales y económicos, sigue manteniendo un atractivo para recibir inversión extranjera, en tanto los gobiernos vigentes, así como la historia contemporánea de cada nación, pueda demostrar seguridad de todo tipo frente a potenciales

³ A lo largo del trabajo, se usará indistintamente el término fusiones y adquisiciones y *M&A*, ya que el segundo implica lo mismo, siendo un acrónimo del término en inglés "*Mergers & Acquisitions*".

inversionistas. Esto, debido a que el pasado y la comparativa entre naciones vecinas termina siendo tan o más importante que la actual situación política, social y económica al momento de decidir si invertir o no en un país, como se demostrará en el presente trabajo. Asimismo, es de crucial importancia el respeto de la autonomía privada en las operaciones de compra y venta de sociedades. Por ejemplo, a través de gestionar y simplificar a los interesados el que puedan negociar procesos de fusiones y adquisiciones, el respetar los derechos a nivel constitucional y legal con los que cuentan los potenciales inversionistas, las facilidades para poder hacer negocios en un país, entre otros.

Por otro lado, es importante considerar que los Estados y mercados se encuentran compitiendo constantemente a nivel internacional con respecto a las oportunidades brindadas en países vecinos, en el caso específico este fenómeno involucra a toda Latinoamérica. Bajo esta premisa es necesario que, a nivel estatal, se mejoren distintas carencias en lo que es la aplicación del marco regulatorio y en general la figura del Estado. Esto último, además, incluye factores exógenos a la regulación vigente, como lo son la inflación, los niveles de corrupción, situación sociopolítica, la historia contemporánea y la comparación con naciones vecinas. Por lo tanto, la invitación a invertir se encuentra no solo en la ley de la materia, sino también en el análisis de factores ajenos a esta, los cuáles serán la base del presente trabajo. La supletoriedad del accionar de las entidades estatales es, también, una parte vital en lo que respecta a atraer este tipo de negocios al país.

Una vez detallada la hipótesis, la finalidad de este trabajo es analizar las razones del por qué el gobierno vigente, la política y el marco normativo influyen de modo sustancial con respecto a las decisiones que toman los inversionistas, así como buscar continuar o revertir la historia contemporánea: si existe un clima seguro para recibir inversión extranjera directa, comparativa y políticas de Estado que se toman frente a otras naciones, así como la relevancia de manejar correctamente factores exógenos a la regulación. Se pretende, por tanto, reforzar la hipótesis a partir del análisis de la situación de distintos casos a nivel regional, la descripción, historia, datos estadísticos y variables económicas, con la finalidad de mostrar la evolución en la cantidad de fusiones y adquisiciones que ha habido en determinados países latinoamericanos frente al Perú. El análisis de cada nación vecina y la comparativa permitirá extraer diversas conclusiones, compartiendo o no distintas posiciones de autores que han analizado en su momento este tema. Asimismo, intentaremos dar respuesta al por qué invertir en Latinoamérica y cuáles son las principales variables que se tienen en consideración para decidir o no si hacerlo.

Capítulo 1: Historia, descripción y composición de las fusiones y adquisiciones.

1.1.Las Fusiones y Adquisiciones: funcionamiento y origen.

Para algunas personas, las fusiones y las adquisiciones societarias pueden sonar como sinónimos, tal y como lo reconocen ciertos autores⁴, pues a ambas operaciones se les suele asociar bajo el término *Mergers and Acquisitions*, o simplemente *M&A* por sus siglas en inglés. No obstante, es clave recalcar desde un inicio que se tratan de operaciones distintas, con consecuencias, procesos y riesgos propios. Por su parte, el funcionamiento de ambas figuras es casi el mismo de manera general a nivel mundial, como podrá corroborarse en los siguientes párrafos.

Las operaciones de fusiones y adquisiciones involucran distintos y complejos pasos a seguir, tanto por parte del comprador como del vendedor, debido a la magnitud pecuniaria y riesgos que involucran. En una fusión, una nueva compañía se forma a partir de la unión de dos o más sociedades (Junni y Teerikangas, 2019). Por otro lado, para otros autores como Sherman (2011) y Hampton (1989), la fusión es la combinación de dos o más empresas en donde la firma compradora es la que se mantiene con vida. Sintetizando esta posición, para Shim (2012) una de las compañías mantiene su identidad, usualmente la más grande⁵, pero todo dependerá de lo preestablecido por ambas partes previo a la fusión. Para Morales (2022), se trata de un título que implica una transferencia universal, puesto que una de las sociedades (la absorbida) vacía su patrimonio en favor de otra (la absorbente), ya sea por incorporación o absorción. Cabe acotar que dicha figura se encuentra regulada dentro de la propia ley peruana, más específicamente en el artículo 344 de la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades. En dicho cuerpo legal se distinguen dos tipos de fusiones: por incorporación, cuando dos o más empresarios transfieren, a título universal, sus patrimonios a una nueva; y por absorción, en el caso dos o más compañías transfieran la totalidad de sus patrimonios a otra, a la sociedad absorbente. Sin embargo, es importante recalcar que para Elías (2008), en ambos supuestos se

⁴ En el texto "*Merger and Acquisition: Definitions, Motives, and Market Responses*", los cuatro autores (Piesse, Lee, Lin y Kuo), donde el primero es sudafricano, el segundo estadounidense, y los últimos dos taiwaneses, citan a Singh (1971) para referirse a dicha popular sinonimia que la gente suele relacionar entre los términos fusión y adquisición.

⁵ Para dicho autor, aquella compañía que adquiere a la otra (o bien la compradora) retiene su identidad, la cual generalmente es la más grande entre ambas.

produce la unificación de los patrimonios, de socios⁶ y de relaciones jurídicas existentes. Por ende, la diferencia radica en detalles externos y formales.

Si bien la ley peruana referida específicamente a la materia divide a los tipos de fusiones de acuerdo con la creación o no de una nueva sociedad a partir de la compra, también se pueden considerar los casos en los que la finalidad de esta operación define su clasificación. Para diversos autores⁷, así como de acuerdo con lo establecido en el Decreto Legislativo N° 1034 en el Perú, estas operaciones pueden ser horizontales, verticales o de conglomerados. En el primer caso, se trata de la fusión de dos o más sociedades que se encuentran en el mismo nivel en la cadena de producción; verticales, cuando se encuentran en diferentes niveles de la cadena de producción; y conglomerados, cuando no existe alguna relación directa entre las empresas, pero se desea diversificar el negocio.

Por otra parte, se tiene a la operación de adquisición, donde la empresa adquirente compra un porcentaje de acciones que le permita lograr el control de la sociedad⁸, o de una de sus unidades de negocio o división (Junni y Teerikangas, 2019). Así, se trata de un proceso directo, mediante el cual la empresa adquirente busca tomar el control operativo de la adquirida mediante la compra de sus acciones. Para Hill y Jones (2011), esta operación entre empresarios ocurre cuando uno de estos utiliza parte de su capital, verbigracia, deuda, efectivo o acciones, para comprar a una sociedad, es decir ambas continúan existiendo, a diferencia de una fusión, como se detalló previamente. Entonces bien, es clave entender que, o bien se compra a una empresa *target*⁹ mediante sus acciones, o todo o parte importante de sus activos. Asimismo, la compra en el caso de las acciones tiene como finalidad la detallada por los autores mencionados previamente: el poder tomar las decisiones de la empresa adquirida (Piesse, 2013).

⁶ Si bien la definición de “socio” y “accionista” no son la misma, puesto que dependerá del tipo de sociedad a la cual se haga referencia, en el presente trabajo, y salvo se especifique en un determinado caso, se usarán como sinónimos.

⁷ Para García (2006), Shim (2012) y Molina

y Victorero (2018), se trata de una subdivisión consecuencia de una fusión; por su parte, para otros autores como Sherman y Hart (2006) y Piesse et. al (2006), se trata de una consecuencia a partir de una adquisición. En cualquier caso, la idea es la misma: el que la empresa compradora amplíe su cuota de mercado comprando a la competencia (horizontal), reduzca sus costos y tenga más control sobre la cadena de producción (vertical), o busque diversificar sus operaciones (conglomerado).

⁸ El porcentaje se rige de acuerdo con lo regulado en la Ley 26887 – Ley General de Sociedades. Para que un solo accionista pueda tomar cualquier decisión en una sociedad, incluyendo el poder modificar el estatuto, aumentar o reducir el capital, así como acordar la fusión y en general otras reorganizaciones, debe de contar con al menos el 60% del accionariado. Esto, de acuerdo con lo señalado en los artículos 126 y 127 del mencionado cuerpo legal ya que, de esta manera, en segunda convocatoria llegaría a tener las tres quintas partes del total de acciones suscritas con derecho a voto. Igualmente, dependerá del tipo de sociedad, por ejemplo, es distinto si la absorbida es una empresa individual de responsabilidad limitada, o por sus siglas E.I.R.L. (Morales, 2022).

⁹ En el presente trabajo, el término *target* hace referencia a la empresa adquirida, ya sea mediante una fusión o la adquisición de parte de esta.

En la adquisición de acciones no puede existir, como indica el art 101 de la LGS, limitación absoluta para la transferencia de estas, ni para gravarlas o afectarlas. A su vez, la Ley de Títulos Valores (Ley N° 27287) también hace referencia a las acciones, en su artículo 29 como títulos de valor nominativo, así como en el artículo 257, donde se detallan sus características. La adquisición, por ende, se trata de una operación compleja, de legitimación reforzada con su inscripción en el libro de matrícula, y que, por tanto, tiene varias aristas al momento de ejecutarla. Por ejemplo, intervienen entidades como la SUNAT (en lo que respecta a asuntos tributarios), los Registros Públicos – SUNARP (únicamente en lo que respecta a inscripción de actos societarios distintos a compraventas de acciones o participaciones), e INDECOPI (el velar por el que la potencial operación no reste eficiencia a la economía de mercado, a través de la posible generación de monopolios u oligopolios). Para el caso de las fusiones, una adquisición horizontal podría terminar generando una disminución o incluso la pérdida de competidores en un mercado, con lo cual su observación y el cómo se desarrolla con el pasar de los meses es de suma relevancia.

A manera de conclusión, si bien las operaciones de fusiones y adquisiciones cuentan con finalidades similares, se tratan de procesos con orígenes distintos y donde existen sendas maneras de ser abordados. Asimismo, conllevan grandes riesgos como, por ejemplo, el absorber activos y pasivos no registrados contablemente para el caso de una fusión (Morales, 2022), como también el poder no generar las sinergias ni resultados esperados al adquirir parte del bloque patrimonial de la sociedad *target*. En general, pues, el gestionar los riesgos y peligros es problemático para quien adquiere, principalmente por la asimetría de la información existente (Carreño, 2024).

1.2.Las oleadas: recuento histórico.

Como se detalló, las fusiones y adquisiciones son operaciones que, a lo largo de la historia moderna, han permitido a las empresas crecer de forma exponencial, a partir de la formación de sinergias, un mayor control en el mercado, la diversificación operacional, entre otros. A través de los años, la doctrina ha reconocido seis oleadas en total de estas operaciones¹⁰, las

¹⁰ Autores como Molina y Victorero (2018), Mascareñas y González (2013) y Auguets (2017) reconocen que, a lo largo de la historia, ha habido seis grandes olas de fusiones y adquisiciones a nivel global, mas se difiere ligeramente el fin y el inicio de estas. Para el presente trabajo, donde no se tiene por finalidad principal investigar sobre este tema, se utilizarán las fechas aceptadas por la mayoría.

cuales tienen como característica que han coincidido con periodos de expansión económica (Zozaya, 2007). La división histórica de dichas olas es la siguiente:

1. Primera oleada (1897-1904): conocida para algunos como la llamada integración o consolidación horizontal (Molina y Victorero, 2018), o la oleada de la monopolización para otros (Mascareñas y González, 2013). Este periodo se caracterizó porque empresas norteamericanas de transporte, metales y minerales buscaron crecer en el mercado a partir de comprar a la competencia, es decir una fusión horizontal. Es clave comprender que el mercado de valores recién nacía y se encontraba en crecimiento, lo cual terminó desencadenando en la aplicación de la ley norteamericana anti monopolios llamada *Sherman Antitrust Act*¹¹ del año 1890 (Owen, 2006).
2. Segunda oleada (1916-1929¹²): esta segunda etapa fue conocida como la de los oligopolios. La idea detrás del título viene a partir de la gran cantidad de fusiones y adquisiciones que terminaron generando distintas concentraciones empresariales, con lo cual quedaron pocos empresarios en el sector industrial, y que terminaron distribuyendo entre sí el mercado (Mascareñas y González, 2017). Empero, en Estados Unidos no se llegaron a crear monopolios, puesto que la política antimonopólica de dicha época no lo permitió (Stigler, 1950).
3. Tercera oleada (1965-1972): titulada como la era del conglomerado, se logró el crecimiento de dicha figura a partir de integraciones tanto verticales como horizontales, llegando a abarcar el 80% del total de operaciones de la época (Mascareñas y González, 2013). La finalidad era que los distintos empresarios puedan acceder a beneficios de otros mercados, como el bancario, de seguros, el que las acciones de sus empresas puedan cotizar en la bolsa de valores, entre otros, a partir de la adquisición de sociedades cuyo rubro era distinto al propio y, de esta forma, poder expandir su dominio en un determinado mercado. Cabe resaltar que, tal y como mencionan los autores señalados, la mayoría de las operaciones se realizaron a partir del intercambio de acciones.

¹¹ Se trata de una ley publicada en el año 1890, donde se prohíbe explícitamente los contratos donde se busque restringir el comercio (ya sea entre los Estados del país norteamericano o con diversas naciones) y los monopolios (National Archives, 2022).

¹² Para Molina y Victorero (2018), esta sucedió entre los años 1925 y 1930, mas la idea detrás es la misma: los oligopolios en el centro y terminó con la famosa crisis de 1929.

4. Cuarta oleada (1981¹³-1989): a este periodo se le conoce como el de las megafusiones debido, esencialmente, al agigantado avance tecnológico que se vivió durante la década de los ochentas. La clave estaba en lograr que las empresas accedan a la última tecnología disponible, con la finalidad de reducir costos, poder mejorar la parte productiva e implementar nuevos productos (Molina y Victorero, 2018). Las adquisiciones de las grandes compañías se iniciaban básicamente con el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición, más conocida como OPA por sus siglas¹⁴. Esta etapa fue muy importante no solo para el sector de las fusiones y adquisiciones, sino también para el financiero pues, debido a la gran cantidad de dinero que se manejaba entre cada operación, se crearon nuevas estructuras financieras como, verbigracia, las compras apalancadas y los bonos de alto rendimiento¹⁵ (Mascareñas y González, 2013).
5. Quinta oleada (1992-2000¹⁶): con el título de TMT por las siglas Telecomunicación, Media y Tecnología, tanto en español como en inglés, la economía norteamericana se encontraba en una bonanza sin precedentes. A partir de ello, las compañías buscaron tomar ventaja de la situación para crecer de manera externa, es decir, mediante fusiones y adquisiciones (Mascareñas y González, 2013). Un detalle no menor, señalado por Molina y Victorero (2018), radicó en un suceso que cambió para siempre la historia del mundo: la popularización de la internet, lo que generó una especie de burbuja tecnológica y sobrevalorando las acciones de las empresas pertenecientes al sector TMT.
6. Sexta oleada (2004-2007): se le conoce como la oleada de la globalización, puesto que no solo el avance tecnológico había evolucionado en la última década tal y como se

¹³ Para Mascareñas y González (2013), esta empezó un año después de lo establecido por Molina y Victorero (2018).

¹⁴ Artículo 68 del Decreto Supremo N° 093-2002-EF (Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores): “La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a sus titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad”.

¹⁵ De acuerdo con Sergio Bravo Orellana (2019), director de FRI-ESAN, una compra apalancada, o bien *LBO* por sus siglas en inglés, es una estrategia de compra empresarial, mediante la cual una gran parte del financiamiento de la adquisición tiene como respaldo los activos o flujos de caja de la empresa adquirida.

Por su parte, los bonos de alto rendimiento, de acuerdo con Kate Stalter (2021), son aquellos emitidos por países o empresas con una baja calificación por parte de las agencias evaluadoras de riesgos, con lo cual deben de pagar un interés más alto al haber más riesgo de impago.

¹⁶ Para Mascareñas y González (2013), esta duró un año después de lo establecido por Molina y Victorero (2018).

detalló en la oleada previa, sino que además la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica bajó los tipos de interés con la finalidad de reactivar la economía (Mascareñas y González, 2013). Sin embargo, esto terminó con un colapso de la bolsa que impactó a distintos países. A partir del año 2010, y luego del fuerte golpe en la economía y la desconfianza generada en los empresarios, comenzó a observarse un crecimiento moderado en las actividades de fusiones y adquisiciones (Molina y Victorero, 2018). Lamentablemente, a partir del inicio de la pandemia global del Sars-Cov-2 en el año 2020, el volumen de transacciones de las fusiones y adquisiciones cayó hasta en un 50% frente a las del 2019 (Kooli y Lock, 2021).

1.3.¿Por qué las empresas se fusionan y adquieren una parte de otras? Efectos a nivel empresarial y social a partir de la fusión o adquisición, sobre la inversión extranjera directa y las fusiones transfronterizas en el Perú.

Tras lo detallado hasta el momento en el presente trabajo, corresponde mencionar cuáles son las ventajas y riesgos de las operaciones de fusiones y adquisiciones. Un concepto clave que es necesario entender previo a mencionar la opinión de diversos autores es el de la sinergia. Según Rivas y Londoño-Correa, quienes a su vez citan a Ansoff (1965) y Goold y Luchs (2003), “La sinergia se entiende como la capacidad de la empresa multinegocios para generar, en conjunto, mayor valor económico del que produciría cada unidad estratégica de negocio de manera independiente” (Rivas y Londoño-Correa, 2017, p. 153). De esta forma, nos encontramos ante un fenómeno del tipo $2+2=5$ (Duksaitė y Tamošiūnienė, 2009), motivo más que suficiente para que los empresarios, a partir de un previo análisis exhaustivo, busquen potenciales vendedores e inicien negociaciones. Así, y de acuerdo con Morales, las sinergias pueden estar al interior de la empresa, siempre que las decisiones adoptadas con respecto a sus elementos generen en estos un valor superior que el que tenían antes (Morales, 2022). Es importante destacar, como se vio anteriormente, que este crecimiento puede ser dentro del mercado que en que operan o en otro -por ejemplo, fusiones de conglomerados.

Ahora bien, las ventajas y riesgos tienen una base en común: el buscar que el costo y beneficio les permita optar por una u otra decisión, siempre considerando diversos elementos de la otra empresa, como podría ser su flujo de caja, sus activos, patentes, nuevas tecnologías, entre otros. Así, se pueden destacar, entre las principales ventajas, las más comentadas por diversos autores:

1. Sinergia operacional: tal y como se adelantó previamente, la clave se encuentra en lograr economías de escala y mejorar la parte financiera de la sociedad. Para el primer caso, se busca que el costo promedio descienda al aumentar la producción (*output*) total (Motis, 2007). Algunos ejemplos son los costos de tareas administrativas, servicios de aduanas, servicio al cliente, facturación, entre otros. Lo que realmente resulta beneficioso es el distribuir estos gastos fijos. Esto también incluye la depreciación y amortización de las máquinas y patentes, además de buscar obtener ventajas a partir de un grupo de habilidades o un equipo utilizado por la otra compañía (Duksaitė y Tamošiūnienė, 2009). Esta última idea es aquella que se tiene como base al momento, por ejemplo, de una integración vertical, donde se adquiere una empresa que se encuentra ya sea atrás o adelante en la cadena de producción de un producto específico, reduciendo costos y brindándole a la empresa adquiriente más control en el mercado y con respecto a lo que produce. Para Piesse et. al (2013) se les conoce como la teoría eficiente de la fusión. De esta manera, se logra también una sinergia financiera, pues la reducción de costos fijos, el mayor control sobre el mercado y/o la cadena de distribución, así como lograr economías de escala, son la clave del éxito para lograr una fusión o adquisición eficiente.
2. El acceso a bienes intangibles: uno de los principales motivos que diferencia a una compañía de su competencia está en los bienes no tangibles. Por ejemplo, el *know-how*¹⁷, patentes, clientela y capital humano. La difusión de estos permite que se pueda lograr un proceso a nivel tecnológico, a partir de la adquisición de nuevos conocimientos, trabajadores capacitados, derechos de marca, cultura organizacional, entre otros (Motis, 2007). Por otro lado, Morales (2022) destaca la búsqueda por parte de la sociedad compradora en obtener el *goodwill* de la *target*, entendiéndose como tal la reputación que esta tiene en el mercado, la clientela, los activos intangibles, como también las expectativas positivas.
3. Diversificación: una de las tantas enseñanzas que la pandemia del Sars-Cov-2 ha dejado en claro en muchos negocios es que el diversificar es importante para mantenerse a flote en el mercado. Las fusiones que buscan crear un conglomerado se encuentran sustentadas en

¹⁷ De acuerdo con Alfaro (2013, p. 238), el *know-how* se define de la siguiente manera: “el conjunto de conocimientos técnicos relativamente originales y secretos, o por lo menos escasos, que permiten a quién los detenta una posición privilegiada en el mercado”.

tener una mayor capacidad de endeudamiento, utilización de recursos financieros, y aumentar el valor de las acciones a partir de poder apalancar más, así como las ganancias por acción (*earnings per share*) (Nishith Desai Associates, 2020). Asimismo, Duksaitė y Tamošiūnienė (2009) destacan los beneficios que pueden generar los cambios de mercado a partir de la diversificación de productos, en la tecnología y la industria, incluso lograr beneficios en el pago de impuestos, verbigracia, en caso la compañía adquirida haya estado perdiendo dinero en los últimos años, como resalta Shim (2012)¹⁸. Por su parte, el lograr conseguir nuevos clientes y extender las capacidades de desarrollo e investigación también son un motivo relevante para buscar adquirir a una sociedad de un rubro distinto. Esta idea no es ajena al mundo financiero, incluso existe la teoría del portafolio, la cual concluye que el valor de una empresa puede verse incrementado si invierte en diversos negocios que no guardan relación el uno con el otro (Motis, 2007). Asimismo, de esta manera las sociedades pueden permitirse crecer y expandirse a nivel internacional (Junni y Teerikangas, 2019).

Dentro de cualquier ventaja mencionada, cabe aclarar que las razones principales por las que las empresas se fusionan o adquieren parte de otras se debe a que buscan lograr un crecimiento externo, así como el alcanzar sinergias¹⁹. Esto, a partir del rápido desarrollo tecnológico, pocas barreras de entrada al mercado en el que compiten, cambios en las preferencias de los consumidores, el ganar acceso a nuevas fuentes de energía, entre otros (Sherman, 2011).

Sin embargo, estas operaciones no siempre conllevan consecuencias positivas ni mucho menos utópicas. Si las fusiones y adquisiciones brindasen en todos los casos las ventajas mencionadas, el mercado estaría lleno de oligopolios y monopolios, pues todos los empresarios saldrían beneficiados al fusionarse o adquirir a otra sociedad. Empero, la realidad no siempre es positiva en cuanto al resultado de estas operaciones, ya que no solo se tratan de procesos con un trasfondo lleno de negociaciones, investigaciones, cláusulas que buscan prevenir potenciales estafas, garantías, temas de confidencialidad, entre otros, sino que existe un perenne riesgo. Asimismo, y como se detalló al inicio del presente capítulo, cabe el riesgo que el comprador

¹⁸ Quien adquiere puede utilizar estas pérdidas fiscales para obtener beneficios en cuanto a su rentabilidad, con lo que reduce impuestos (Shim, 2012), al menos dentro del sistema estadounidense. Para el caso peruano, específicamente para aquellos empresarios no domiciliados en el país, el costo de adquisición de las acciones recibidas es aquel desembolsado para tal inversión, mas de acuerdo con el inciso g) del artículo 76 de la Ley del Impuesto a la Renta (Decreto Supremo 179-2004-EF), deberá de contar con un certificado de recuperación de capital invertido, emitido por la misma SUNAT, con la finalidad pueda computarse este gasto (León y Llontop, 2019).

¹⁹ En palabras de Morales: “La sinergia es la posibilidad de obtener un alto rendimiento de la capacidad empresarial existente en una empresa (...), sea disponiendo o complementando sus elementos de la manera más eficiente.” (Morales, 2022, p. 211)

adquiera contingencias y pasivos desconocidos (Morales, 2022). Empero, no son los únicos motivos por los cuales los empresarios no siempre optan por fusionarse o adquirir parte de otras sociedades, sino que el resultado no siempre es el esperado. Inclusive existe la figura de la separación (fisión empresarial), producto de la venta de una parte de la empresa, o bien por la división del capital en dos o más partes, conocido en inglés como *spinoffs* (Ocaña y Peña, 1992).

Entre los principales riesgos para diversos autores en las operaciones de *M&A* se encuentran los siguientes:

1. Falta de entendimiento interno: es clave considerar qué es lo que sucede dentro de las empresas durante un proceso de esta magnitud. Así, tanto los empleados de cada una de las sociedades como los accionistas, proveedores, distribuidores, departamentos de *IT* y en general todas aquellas partes propias de cada compañía cuentan con una forma y cultura laboral. El ejemplo más claro se encuentra en la diferencia entre la misión y visión entre las empresas, lo cual puede terminar generando problemas posteriores a la operación, lo cual podría prevenirse mediante un correcto diseño estratégico (Gómez et. al, 2019). Por su parte, es importante también considerar a los accionistas minoritarios, puesto que juntos podrían terminar frustrando una potencial fusión o adquisición propuesta por el directorio y/o, en su defecto, los otros participantes de la sociedad (Shim, 2012).
2. Regulación nacional: el concepto de monopolio ha ido cobrando cada vez mayor relevancia a nivel nacional e internacional, debido tanto a la aparición de nuevas corporaciones, la absorción y fusión entre estas, así como la participación de los entes reguladores locales que se encuentran alertas. No se trata de un concepto nuevo, de hecho, en países como los Estados Unidos existe desde hace muchos años una regulación específica, conocida como la ley *antitrust*. No se trata de un tema menor, pues el gobierno, al fin y al cabo, es un *stakeholder* de lo que haga cada empresa, por lo cual las decisiones de este pueden retrasar o incluso mermar una operación de *M&A* (Junni y Teerikangas, 2019). De hecho, en el Perú se encuentra vigente la Ley N°31112, la cual establece un control previo a las potenciales operaciones de concentración

empresarial²⁰. Existen opiniones tanto a favor como en contra de dicha ley por parte de diversos autores²¹, y se ha escrito mucho con respecto a este asunto, pero lo que queda claro es que se trata de una variable importante que los inversionistas deben de analizar previo a planificar una oferta de compra o venta.

3. La asimetría de la información: las operaciones de *M&A* se trabajan y analizan con cautela, al punto de existir diversas investigaciones de mercado, memorándum de entendimiento, preparaciones previas al contrato, negociaciones, e incluso cláusulas de carácter obligatorio previas a cerrar el negocio. Debido a esta asimetría en cuanto a la información, es que existen procesos de estudios de mercado, análisis de los potenciales vendedores y, sobre todo, la debida diligencia²², la cual ayuda a revisar información relevante para la empresa adquiriente. Esto se trata de un método que permite detectar diversos riesgos: fiscales, legales, contractuales y laborales (Tsuboyama, 2014). Es debido a esta desventaja informativa con la que parte el potencial comprador que los procesos de *M&A* pueden tardar tanto tiempo²³, además de existir posibles atrasos por oposición de parte de accionistas minoritarios y otros trabajadores.

Por su parte, desde una perspectiva meramente social, es importante considerar las ideas anteriores con la finalidad de concluir si, en forma general, estas operaciones traen más beneficios que perjuicios para la población. En primer lugar, es importante considerar que una parte de estas operaciones, respecto al origen del capital para realizarlas, proviene del extranjero: es decir, tienen su origen en inversión extranjera directa (o, por sus siglas en inglés, *FDI* y, en español, IED), independientemente de la constitución previa de una sucursal o nueva sociedad en el país. Ahora bien, en lo que respecta a resultados de este tipo de operaciones está la innovación en el sector, el cual incluso puede ser una barrera de entrada: como se detalló, la fusión entre sociedades permite que una adquiera el *know-how*, patentes y capital humano de la otra, sumado en este caso al capital de la adquiriente para que pueda ejecutar la operación.

²⁰ Artículo 1 de la Ley N°31112.

²¹ Para autores como Bullard, Falla, Roldán (2012), Alfageme y Rebaza (2018), no es más que algo innecesario, puesto que existen ya organismos encargados de analizar el comportamiento de diversos sectores en el mercado, además de generar demoras y, al momento de presentar el proyecto de ley, no se presentó evidencia empírica de si realmente funcionase. Por otro lado, para Verástegui, Ortiz y Parra (2018), esta regulación ayudará a crear un ambiente de confianza en los presidentes ejecutivos de las diversas empresas, además de permitir que el país crezca de manera sostenida a partir de un entorno favorable para la inversión.

²² También conocida en inglés como *due diligence*.

²³ Según Harroch et. al (2018), no es extraño un proceso de fusión o adquisición dure entre cuatro y seis meses. Otros autores como Kang et. al (2020), consideran que solo el buscar el *target* indicado, analizarlo y reunirse con los ejecutivos de la otra empresa debe durar cuatro meses.

Esto le permitiría no solo crecer, sino también implementar mejores tecnologías que pueden beneficiar a la sociedad en su conjunto, tanto a nivel local como extranjero, en caso la empresa también venda sus productos o servicios al exterior.

Por otra parte, las consecuencias podrían ser positivas o negativas, dependiendo de cada caso, como por ejemplo en la integración vertical de una empresa, ya que caben dos posibilidades (Motta, 2004): o bien al reducir costos de esta se refleja en la reducción del precio a los consumidores o, caso contrario, podría permitirle subir el valor, a partir de la adquisición de un actor importante que también suple a la competencia. Por otro lado, el mayor riesgo siempre estará en la aparición de oligopolios o, peor aún, monopolios, lo cual perjudica a los consumidores a partir de mayores precios y/o menos opciones de un determinado producto o servicio. Justamente por esto es por lo que existen entidades estatales que se encargan de velar por la prevención de estos o, al menos, de su proliferación y que permitan el ingreso de nuevos competidores.

Otro punto importante radica en la inversión extranjera, pues el dólar es por excelencia la moneda típica en la compraventa de una empresa, al ser una moneda fuerte, utilizada a nivel global y relativamente estable. Por lo tanto, cuando inversionistas de otras naciones deciden adquirir o en general invertir en una compañía peruana, usualmente lo que buscan es establecer la suya en el territorio, esto termina generando el ingreso de dólares al país, permitiendo a su vez que la moneda local se aprecie y pueda ayudar a reducir la inflación (Gonzalez, 2024). Asimismo, parte de este dinero terminará en manos del Estado mediante, verbigracia, el pago de tributos, lo que en teoría permitiría que este tenga mayor capacidad de gasto y pueda beneficiar a la población con la construcción de obras y programas sociales. Se trata de un tema que no ha sido ajeno a distintos autores a lo largo de los últimos tiempos, haciendo hincapié en la región de Latinoamérica. La inversión extranjera directa permite que se incremente el stock de capital en la región, lo cual genera una ampliación en la demanda efectiva y eleva la tasa de crecimiento del producto (Montoya, 2006). Asimismo, Montoya (2006) también asevera que esto complementa el ahorro interno, así como que crea nuevos activos, incrementa la oferta de productos (detallado en el párrafo precedente a partir de la innovación), y genera puestos de trabajo. Para Morales (2009), los beneficios aparecen también en el cierre de brechas entre la inversión local, a partir de la transferencia y proliferación de nueva tecnología (tanto a nivel productivo como de estrategias de administración).

Por otro lado, para Dunning (1993) existen tres motivos principales por los que una empresa busca invertir en el extranjero: búsqueda de un mercado, de recursos y de eficiencia. Meyer (2015) complementa estas razones agregando el factor de la tecnología considerando su rápido crecimiento y siendo parte de una búsqueda estratégica. De igual manera, en el presente caso al tratarse de procesos de *M&A* se conocen todas las potenciales ventajas que estos pueden traer, de acuerdo con lo detallado en el capítulo previo de este trabajo. Por ende, se repiten las características y factores exógenos a la regulación a tomar en consideración al momento de elegir un país en el cual invertir, donde se destaca la búsqueda de la mitigación del riesgo (Kaufmann et. al, 2009).

Si bien es cierto la inversión extranjera directa²⁴ (IED, por su siglas), en forma general, trae consigo beneficios para la sociedad, por ejemplo, manifestada a través de un proceso de fusión o adquisición transnacional (o bien luego de la instalación a nivel local de la empresa adquirente), es importante resaltar el rol de las entidades estatales a nivel local que resguardan este tipo de procesos. De acuerdo con la *United Nations Conference Trade and Development* (UNCTAD), aproximadamente el 90% de los flujos de estos tipos de inversión provienen de empresas con características oligopólicas, un motivo para estar atentos y prevenir potenciales daños que terminarán impactando en los consumidores, como el generar menos competencia o incluso colusión. De esta forma, para cerrar este punto y como señala Alarco:

En general, las F&A podrían afectar o beneficiar a los consumidores a través de las modificaciones de los precios de los bienes y servicios, impactar de forma positiva o negativa a la calidad de los bienes y servicios, incentivar o desincentivar las actividades de investigación y desarrollo, ampliar o reducir la vitalidad de los mercados, promover o presionar a los proveedores de insumos y servicios y ampliar o frenar las posibilidades de las micro y pequeñas empresas. Asimismo, podrían generarse eficiencias y sinergias positivas o producir externalidades negativas y pérdidas de bienestar económico por la reducción del nivel de actividad económica; mejorar o deteriorar la distribución del ingreso, mejorar o afectar la cohesión social y beneficiar o perjudicar a la democracia (...). (Alarco, 2019, p. 78)

²⁴ Para el presente trabajo se tomará como referencia la definición de inversión extranjera directa la definida por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2021), la cual señala que se trata de una operación que involucra una relación de largo plazo, mediante la cual una persona natural o jurídica tiene por objetivo obtener una participación duradera en una empresa o entidad residente de otra economía.

Por ende, la intervención de las entidades estatales, en este caso, es importante puesto que la finalidad que tienen es buscar proteger a los consumidores y a la sociedad en su conjunto, y así los efectos de este tipo de operaciones sean principalmente positivos.

Tras lo revisado, se tiene que las fusiones y adquisiciones pueden ser muy beneficiosas para las empresas, así como para la sociedad en su conjunto, siempre que se realicen de forma responsable y vigilada por las distintas entidades locales. Las inversiones extranjeras en forma de compra o adquisición de empresas permiten el ingreso de capital al país lo cual, como se detalló, genera la apreciación de la moneda local, situación que se encuentra en una relación inversa con la inflación. Asimismo, el poder crear potenciales nuevos empleos ante el crecimiento de la sociedad, como se detallará más adelante. La clave está en establecer y hacer respetar las reglas del juego, así como brindar confianza a los inversionistas tanto locales como extranjeros. Esto se logra mediante la medición de distintos indicadores, también conocidos como factores exógenos, los cuales serán analizados y comparados en el presente trabajo.

Por otro lado, y dado que parte de la premisa del trabajo gira en torno a la IED, se considera primordial el poder detallar la situación de las sociedades constituidas en el extranjero. De acuerdo con lo detallado en el artículo 2073 del Código Civil Peruano, la existencia y capacidad de estas se regirá de acuerdo con la ley del país en el cual se constituyeron, además de ser reconocidas de pleno derecho en el Perú. Ahora bien, existe la posibilidad de que una persona jurídica se redomicilie a otra nación distinta a donde se constituyó, siempre que esta termine adoptando la regulación del destino (Véliz y D'Medina, 2022). Empero, en la práctica se trata de un proceso bastante complejo pero permitido, de acuerdo con lo señalado en el artículo 394 de la Ley General de Sociedades, y siempre que adecúe su pacto social y estatuto a la forma societaria que desee asumir en el Perú. Aunado a esto, y además de cumplir con el procedimiento detallado en el Reglamento del Registro de Sociedades (Resolución de Superintendencia Nacional de los Registros Públicos N° 200-2001-SUNARP-SN), debe existir compatibilidad entre el objeto social de la empresa que desea redomiciliarse y la nación receptora de esta, por ejemplo, que no se encuentre prohibido o limitado a que pueda realizar sus actividades en territorio nacional (Véliz y D'Medina, 2022). Como dato adicional, desde el año 2022²⁵ el Tribunal Registral dispuso que, en caso una sociedad peruana desee

²⁵ Detallado en la Resolución N° 444-2022-SUNARP-TR

redomiciliarse en el extranjero, aplica de manera análoga lo detallado en el artículo 30 del Reglamento del Registro de Sociedades.

Por su parte, en cuanto a la posibilidad de poder gestionar una fusión transfronteriza desde una empresa domiciliada en el extranjero a una ubicada en territorio peruano, esta alternativa no se encuentra contemplada en la Ley General de Sociedades vigente (Véliz y D'Medina, 2022). Una opción señalada en el artículo 140 del Reglamento del Registro de Sociedades sería que la compañía que desea absorber o bien fusionarse con su par peruana cuente con una sucursal en territorio nacional.

1.4.Etapas en los procesos de Fusiones y Adquisiciones.

Luego de una introducción general sobre el funcionamiento de los procesos de fusiones y adquisiciones, es de destacar que no existe una fórmula mágica que permita lograr una operación exitosa y sin riesgos. Empero, diversos autores sí han escrito, detallado e incluso aconsejado sobre lo que sucede y debería de suceder en cada una de las etapas de dicho proceso de fusión o adquisición. Así, Kwashie y Kim (2020), citando a su vez a Christensen et. al (2011), afirman que el porcentaje de fallos para cerrar el trato e implementarlo posiblemente exceda el 70% de los casos. Por su parte, con respecto a las opiniones de los propios directores de las empresas, el 64% prefiere completar el proceso de *M&A* rápidamente para así poder aprovechar y utilizar la sinergia generada apropiadamente, mientras que el otro 36% prefiere optar por expandir el proceso de *due diligence* (Chahine et. al, 2018).

Con la finalidad de sintetizar una línea de tiempo que, de manera universal²⁶, se sigue en estos procedimientos, a continuación, se detallarán las etapas desde la perspectiva del empresario comprador:

1. La estrategia del negocio y búsqueda de potenciales *targets*: se trata del momento inicial, donde el empresario que busca comprar analiza y toma la decisión de identificar a una sociedad, con la finalidad de fusionarse o adquirir parte de esta. Como se explicó en su momento, el objetivo principal para tomar la decisión es meramente para

²⁶ Para el presente capítulo, se ha tomado bibliografía sobre el proceso de fusión y adquisición de literatura peruana, mexicana, estadounidense, colombiana y alemana.

expandirse en un mercado o varios, además de la importancia de formular objetivos determinados por la propia empresa y la estrategia de crecer mediante una fusión o adquisición (Shim, 2012). Sin embargo, se trata del paso más importante, pues da inicio al salto de la empresa hacia invertir en el crecimiento externo (fusionarse o adquirir activos de otra sociedad), lo cual requiere que el empresario cuente con estrategias y prepare múltiples caminos para alcanzar la meta (Gribens et. al, 2017).

Seguidamente, y de acuerdo con Aguirre:

(...) resulta primordial la búsqueda de oportunidades o identificación de las sociedades objetivo compatibles, donde la finalidad será identificar a las empresas que califiquen como serias candidatas a ser adquiridas o absorbidas, para posteriormente dar paso a una evaluación y análisis que permita determinar cuál es la más conveniente para los propósitos del comprador. (Aguirre, 2019, p. 17)

Lo que determina que se escoja a una empresa y no a otra dependerá de los intereses del comprador, por ejemplo, el lograr una sinergia con respecto a la producción y manufactura, obtener patentes y derechos de uso de marcas, mitigar los riesgos de un fallo en su sector de mercado a través de la diversificación, penetrar en nuevos mercados geográficos, entre otros (Sherman, 2011).

2. Acercamiento, aceptación y acuerdos previos: una vez el empresario ha encontrado a la *target*, es el momento de los primeros acercamientos entre el comprador y el potencial vendedor. Esto, con la finalidad de poder establecer conversaciones sobre las intenciones de uno y de otro. A su vez, si bien todavía no se ha logrado un consenso, y es posible que ni siquiera se hayan entablado negociaciones formalmente, se debe de realizar una valoración de la empresa por comprar con información de carácter público, sobre todo basada en aspectos comerciales, financieros, plana gerencial y activos (Aguirre, 2019). De esta forma, se puede aproximar un valor de la *target*, con la finalidad de analizar si existe o no la posibilidad económica para absorberla o fusionarse con esta, así como la viabilidad de la operación. Por ende, no se está ante una oferta como tal, de acuerdo a lo estipulado en el artículo 1382 del Código Civil Peruano, al no ser plena ni completa.

Una vez completado el paso anterior, si ambas partes logran ponerse de acuerdo de forma general, el comprador buscará acercarse aún más a concretar el negocio y, a su vez, asegurar que el vendedor se sienta seguro respecto de la posición en la que se encuentra. Así, se comprometen las partes a través de, por ejemplo, memorándums de entendimiento y cartas de intención (*Memorandum Of Understanding – MOU* y *Letter of Intent – LOI*, por sus siglas en inglés), donde se establecerán términos vinculantes y no vinculantes sobre la transacción, así como una guía del proceso a seguir (Sherman, 2011).

3. *Due dilligence*²⁷: se trata del paso que marca un antes y un después en una potencial fusión o adquisición. Esto debido a que, tradicionalmente, se ha definido a la debida diligencia (por su traducción literal al español) como el análisis legal, financiero y operacional que el comprador debe realizar para validar la presentación hecha por el vendedor de su compañía, enfocándose principalmente en los riesgos (Protiviti, 2016). Con el propósito de informar de la mejor manera al vendedor, se revisan documentos, relaciones contractuales, historial operacional, y estructura organizacional (Sherman, 2011). Para otros autores como Shim (2012), las áreas claves a analizar durante un proceso de debida diligencia, y con la finalidad de prevenir potenciales *deal breakers* en la siguiente etapa, son las siguientes: el mercado, entiéndase el tamaño de este, si existe riesgo en cuanto cierta tecnología que podría ser sustituida o no, y qué tan controlado por el gobierno se encuentra el mercado; los clientes, cuál es el criterio de compra de estos, si se trata de un producto indispensable o no, si se podrían esperar cambios o no en el comportamiento de los consumidores, entre otros; competidores, analizar quiénes son, el grado de rivalidad, el nivel de las barreras de entrada a dicho segmento; y finalmente la cultura y recursos humanos, como decidir qué áreas deben de quedarse y cuáles no, si existen discrepancias en la cultura organizacional entre ambas empresas, y la forma en la que se suelen solucionar los conflictos en la empresa *target*. Debido a todo lo detallado, es necesaria la existencia previa de un acuerdo o

²⁷ Para algunos autores como Aguirre (2019) y Sherman y Hart (2006), incluso antes de esta etapa se debe de haber negociado en lo mínimo el precio entre comprador y vendedor, a partir de la firma de diversos acuerdos de carácter vinculante como no vinculante. De esta forma, luego de realizar la debida diligencia, se podrá variar dicho valor referencial, o bien se generará un *deal breaker*, con lo cual finalmente la transacción no se concretará. Esto, empero, no limita que el comprador haya tenido que hacer un estudio de mercado para calcular aproximadamente cuánto puede valer la empresa *target*, independientemente del método de cálculo utilizado.

bien convenio de confidencialidad (Morales, 2022), o por sus siglas en inglés, *NDA*. Con la finalidad de poder lograr un análisis completo, es usual que el comprador contrate a un equipo multidisciplinario con abogados, economistas, contadores, entre otros (Morales, 2022). Para cerrar esta etapa, y una vez se ha recabado la suficiente información, el comprador podría proponer su oferta final, o bien una oferta vinculante. Esta etapa concluye con un informe, ya sea de carácter descriptivo y/o explicativo, donde se detalla la situación actual de la sociedad *target*, lo que incluye contingencias y hechos relevantes (Carreño, 2024).

4. Negociación y cierre de la operación: luego de que la parte compradora conozca a fondo a la compañía *target*, posterior al proceso de debida diligencia es necesario, finalmente, determinar el precio de venta por la operación a través de algún método de valoración de empresa²⁸ ²⁹. Se suele ajustar el valor referencial inicial y previo a la etapa anterior (Aguirre, 2019), así como la implementación de cláusulas que busquen proteger a la parte compradora frente a las aseveraciones de la contraparte, conocido en inglés como *representations y warranties*, además de supuestos indemnizatorios. Un punto clave antes de poder cerrar el negocio se encuentra en la regulación gubernamental, un tema no menor y que ningún autor deja de lado³⁰: desde la aplicación de leyes de control previo a las fusiones y adquisiciones, así como la necesidad de legalizar firmas y documentos a través de una notaría, y más específicamente si existe alguna regulación única para el sector en cuestión. También se debe de considerar que, en el caso de algunos países como Estados Unidos, Argentina y México, hay leyes federales que podrían limitar o incluso truncar un negocio completo, verbigracia, por concentración empresarial o si el monto total por la operación supera cierta cifra.

²⁸ Si bien existen distintos métodos para realizar el cálculo del valor de una compañía, Fernández señala aquellos basados en: el balance/valor patrimonial, es decir la suma de este último (los activos); en la cuenta de resultados, es decir a través de los beneficios, ventas y otro indicador; los métodos mixtos, el cual tiene como base el fondo de comercio o *goodwill*, representados por elementos no materiales de la empresa y significan una ventaja frente a sus competidores; y aquellos que usan el descuento de flujos de fondos (*cash flows*) considerando los flujos de dinero a futuro menos una tasa apropiada, en concordancia con el riesgo de los flujos (Fernández, 2008).

²⁹ De acuerdo con Morales (2022), la base para calcular el valor de la sociedad *target* puede ser basándose en el valor patrimonial, utilidades netas, fondo de comercio, comparación, transacciones comparables, valor de reemplazo, valor de liquidación, de acuerdo con el flujo de caja neto descontado, valor en bolsa, o bien según la legislación vigente de ser el caso.

³⁰ Aguirre (2019) resalta la aplicación del control previo de fusiones y adquisiciones, implementado recientemente en Perú como se explicó previamente en este *paper*. Asimismo, y gracias a la literatura, no es difícil percatarse que lo mismo sucede en otros países, incluso autores como Acevedo (2017) y Sherman y Hart (2006) han escrito sobre la potencial infracción llamada *gun jumping* cuando posterior a un proceso de fusión o adquisición no se informe en su momento a la autoridad colombiana respectiva, y lo mismo en los Estados Unidos, respectivamente.

5. Integración: esta constituye la etapa final del proceso, por lo que sigue la integración de la compañía adquirida. Así, en este punto cabe destacar que, en los casos de adquisición de empresas (por ejemplo, un fondo empresarial), esta operación no se reconoce por la normativa vigente como si fuese de un solo bien, sino que la transferencia se realiza por cada activo. Se trata, en realidad, de una de las partes más complicadas, pues está cargada de potenciales problemas, entre estos la adaptación a la nueva cultura laboral por parte de los nuevos empleados y/o accionistas (Gribens et. al, 2017). Asimismo, el cómo se compondrá la gerencia en caso de haber cambios (Sherman, 2011), la retención de equipos de dirección con capacidad organizativa, comunicación con los clientes, proveedores y en general los grupos de interés (Shim, 2012). Inclusive los problemas podrían venir desde antes, es decir desde el análisis del mercado, durante la debida diligencia, o en los primeros contactos, pues si se ha llegado a concretar el negocio es porque se espera (o debería de esperarse) que no han quedado cabos sueltos. En palabras de Kwashie y Kim: “Existe una relación no monótona entre el tiempo que toma cerrar el acuerdo, y la probabilidad de que falle”³¹ (Kwashie y Kim, 2020, p. 2). Es clave en esta etapa, pensando a futuro, el aprender y respetar la cultura laboral de la empresa absorbida, así como permitir a los trabajadores participar en los cambios organizacionales, hacerles un proceso de inducción a la empresa y entrenarlos, como también buscar que se desarrollen (Kang et al., 2020). Por otro lado, y de acuerdo con lo establecido en el artículo 73 del Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta, la operación surtirá efectos en la fecha señalada como la entrada en vigencia de la fusión o bien adquisición. Sumado a esto, se deberá de comunicar esta fecha a la SUNAT dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a cuando el resultado de la operación entre en vigor. También es necesario el comunicar sobre la operación a la SMV, si es que la sociedad cotiza en bolsa, como un hecho de importancia a la Secretaría General de dicha entidad, adjuntando la copia del proyecto de fusión, estados financieros, relación de canje de acciones, entre otras.

Ahora bien, un proceso de fusión y uno de adquisición, si bien cuentan con puntos en común, también tienen etapas distintas y que deben de seguir un determinado orden de ejecución. Cada

³¹ Traducción propia.

una de estas operaciones puede, por tanto, separarse cronológicamente de la siguiente manera (Carreño, 2024):

- Proceso de fusión:
 1. Contactos iniciales, negociaciones y acuerdos preliminares.
 2. Proceso de *due diligence*.
 3. Negociación de contratos y condiciones previas.
 4. Acuerdo y convocatoria de las juntas de accionistas de cada sociedad.
 5. Derecho de inspección, comunicación con acreedores y oposición.
 6. Otros requisitos legales y solicitud de autorización (de ser el caso).
 7. Inscripción del acuerdo en los Registros Públicos.

- Proceso de adquisición (para una sociedad no listada en bolsa):
 1. Contactos iniciales, negociaciones y acuerdos preliminares.
 2. Proceso de *Due diligence*.
 3. Negociación de contratos y condiciones previas.
 4. Contrato de compraventa.
 5. Etapa previa al cierre.
 6. Cierre del contrato.
 7. Etapa post cierre.

1.5. Acuerdos pre contractuales.

Como se ha podido ver hasta el momento, los procesos de fusiones y adquisiciones son complejos: no solo involucran mucho dinero de por medio, sino también distintas transacciones, análisis general de la compañía *target*, riesgos, e incluso el futuro de la empresa (en caso de haberlo, pues una mala operación puede terminar en una liquidación y posterior quiebra). Además, y tal y como se detallará más adelante, parte del tiempo también está en manos de las entidades estatales encargadas de transparentar el proceso y prevenir se perjudique a terceros, como accionistas, grupos de interés y a la sociedad en su conjunto. Todo este proceso es independiente de lo que pueda estar ocurriendo a la par en el mundo: pandemias, guerras, inflación, crisis políticas y/o socioeconómicas, entre otros.

Teniendo en cuenta esto, en el presente subcapítulo se discutirán dos tipos de acuerdos societarios: el primero, los convenios de accionistas (conocidos en inglés como *Shareholders Agreement*), los cuales pueden encontrarse vigentes al momento de una fusión o adquisición; el segundo, la Carta de Intención (conocido en inglés como *Letter of Intent – LOI*), con la cual justamente se da uno de los primeros pasos para potencialmente empezar el procedimiento de un *M&A*.

1.5.1. *Shareholders Agreement*.

Un convenio de accionistas, conocido en otras partes del mundo como convenios de sindicación o pacto de sindicación de acciones³² es, tal y como lo indica su nombre, un contrato que gobierna la relación entre accionistas (puede ser un grupo o todos los de la sociedad) a través de derechos y obligaciones específicos, los cuales no se encuentran incluidos en el estatuto de la sociedad (Masullo, 2015). Para Mejía, “(...) tienen por objeto regular – al margen de los estatutos sociales – el ejercicio de sus derechos, relaciones e intereses (Belloq y Scelza, 2011), mediante reglas relacionadas, entre otras, con el control y la administración de la sociedad” (Mejía, 2014, p. 4). Cabe destacar uno de los elementos que resalta en la definición: la segregación entre aquello acordado por los accionistas signatarios del acuerdo, frente a lo establecido en el pacto social de la empresa, aplicable a todos de manera indistinta. Se tiene, por tanto, una forma de autorregulación dentro de la propia sociedad la cual, salvo por parámetros legales de obligatorio cumplimiento establecidos por ley, también se encuentra autorregulada a partir de lo acordado por los socios fundadores, y potencialmente modificable por los accionistas. Ahora bien, en el Perú no existe una excepción, pues estos convenios entre accionistas se encuentran regulados en la Ley General de Sociedades, en el artículo 7 de esta. Así, y en palabras de Roppo:

Los pactos para-sociales han recibido una tipificación *sui generis*: la ley ahora los prevé, no tanto para disciplinar derechos y obligaciones recíprocos de las partes; sino esencialmente para poner en relación con estos límites de contenido y obligaciones de conducta, relevantes ante la autoridad pública. (Roppo, 2009, p. 397)

³² Como se le conoce en Uruguay al primer término (Amorín, 2012) y en España al segundo (Salinas, 2020).

A nivel empresarial cabe recordar que, en cualquier sociedad que emita acciones, existen accionistas tanto mayoritarios como minoritarios, siendo los segundos quienes buscan, de alguna u otra forma, que se respeten y cumplan sus derechos, además de tener una voz y voto que valga en la toma de decisiones de la compañía. Justamente por esto es por lo que existe una necesidad de regular, ya sea por ley o normas de gobierno corporativo, sus potestades, y hacer posibles sus participaciones y representatividad. Así, estos convenios, según Rebaza (2007), permiten garantizar dos aspectos claves: el primero, la adopción de decisiones al interior de la sociedad, algo que se refleja en el paso previo a un proceso de fusión o adquisición, pues primero los directores (en caso de que exista un directorio) como posteriormente los accionistas deben de tomar dicha decisión la cual, como se explicó previamente, marcará un antes y un después en el futuro de la sociedad; la segunda, la existencia de la libre transmisibilidad de las acciones que la empresa adquiera (así como el poder negociar el valor de las mismas), como se encuentra regulado en el artículo 101 de la Ley General de Sociedades, ya que pueden ser de difícil venta a terceros. Es importante destacar sobre la afirmación anterior que esta libertad en la transferencia de las participaciones varía dependiendo del tipo de sociedad, ya que podrían existir ciertas restricciones de acuerdo con el artículo previamente indicado. Si bien es cierto no existe una obligación legal que establezca que este tipo de convenios deben de ser conformados por determinados tipos de accionistas, sí facilita que aquellos minoritarios puedan tutelar de mejor forma sus intereses frente a quienes poseen más acciones (Amorín, 2012).

Ahora bien, no todos los convenios de accionistas tienen la misma finalidad. Si bien es cierto que los firmantes cuentan con libre disponibilidad para regular y establecer obligaciones en la forma que más encuentren conveniente (siempre que no vaya, por supuesto, en contra del estatuto social ni la normativa local), algunos autores consideran que siempre hay una finalidad en estos. Por su parte, en la doctrina no existe un consenso que catalogue a los pactos de accionistas³³, mas en el presente trabajo se tomará en consideración la división realizada por Conde (2014), a saber:

³³ Para Amorín (autor uruguayo), los convenios de accionistas pueden catalogarse de acuerdo a la modalidad: un sindicato de voto y de bloqueo, o financiero (2012); para Mejía (autor colombiano), el convenio puede ser clasificado como de relación, de atribución, de organización o de acciones (2014); para Conde (autor peruano), se dividen en sindicato de voto, de bloqueo o de administración (2014); finalmente, Reyes Villamizar (autor colombiano, pero trabajado en un texto sobre convenios de accionistas en Estados Unidos) los divide en acuerdos fiduciarios de votación, acuerdos de votación, y otros pactos de frecuente utilización en acuerdos parasociales (2006).

- A. Por sus elementos subjetivos: dependiendo de quiénes suscriban el convenio, como pueden serlo algunos o todos los socios, estos con la sociedad, o un grupo de socios con terceros.
- B. Por sus elementos objetivos: estos buscan tener un marco que permita regular la correlación entre los socios, o con realización al negocio de la empresa.
- C. Pactos de Bloqueo (categoría añadida por Amorín, 2012): para Holz (2010), este busca prevenir el enajenar acciones por un determinado plazo, o imponer a los signatarios determinada obligación. Pérez (1996) añade que se requiere la autorización del sindicato en cuestión, además de la existencia de un derecho de adquisición preferente a favor de estos.

Por su parte, y una vez que se tiene una mejor idea sobre qué son los convenios de accionistas y sus categorías, es clave analizar la realidad y qué tan comunes son. Si bien es cierto que estos cada vez aparecen con mayor frecuencia en la literatura jurídica de forma universal (Conde, 2014), la regulación y el uso de estos varía dependiendo de las leyes locales y la libertad o no que les brinden a las sociedades. Asimismo, cabe considerar que estos pactos, si bien son válidos bajo el cumplimiento de ciertos requisitos en cualquier tipo de sociedad, su popularidad en cada una puede variar.

Un claro ejemplo está en Estados Unidos, donde solo el 1.58% de empresas públicas cuentan con un acuerdo de accionistas (Masullo, 2015) frente a, por ejemplo, el 15.29% de compañías del mismo tipo en Brasil. Esto, empero, no tiene nada de raro, ya que estos acuerdos se utilizan comúnmente en el país sudamericano debido a que las cláusulas que contienen pueden, por ley, coordinar y establecer decisiones premeditadas, obligar a votar de cierta forma y limitar la transferencia de acciones; en contraposición, en el país norteamericano suele ser firmado con la finalidad de lograr una transacción determinada, establecer reglas para la elección de directores y la transferencia de acciones. En Colombia, incluso, la libertad sobre este tipo de convenios es más restrictiva, pues estos solo pueden versar sobre las materias establecidas en el artículo 70 de la Ley 222 del año 1995 (Mejía, 2014). Es decir, sobre el sentido de los votos en las asambleas, o sobre la representación de las acciones, además de no poder ser suscrito por accionistas que administren la sociedad³⁴. En España, verbigracia, también existen

³⁴ “Artículo 70.- Acuerdos entre accionistas. Dos o más accionistas que no sean administradores de la sociedad, podrán celebrar acuerdos en virtud de los cuales se comprometan a votar en igual o determinado sentido en las asambleas de accionistas. Dicho acuerdo podrá comprender la estipulación que permita a uno o más de ellos o a un tercero, llevar la representación de todos en la reunión o reuniones de la asamblea. Esta estipulación producirá efectos respecto de la sociedad siempre que el acuerdo

condiciones que se deben de cumplir para que los acuerdos de accionistas tengan validez o, por decirlo de forma práctica, fuerza frente a la sociedad. En dicho país se requiere que estos acuerdos consten en la escritura pública de constitución, de acuerdo con el artículo 119 del Código de Comercio español (Mejía, 2014)³⁵. Como segundo ejemplo se tiene al artículo 531 del Real Decreto Legislativo 1/2010, conocido también como la Ley de Sociedades de Capital, la cual permite que algunos acuerdos de accionistas, siempre que cumplan con los requisitos tipificados, le sean oponibles a la sociedad en su conjunto³⁶ (Mejía, 2014).

Luego de la información revisada, se puede concluir que los acuerdos de accionistas son un efectivo mecanismo que no solo permite controlar el poder de una sociedad (Masullo, 2015), sino además dar libertad a los signatarios al acordar voluntariamente en qué forma y términos desean regularse dentro de una empresa. Sin embargo, es prioritario evitar el mantenerlo oculto y no formalizarlo puesto que, de lo contrario, acarrearía problemas en cuanto a la oponibilidad frente a terceros.

De esta manera, los pactos de accionistas son una facultad importante y necesaria sobre todo ante la existencia de múltiples propietarios de una sociedad, ya que así podrán unirse aquellos minoritarios y buscar regular y mantener una misma posición ante distintas decisiones que se pongan sobre la mesa.

1.5.2. Letter of Intent.

Antes de empezar con el presente apartado, se realizará la siguiente aclaración con respecto a dos acuerdos precontractuales: la Carta de Intención (*LOI*, por sus siglas en inglés), y el Memorándum de Entendimiento (*MOU*, por sus siglas en inglés). Si bien para algunos autores

conste por escrito y que se entregue al representante legal para su depósito en las oficinas funcione la administración de la sociedad. En lo demás, ni la sociedad ni los demás accionistas, responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo.”

³⁵ “Artículo 119.- Toda compañía de comercio, antes de dar principio a sus operaciones, deberá hacer constar su constitución, pactos y condiciones, en escritura pública que se presentará para su inscripción en el Registro Mercantil, conforma a lo dispuesto en el artículo 17. A las mismas formalidades quedarán sujetas, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 25, las escrituras adicionales que, de cualquier manera, modifiquen o alteren el contrato primitivo de la compañía. Los socios no podrán hacer pactos reservados, sino que deberán constar en la escritura social.”

³⁶ “Artículo 531.- Publicidad de los pactos parasociales. 1. La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables en las sociedades anónimas cotizadas habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la Comisión Nacional de Mercado de Valores. [...] 3. El pacto parasocial deberá publicarse como hecho relevante.”

se trata de la misma figura³⁷ mientras que para otros no³⁸, para el presente trabajo no se buscará realizar mayor diferenciación entre estas, ya que excede el objetivo del presente, con lo cual se utilizarán como sinónimos.

Una carta de intención en un proceso de fusión y adquisición es un acercamiento entre las partes, una expresión escrita entre estas y dejando en claro lo que buscan concretar: la transacción en cuestión, así como buscar resumir los términos materiales del futuro acuerdo (Auten y Risseeuw, 2017). Se trata, por tanto, de una consecuencia a partir de un primer acercamiento y negociaciones, previas a cualquier otro proceso o acuerdo posterior (Egan, 2013), donde se suele detallar el precio de compra o una fórmula para obtenerlo, además de otros aspectos económicos claves y sobre el procedimiento que se utilizará en futuras negociaciones.

Existen ventajas en la utilización de este tipo de acuerdos precontractuales, por ejemplo, la identificación de *deal breakers* (es decir, declaraciones que podrían terminar frustrando el negocio)³⁹ antes del potencial desembolso de dinero y tiempo, y la resolución de los términos principales que se utilizarán durante la transacción (Waryjas, 1998). Así, las partes pueden estar más tranquilas y seguras de continuar negociando a partir del acuerdo de determinados conceptos y definiciones a utilizar más adelante, como también dejar en claro sucesos y descubrimientos que pueden terminar frustrando el negocio. La misma autora, Maryann A. Waryjas, escritora de la firma de abogados KMZRosenman, también da a conocer otra potencial ventaja de las cartas de intención: el establecer una línea de tiempo, que puede incluir plazos, trazar el procedimiento a seguir, lo que incluye los desembolsos necesarios y cómo se dividirán (Waryjas, 1998). Esto podría permitir, asimismo, que ambas partes analicen si el potencial negocio cumplirá con todo lo necesario dentro del marco regulatorio nacional, verbigracia, el no formar un potencial monopolio en el sector de mercado o concentración empresarial.

³⁷ De acuerdo con Rees (2014), la idea es la misma: un acuerdo entre las partes para acordar los puntos más importantes en un futuro negocio.

³⁸ Para Majaski (2021), la diferencia radica en que la Carta de Intención es un documento que declara preliminarmente la intención de una de las partes en hacer negocio con la otra, mientras que un Memorándum de Entendimiento describe las líneas generales de un acuerdo a la que dos o más personas han llegado. Por su parte, para Morales (2022) el MOU implica una declaración de interés plurilateral y consensuada, además de poder obligar a las partes dependiendo de lo negociado, mientras que una Carta de Intención (LOI) es una oferta unilateral donde el empresario expresa su intención de adquirir a la *target*.

³⁹ Si bien es cierto que, dependiendo de cada comprador, determinado suceso o declaración podría terminar impidiendo se concrete la operación, algunos de los más usuales son: performance financiero, regulación local, valor de la sociedad, hallazgos en el *due diligence*, entre otros.

Sin embargo, es importante entender que, si bien puede parecer que este tipo de acuerdos precontractuales beneficia por igual a las partes, de acuerdo con Egan (2013) muchos abogados corporativos consideran que la carta de intención generalmente es más beneficiosa para el comprador. En primer lugar, sea o no vinculante el acuerdo, permitirá que este pueda ver información confidencial de la parte vendedora, incluso si existe o no alguna cláusula de no divulgación sobre estos datos, ya que podría utilizar a futuro esta data para su propio beneficio. De igual forma, podrá inspeccionar los bienes, operaciones, libros y archivos, lo cual terminará generando una desventaja en la parte que expone su información privada. Empero, esto no significa que negociar un acuerdo precontractual no sea cuasi necesario para prevenir disputas entre las partes a futuro, a saber, respecto del precio, *deal breakers*, pasos a seguir y, en general, todo aquello que consideren es necesario identificar. Es así como la parte vendedora buscará, de acuerdo con Egan (2013), definir más claramente el precio de venta, así como limitaciones, garantías y términos claves, cláusulas de no competencia y, entre las principales razones, el buscar proteger información confidencial.

Por otro lado, y posiblemente la mayor de las controversias que se pueden desencadenar a partir de negociar estos tipos de acuerdos⁴⁰, es si lo negociado es de carácter obligatorio o no para las partes, o bien si se consideran como declaraciones vinculantes. El verdadero inconveniente radica en que, en muchos casos, los abogados les advierten a sus clientes que el problema de una carta de intención está en que incluso lo que se negoció como no vinculante puede terminar siendo declarado como si lo fuese para algunas cortes (Egan, 2013). Esto dependerá, para comenzar, de la jurisdicción a la cual se sujeten las partes respecto del acuerdo. Así, el tribunal podría considerar si el acuerdo es lo suficientemente certero, si existe o no una intención de las partes para vincularse, si existe algún acuerdo que involucre intercambiar dinero (verbigracia, el precio de venta) o documentación (Rees, 2014)⁴¹. Sintetizando esta posición, para Waryjas (1998) el factor que determina si alguna cláusula, o todo el contenido, de una *LOI* es o no vinculante dependerá del lenguaje usado por las partes. Rees (2014) es de la creencia que, lo que determina la vinculación o no radica en la certeza de lo que las partes han redactado. Por ejemplo, una solución estaría en que se obligue a las partes a negociar y acordar términos al inicio del documento, con la finalidad de demostrar que toda negociación se ha hecho de buena

⁴⁰ De acuerdo con Williamson et. al, la carta de intención se divide entre los términos de carácter obligatorio y los no obligatorios (2010); asimismo, Maryann A. Waryjas de la firma de abogados KMZRosenman considera que los mayores litigios respecto a este tipo de acuerdos están en definir qué cláusulas o bien acuerdos fueron señalados (o redactados) como obligatorios y cuáles no (Waryjas,1998).

⁴¹ En este caso, los autores se están refiriendo a los indicios tomados en cuenta bajo ley inglesa.

fe y no exista vinculación alguna. Con la finalidad de prevenir potenciales disputas sobre si es o no de carácter obligatorio lo acordado por escrito, ambas partes podrían acordar hacer todo el acuerdo vinculante, para así no tener que ir a donde el juez y que determine si lo es o no (Williamson et. al, 2010).

Como solución y forma conveniente de manejar qué conviene que sea vinculante o no, Auten y Risseuw (2017) consideran debería dividirse de la siguiente forma:

- Términos no vinculantes:
 1. La estructura de la transacción.
 2. El precio de compra.
 3. Marco indemnizatorio.
 4. Condiciones para el cierre.
 5. *Due diligence*.

- Términos vinculantes:
 1. Exclusividad.
 2. Confidencialidad.
 3. Gastos.
 4. Leyes aplicables.

A manera de conclusión, debe de quedar claro que no todas las cartas de intención se negociarán de la misma forma, quedando el contenido sometido principalmente al propósito final acordado por las partes. Empero, algo que sí es universal es que estas deben de considerar qué desean que sea vinculante y qué no, pues incluso la redacción y el lenguaje pueden hacer que la corte dictamine lo contrario a lo que alguna de estas buscaba.

1.6.Cláusulas importadas de la jurisdicción norteamericana y anglosajona.

Para el presente apartado se han elegido, entre las muchas que existen, algunas de las cláusulas que más relevancia se considera que tienen al momento de negociar y cerrar un proceso de fusión o adquisición. Vale acotar que se trata de una primera parte donde se describe a estas, cómo funcionan, aplicación, ventajas y desventajas, entre otras características. Posteriormente, en el siguiente capítulo se procederá con uno de los temas de fondo del presente trabajo: la similitud con las figuras de carácter nacional, cómo se encuentran reguladas de ser el caso en cada país, y comparativa en cuanto a su regulación frente a otras naciones latinoamericanas.

1.6.1. *Earn Out*.

Uno de los temas más importantes al momento de negociar una fusión o adquisición es la valorización de la empresa y, finalmente, el precio a pagar por la misma. Si bien existen diversos métodos para el cálculo de este, avalados por abogados expertos en la materia y financistas, según *Harvard Business Review* entre el 70% y 90% de las transacciones de este tipo de operaciones no generan los beneficios que el comprador esperaba (De la Piedra, 2018). Con esta consideración, una de las cláusulas más populares en los contratos de fusiones y adquisiciones es la llamada en inglés *earn Out*.

Distinguida por ser una cláusula de ajuste de precio por hechos o acciones que ocurren posteriormente a la fecha de cierre del negocio (De la Piedra, 2018), es una provisión dentro del contrato de una fusión o adquisición que crea una contingencia respecto a la obligación del pago para quien adquiere el negocio (Quinn, 2013). Para Bruner, “[...] es un contrato legalmente vinculante bajo el cual una parte del precio de compra que se espera pagar en el futuro está supeditado a objetivos financieros u operativos predeterminados de la empresa comprada” (Bruner, 2004, p. 609). Entonces, una de sus características es el que el valor de la empresa es determinable⁴², es decir algo que depende de un hecho posterior para que pueda cumplirse o bien activarse. Siendo más específicos, sólo una parte del precio es la que se pagará en caso la empresa logre cumplir cierta/s meta/s dentro de un determinado periodo de tiempo (Braun et. al, 2008). Para Ruppert (2015), esta figura soluciona la fijación de un precio, a partir de dejar una parte de este determinable y que se calculará posteriormente a partir del performance de la empresa en cuestión, o con el uso de aspectos del mercado donde esta se desempeña. De igual manera, cabe destacar que existen diversos métodos para poder calcular el valor que tiene una empresa, por ejemplo, a partir del valor patrimonial, el flujo de caja descontado o la utilización de un múltiplo predeterminado del *EBITDA*, acrónimo en inglés que traducido vendría a significar ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (Rebaza y Ochoa, 2015). Sin embargo, en el presente trabajo no se entrará a detallar estos debido a que no es parte de la investigación de fondo.

⁴² Entiéndase que esta condición es distinta a la señalada en el artículo 172 del Código Civil Peruano puesto que, en este caso, no depende exclusivamente de la voluntad de una de las partes.

Respecto a la duración de esta cláusula, es decir el tiempo en el que permanece vigente, como puede suponerse dependerá mucho del tamaño de la operación en términos monetarios, por cantidad de contratos con proveedores, proyecciones, así como por factores externos que terminan afectando a la economía en su conjunto. Empero, en la práctica el término del *earn out* suele ser de uno a cinco años, de acuerdo con diversos autores como Steffen (2018), Quinn (2013) y Braga (2021). Asimismo, el comprador buscará que esta cláusula dure la mayor cantidad de tiempo posible, ya que pretende proteger su inversión y estar seguro sobre qué está pagando. Desde la otra arista, el vendedor no solo buscará no estar sujeto tanto tiempo a un evento o hechos futuros, sino que preferirá un sistema basado en los ingresos para determinar si se cumple o no con la condición establecida, pues está sujeta a menos variables y, por lo tanto, existe una menor potencial manipulación por parte del comprador (Braun et. al, 2008).

Por otro lado, es clave entender que este concepto no solo abarca aspectos pecuniarios, ya que es posible esté supeditado a, por ejemplo, el valor de las acciones de la empresa adquirida, metas orientadas sobre el servicio al cliente, aprobaciones en el ámbito regulatorio, metas en el avance tecnológico, entre otros (Quinn, 2013). Considerando esto, la situación puede ser aún más complicada para el vendedor, ya que todo aquello que ya no dependa de este y quede sujeto a eventos futuros terminará afectando al precio de venta que originalmente había considerado. No es extraño, por ende, darse una idea de la cantidad de litigios que esta cláusula puede terminar generando entre las partes, más aún cuando su activación sucede luego de la firma del contrato, cuando ya la empresa *target* fue adquirida o parte de esta. La conducta entre el comprador y vendedor en esta cláusula genera, por concepto, deseos adversos los unos de los otros, lo cual promueve aún más la generación de un potencial conflicto (Sawyer Duncan, King & Spalding LLP, 2020). La mayoría de los problemas ocurren por el mismo motivo por el cual se terminan generando conflictos en una carta de intención: la redacción del texto (Sawyer Duncan, King & Spalding LLP, 2020), otra razón por la cual todo lo negociado debe de plasmarse en la redacción y términos negociados. De igual forma el juez, en caso de llegarse a instancias judiciales y con la finalidad de poder solucionar los problemas de interpretación, buscará reconstruir las negociaciones entre las partes, para así poder aclarar la común intención de estas. El caso se complica aún más cuando la cláusula para calcular el precio a partir de un acontecimiento futuro se basa en fórmulas y/o actividades que no dependen de una de las partes. Algunos ejemplos recientes al momento de redactar el presente trabajo fueron la pandemia generada por el Sars-Cov-2, la guerra entre Ucrania y Rusia, los niveles inflacionarios en los Estados Unidos, crisis sociopolíticas y económicas a nivel local, entre otros. Como detalle

adicional, se tiene el posible pago de impuestos, el cual se calcula a partir del valor que tenga la operación, por lo que el vendedor debe, de alguna forma, valorizar el *earn out* en sí mismo (Braun et. al, 2008).

Respecto a si existe alguna solución para prevenir la influencia de factores externos a las partes de forma definitiva, la respuesta es negativa, mas esto no ha mermado ni mucho menos detenido su popularidad. La tendencia, además, será a crecer debido a lo mencionado con respecto a las externalidades generadas por crisis sanitarias, políticas y económicas, con lo cual la parte compradora buscará dejar a futuro una parte del precio.

Otra solución parcial, además de la redacción, se encuentra en la aplicación del mecanismo *locked box*, donde el precio que el comprador terminará pagando a quien le compra será a la fecha de cierre del contrato, y este ha sido pactado a partir de los estados financieros hasta un determinado día (llamada *locked box date*) (De la Piedra, 2018). Sin embargo, el monto definitivo seguirá en suspenso hasta que determinados eventos u objetivos se cumplan, conocidos en inglés como *leakages*. La ventaja de todo esto radica en que este tipo de sucesos deben de acordarse previamente entre las partes, con lo cual el vendedor buscará reducir al mínimo los supuestos, con la finalidad de que el monto total no varíe mucho con respecto a lo que esperaba recibir (De la Piedra, 2018).

A pesar de contar con puntos negativos como el poder generar potenciales litigios, el cálculo de los impuestos por pagar de ser el caso, la incertidumbre del vendedor por recibir el monto que esperaba, así como en general el riesgo que adopta también el comprador a que los determinados eventos no se cumplan y mermen el negocio, la cláusula *earnout* sigue siendo bastante utilizada. Esto, debido a que, por su propia definición, soluciona el problema de la incertidumbre al momento de la transacción, asignando los riesgos de una potencial pérdida al vendedor, lo cual termina logrando que las partes puedan negociar de forma más equilibrada y se facilite un consenso (Quinn, 2013). Como detalle previo al cierre, es importante recalcar nuevamente que, si bien el incluir esta cláusula puede ser beneficioso para el comprador o incluso para ambas partes, en realidad pospone el conflicto a un futuro, cuando estas tengan más información con respecto al valor estimado en un principio (Ruppert, 2015).

1.6.2. *Material Adverse Change.*

Como en cualquier negocio de manera general, independientemente de lo que se esté negociando y la cantidad de partes involucradas, siempre existirá la posibilidad de que susciten hechos imprevisibles generados por terceros o por la naturaleza en sí. Las partes, como método

de prevención y protección entre estas y ante eventuales cambios en el entorno que le sean adversos (Hornedo et. al, 2020), pactan una cláusula que busque detallar este tipo de sucesos inesperados y que no son responsabilidad de ninguna de las mismas, beneficiando principalmente a la parte compradora. La profesora uruguaya Beatriz Bugallo Montaña describe a los *Material Adverse Change* de la siguiente manera:

(...) circunstancias sobrevinientes e imprevisibles de tipo económico o macro-económico, como pueden ser una crisis financiera, un cambio del entorno macroeconómico o un salto negativo en las previsiones de los resultados de la empresa que se trate. No se incluye en este concepto aquello que se relacione directamente con la conducta ni actuaciones humanas, como pueden ser huelgas o embargos, ni tampoco los efectos provocados por terremotos o huracanes, ya que estas circunstancias se analizan bajo la cláusula de fuerza mayor. (Bugallo, 2017, página web)

Con esta figura incluida en el contrato, el comprador puede terminar la relación y no proceder con el negocio, o bien aplicar una cláusula del tipo *hardship*⁴³, en el momento entre la firma de este y el cierre de la operación, a partir de determinadas circunstancias, acontecimientos o cambios que afectan razonablemente y de manera negativa el objeto de adquisición (Gili, 2013). Sin embargo, y como detalla Gili (2013), también puede beneficiar al vendedor, verbigracia si se trata de un intercambio de acciones entre las partes, o de acciones y dinero, por lo que dependerá mucho del objeto del contrato.

Entrando a los detalles de dicha figura, es importante resaltar que no se trata de una posibilidad siempre abierta para la parte que pueda resultar perjudicada, puesto que dentro de la misma cláusula se suele incluir la descripción de eventos específicos que gatillarían la activación de esta. Sumado a esto, las partes también deben de establecer parámetros para medir el cambio necesario y determinar la materialidad, los tipos de eventos que sí se consideran dentro de las causas, así como aquellos que no, por lo que termina siendo el reflejo de las preocupaciones y expectativas de las partes (Bricker et. al, 2008). Debido a la propia naturaleza de la cláusula *MAC*, se suele ubicar en el contrato en la parte de declaraciones y garantías⁴⁴, por lo que la aplicación es limitada y dependerá del motivo por el cual fue incluida (Adams, 2006). Por otro

⁴³ Esta cláusula permite que las partes revisen todo el contenido contractual cuando ante una situación que pueda terminar frustrando el negocio, por ejemplo, en materia económica. La finalidad es, justamente, buscar continuar con lo pactado (Konarski, 2020).

⁴⁴ En inglés se les conocen como *Representations & Warranties*.

lado, las conocidas en inglés como *Representations & Warranties* pueden servir para que ambas partes indiquen en el contrato que no conocen razonablemente de algún motivo que pudiese llevar a que ocurra algo imprevisible. Por ejemplo, establecer que los documentos de una empresa no cuentan con inexactitudes, que toda situación judicial, laboral y penal de la sociedad se encuentra saneada, entre otros. Por su parte, también cabe incluir a aquellas declaraciones que razonablemente no gatillarán la activación de la cláusula *MAC* (Adams, 2006).

Por otro lado, una cláusula *MAC* también podría incorporarse como una condición suspensiva en el contrato, similar al funcionamiento de la figura del *earn out*. Sin embargo, para Adams (2004) es conveniente que esté dentro del apartado de declaraciones ya que, de esta forma, quien resulte perjudicado no solo podría solicitar la rescisión del contrato, sino además iniciar acciones por daños y perjuicios. Asimismo, y como se detalló previamente, algunas veces también se especifican sucesos y hechos que serían considerados *MAC* para las partes, lo cual suele incorporarse dentro de la parte inicial del contrato, es decir en el apartado de definiciones (Gili, 2013). En el derecho anglosajón se le conoce a la condición de cierre de operación como *bring-down condition* (Gili, 2013), incluso en algunos casos la vigencia de esta puede ir más allá del cierre del contrato, tal y como sucede en una cláusula *earn out*.

De forma general, un potencial problema que puede suscitarse posterior a la firma de un contrato (o incluso antes, por ejemplo, en un acuerdo de confidencialidad o una carta de intención) es el uso de términos ambiguos. Por tanto, este tipo de hechos generan conflictos entre las partes e interpretaciones de acuerdo con opiniones y por conveniencia de cada una.

Sin embargo, con respecto a no detallar lo que configura como un evento del tipo *MAC*, quien terminará beneficiado es el comprador, motivo por el cual el vendedor buscará que el contenido de esta cláusula sea lo más específica y limitada posible. Así, puede incluir cifras exactas, ya que renegociar podría terminar afectándolo más a él o, peor aún, genere la rescisión del contrato. Para Adams (2004) este potencial cambio que puede ocurrir con la aparición de un fenómeno ajeno a las partes convendría que se divida en subcategorías, dependiendo del tipo de negocio. Por ejemplo, cambios con respecto a la regulación del mercado específico, resultados de las operaciones, activos, pasivos, condiciones financieras, entre otros. Gili (2013) detalla que, a partir de lo negociado por las partes, si bien la redacción de la cláusula *MAC* puede ser amplia, también cabe la posibilidad a que se limite a un determinado ámbito de aplicación, a estándares de relevancia (conocidos en inglés como *materiality*), cifras (en

concordancia con Adams), limitaciones temporales, e incluso excepciones, conocidas en inglés como *carve outs*. Estas últimas se señalan en los contratos como supuestos que no se considerarán como *MAC*, verbigracia, las contingencias que el vendedor difícilmente pueda anticipar, y cuya finalidad es el de distribuir el riesgo entre las partes (Carreño, 2024).

Un detalle no menor, de acuerdo con lo acontecido contemporáneamente, está en la aparición de una pandemia: el Sars-Cov-2. Así, una epidemia global cuya cantidad de contagiados escaló de forma rápida y llegó a todos los rincones del planeta, fue la definición por antonomasia de lo que puede entenderse como una cláusula *MAC*: un suceso imprevisible y que afecta de manera directa a la ejecución del contrato y, en este caso, incluso a la economía en su conjunto. Un ejemplo de ello es lo dicho por el socio de Allen y Overy (estudio de abogados con sede en Madrid, España), el señor Ignacio Hornedo:

(...) Estamos negociando cláusulas que se refieren expresamente al Covid-19 o a los efectos que puedan tener pandemias similares en el futuro, como un riesgo conocido y aceptado, que impide por ello a las partes liberarse de cumplir con sus obligaciones o dejar de hacerlo en plazo, así como resolver el contrato. (Hornedo et. al, 2020, p. 55)

El mismo autor resalta, asimismo, que el incesante avance de la pandemia dejó inconclusos distintos contratos de *M&A*, al punto que fue necesario renegociar estos o, en el peor de los casos, frustrar el negocio en su totalidad.

Por su parte, otros sucesos contemporáneos al momento de redactar el presente trabajo es la guerra entre Ucrania y Rusia, los niveles inflacionarios en los Estados Unidos, la fuerte devaluación del dólar y el euro, problemas sociopolíticos y económicos a nivel nacional, por recalcar algunos ejemplos, lo cual hasta cierto punto podría considerarse en su momento fueron hechos que pudieron activar una cláusula *MAC*. Como puede apreciarse, dicha figura debe de encontrarse muy bien redactada e incluir todo aquello que potencialmente pueda mermar las negociaciones entre las partes.

Finalmente, la decisión de incluir o no una cláusula *MAC* recae en las partes pues, como todo negocio, se trata de llegar a puntos en común sin que solo una parte se beneficie en su totalidad de lo redactado. Así, y como con cualquier otra cláusula, la interpretación realizada por el juez en casos de malentendidos será la que termine definiendo si aplica o no la cláusula *MAC*, como también limitando su alcance.

1.6.3. *Sandbagging* y *anti sandbagging*.

Previo a la descripción de las figuras en cuestión, el autor de este trabajo considera importante iniciar el presente apartado con un poco de historia: el término *sandbagging* se originó en el siglo XIX por parte de pandilleros donde, como una especie de broma o bien engaño, llenaban medias con arena, lo cual termina formando una especie de bolsa llena de esta (en inglés, *sandbags*). Se trataba, por lo tanto, de objetos que podrían parecer inofensivos pero que, debido al material interno, eran en realidad un bien peligroso si golpeaban a alguien con estas. De la misma forma, también se hace referencia a un tipo de jugador en el golf conocido en inglés como *sandbagger*, quien pretende ser peor jugador del que realmente es, con la finalidad de engañar al oponente y aprovechar la ventaja de hacer que el otro se confíe (West y Shah, 2007).

Teniendo en consideración esto como base histórica, es más sencillo de entender cuál es el sustento de la figura jurídica: el engaño. De acuerdo con West y Shah (2007), *sandbagging* suele referirse a la situación en la cual el comprador se percató, ya sea por su propia diligencia o superior conocimiento al momento de firmar el contrato definitivo o antes del cierre, que una específica declaración o bien garantía hecha por el vendedor es falsa, y aún así continúa con el negocio. La finalidad es la de usar esta declaración falaz para su propio beneficio luego de cerrado el acuerdo. Dentro de un contrato de *M&A* se acuerda una cláusula de *sandbagging*, conocida también como cláusula *pro-sandbagging*, en la cual se especifica que, en caso el vendedor haya mentado en alguna declaración o garantía (o bien no sea completamente cierta), el comprador, a pesar de haber sabido o poder conocer sobre esto, no es responsable ni impactará en cuanto a la forma de subsanarlo por parte del vendedor. De esta manera, un contrato de *M&A* (y en general de cualquier tipo) que tenga una cláusula a favor de la aplicación de esta figura, permitirá que el comprador pueda preservar su derecho a exigirle al vendedor las garantías pactadas en la cláusula respectiva, más allá de si haya o puedan haber tenido conocimiento (Linares, 2014). Que sea éticamente correcto o no pactar este tipo de cláusulas es debatible, como el pedir ubérrima buena fe⁴⁵ en un contrato no regulado, pero esto no le resta validez a la libertad contractual de las partes que tienen para autorregularse. De hecho, y de acuerdo con una encuesta de publicidad, entre julio del año 2007 y junio del 2011 entre el

⁴⁵ Esta figura se utiliza sobre todo en los contratos de seguros, justamente porque la ubérrima buena fe exige, valga la redundancia, una buena fe previamente calificada entre las partes, un mayor deber de comportamiento, materializado desde la etapa precontractual (Rivera, 2020).

45% y 55% de contratos tenían una cláusula *pro-sandbagging*, mientras que otro 45%, si bien no tenía explícitamente dicha cláusula plasmada, los tribunales terminaron aplicando esta (Whitehead, 2011).

Entonces bien, quedaría pensar el motivo por el cual un comprador optaría por que se detalle este tipo de cláusula en un contrato. El primer motivo es el que salta a la vista: el asegurarse que, incluso en el caso que desconocía de la parcial o total falsedad de una de las declaraciones del vendedor que podría modificar algún término contractual, pueda asegurarse que no se le impute nada a este. Por otro lado, podría también buscar una especie de salida alternativa a la no intención del vendedor de negociar el precio de compra. En este caso, y conociendo que alguna o algunas declaraciones hechas por este no son del todo correctas, puede solicitar una indemnización basada en el precio posteriormente (West y Shah, 2007). Como estrategia, el vendedor buscará, en caso se pacte dicha cláusula, que se detallen subsanaciones específicas en el mismo contrato, con la finalidad se limiten las soluciones a lo establecido en el documento y no pueda terminar con una demanda que no solo pueda mermar el negocio, sino que incluso le obligue a indemnizar al comprador (West y Shah, 2007).

Del otro lado se tiene a la cláusula opuesta, la *anti-sanbagging*, y tal y como puede intuir, en el presente caso el comprador no puede solicitar se le indemnice en caso el vendedor haya mentido total o parcialmente en una de las declaraciones y garantías si el primero sabía de esto (Miziolek y Angelakos, 2013). Es importante tener en consideración lo que incluir o no este tipo de cláusulas en un contrato podría terminar acarreando: por ejemplo, de acuerdo con Whitehead (2011), los compradores suelen considerar que incluir el *anti* y no el *pro* podría generar litigios entre las partes, ya que se podría pasar a un segundo plano sobre qué constituye conocimiento respecto al que pueda haber tenido o no el comprador. Lo mismo podría suceder si se decide por incluir la *anti*: el vendedor, a sabiendas de que el comprador no podrá reclamarle, le informa de un problema, pero de tal forma que la contraparte no logre prestar atención, con lo cual el negocio se cerraría y la parte compradora no podría reclamar a futuro (o verse limitada a lo tipificado en el contrato) (Whitehead, 2011).

En los Estados Unidos existe una regla que suele ser aplicada por los jueces con la finalidad de llegar al fondo del asunto, en caso no se logre determinar claramente la posición de las partes: *the parol evidence rule*. Específicamente, una de sus vertientes es conocida como *the four corners of the Agreement* (las cuatro esquinas del contrato, por su traducción al español). Bajo la aplicación de esta estrategia, el juez analiza y considera todas las actuaciones de las partes

antes de la firma del contrato definitivo, lo que incluye las negociaciones (pudiendo tomar en consideración la carta de intención, incluso si no es vinculante) y otros elementos (Monahan, 2003). Entonces bien, se trata también de otra cláusula cuya aplicación y alcance puede terminar siendo dictaminada por un tercero, como pudiese ser un juez o árbitro. Esto refuerza la idea que tienen los diversos autores citados, así como la que comparte el autor del presente trabajo: la importancia de saber qué se está pactando y dejarlo en claro en todo documento escrito.

1.6.4. *Representations and Warranties – Indemnifications.*

En general en cualquier operación de fusión o adquisición la finalidad que tienen incluir las detalladas cláusulas, acuerdos precontractuales y en general cualquier análisis es el mismo: mitigar los riesgos. Sin embargo, es imposible reducir estos a cero, pues de lo contrario existirían muchas más fusiones y adquisiciones en el mercado, ya que el único impedimento que tendrían las empresas que compran a otras sería el factor económico y la autorización por parte de la entidad nacional correspondiente, de ser el caso. Evidentemente, la parte más vulnerable en estos negocios es quien compra, aquella que terminará desembolsando dinero y adquiriendo lo que le perteneció previamente a la otra, lo cual incluye activos, acciones, trabajadores, infraestructura, estrategias, obligaciones, derechos con terceros, entre otros. Debido a esto, existen cláusulas dedicadas específicamente a lograr obtener una especie de declaración jurada por parte de quien vende, que dé su palabra con respecto a ciertos aspectos luego de la firma del contrato. *Representations and Warranties (R&W)*, conocidos en español como declaraciones y garantías, y de acuerdo con Tschäni, son “[...] afirmaciones de hecho sobre la situación, cualidades y aspectos materiales del vendedor, del comprador y la empresa objetivo. Ofrecen ciertas garantías y distribuyen el riesgo de expectativas frustradas, facilitando así la transacción”⁴⁶ (Tschäni, 2005, pp. 68-69).

De acuerdo con Rebaza y Ochoa (2015), a través de estas lo que se busca es reducir la asimetría de la información existente entre las partes, pues quien más expuesto se encuentra frente a una falsa promesa o declaración es el comprador. Por lo tanto, los mencionados autores consideran que las *R&W* son muy relevantes en el negocio al tratarse de una protección para la parte adquiriente debido a que, en caso se presente algún incumplimiento, inexactitud o falsedad con

⁴⁶ Traducción propia.

respecto a lo declarado, podría demandar el pago de una indemnización. Empero, es clave la aparición de un elemento para que esto pueda proceder: la materialización de contingencias y la generación de un daño en los términos establecidos en el contrato, ergo la definición de daño pactada. Sumado a esto, la demostración de este será la base para confirmar si cabe o no alguna indemnización.

Un momento clave en el negocio es aquel que transcurre entre la etapa previa al cierre (es decir, antes de concluir con la aprobación e inscripción de la operación), y lo que sucede posteriormente. quedado esto, las declaraciones y garantías permiten asignar la responsabilidad por los cambios que pudiesen generarse entre el comprador y el vendedor en dicha etapa. Sin embargo, para el caso peruano la ley determina la abstención de realizar actos significativos una vez que se ha aprobado el proyecto de fusión (artículo 348 de la Ley General de Sociedades), aplicado de igual forma en una escisión (artículo 373 de la Ley General de Sociedades). Para poder identificar correctamente a cada una de estas figuras, estas declaraciones son de hecho, mientras que las mencionadas garantías son promesas de que las declaraciones en cuestión son ciertas (Griffith, 2020). Aquellas que frecuentemente generan controversias entre las partes sobre la interpretación y aplicación son las que giran en torno a los estados financieros, pasivos ocultos, asuntos tributarios, laborales, licencias, autorizaciones, consentimientos y aprobaciones (Rebaza y Ochoa, 2015).

Con respecto al periodo de duración de las declaraciones y garantías, el mismo suele oscilar entre los seis meses y dos años. Empero, en el caso por ejemplo de declaraciones y garantías fundamentales, puede llegar a no solo tener una mayor duración, sino incluso ser de aplicación perpetua (Belton, 2016). Por su parte, y de acuerdo con Carreño (2024), en la práctica se suelen pactar plazos que van desde los doce hasta los treinta y seis meses desde el cierre de la operación, mas en ciertos casos existen periodos especiales dependiendo de la naturaleza de la obligación (por ejemplo, en materia laboral o tributaria). Ahora bien, para el caso de la adquisición de un fondo empresarial en funcionamiento (la unidad productiva, la empresa en su conjunto), se tiene el derecho sobre cada activo cedido. Asimismo, hay lugar a saneamiento para el caso de estos contratos, de acuerdo con el artículo 1484 del Código Civil Peruano. Sumado a esto, el vicio que pueda tener cada bien da el derecho de acción correspondiente por cada uno, como se estipula en el artículo 1506 del mencionado cuerpo legal.

Entiéndase por declaraciones y garantías fundamentales aquellas que, si el comprador hubiese sabido que eran falsas, no habría decidido incursionar en el negocio. De la misma forma, con

respecto al monto base establecido, el vendedor buscará limitar este a partir de, verbigracia, expresarlo como un porcentaje del precio final, algo común para todas aquellas promesas no fundamentales (Belton, 2016). Con respecto al momento en el cual son negociadas las *R&W*, las preocupaciones que el comprador termina padeciendo aparecen una vez entra de fondo en la *target*, cuando comienza a revisar toda la documentación, contratos y obligaciones de todo tipo, es decir durante y posterior a la debida diligencia (Marrocco, 2016). En cuanto a la forma en cómo se plasman estas declaraciones y garantías en el contrato, es de considerar que pueden resultar siendo unas pocas o muchas, dependiendo de lo encontrado (y las preocupaciones) del comprador y lo que termina negociando con la contraparte. Debido a esto, la mayoría de los contratos y negociaciones suelen incluir un estándar de materialidad, donde se tipifica que estas promesas realizadas por el comprador son ciertas materialmente hablando, salvo por imprecisiones individuales que no constituirán un cambio material adverso (o bien *MAC*, por sus siglas en inglés).

Por otro lado, están las *Indemnifications*, que traducido al español es indemnizaciones las cuales, tal y como señala su propio nombre, tienen como finalidad indemnizar a una de las partes (usualmente al comprador) con remedios contractuales con el fin de recuperarse de daños monetarios luego del cierre de la transacción. Se trata de compromisos de indemnidad en caso alguna de las declaraciones y/o garantías señaladas por alguna de las partes sea falsa o inexacta, y cuyo objetivo es el de poder proteger a la contraparte (Carreño, 2024). Algunos ejemplos podrían ser el incumplimiento de una o más cláusulas, de alguna declaración o garantía, indemnización solicitada contra este por terceros, u otros reclamos sobre el acuerdo (Hull y Flocos, 2010). Sin embargo, no existe un único tipo de indemnización, pues es clave considerar que están las generales: aquellas sujetas a muchas limitaciones, como cuánto dinero podría recuperar la parte perjudicada, y/o en cuánto tiempo podrá ser ejecutable la cláusula (Avery, 2022). Los mismos autores también destacan la existencia de otro tipo de indemnizaciones más específicas: las *Stand-Alone Indemnities* (en español, indemnizaciones independientes). Usualmente, estas cubren dos temas: aquellos donde el comprador no desea asumir ninguna responsabilidad luego del cierre del negocio, sin importar si el asunto va en contra de algo ya cubierto en el contrato, o si surgió por una preocupación del comprador durante la diligencia del contrato; o bien asuntos que saltan a la vista durante el proceso de diligencia del comprador que poseen un riesgo inusual o inesperado (Avery, 2022). El primer caso implica todo aquello relacionado con el pago de impuestos, asuntos medioambientales, deudas del comprador y costos de transacción, mientras que el segundo punto mencionado cubre cualquier asunto que

el comprador pueda descubrir durante el proceso de debida diligencia que justifique la inclusión de una indemnización independiente. Es debido a esto que este tipo de indemnizaciones, a diferencia de las generales, no suele estar limitada por un tope o periodo específico de tiempo. Por su parte, nuevamente se hace referencia a lo señalado por Rebaza y Ochoa con respecto al requisito de activación de una indemnización: la demostración del daño. Así,

(...) la definición de daño es relevante, pues determinará la obtención de la indemnización. En adición a lo indicado, de ser el caso, el comprador deberá acreditar que el daño sufrido supera los límites previstos en el contrato, a efectos de ser considerado indemnizable. (Rebaza y Ochoa, 2015, p. 67)

De acuerdo con el estudio realizado anualmente sobre Fusiones de Vendedores Privados y Estudio de Acuerdos de Adquisiciones (*Private Target Mergers and Acquisitions Deal Point Studies*) por ABA, entre los años 2016 y 2017 el 32% de los acuerdos de *M&A* incluían al menos una cláusula de indemnización independiente (Avery, 2022). Por tanto, se trata de un factor importante y por negociar seriamente entre las partes en caso se desee de acordar.

Debido a las consideraciones expuestas, tanto las declaraciones y garantías, como las indemnizaciones, son las mejores herramientas para poder lograr que el comprador pueda negociar con mayor tranquilidad, así como permitir que el vendedor sea honesto y entienda los riesgos a los que se somete en caso no cumpla con ser transparente.

1.7. Los factores exógenos a la regulación que afectan a los procesos de *M&A* y contexto COVID.

En este punto de la investigación cabe cuestionarse el si existen otros factores que determinen el grado de confianza de los inversionistas y empresarios, tanto locales como extranjeros.

Existe un más allá que trasciende a toda la regulación local, a todo aquello que el empresario podría limitarse a analizar para decidirse o no por tomar la importante decisión de si arriesgar o no el futuro de su empresa. De hecho, estos factores *ultra* regulatorios, o bien exógenos, son claves ya que determinan los niveles económicos, sociales y políticos de cada Estado. Los niveles de corrupción, tamaño de la economía, niveles de democracia, libertad de expresión, factores sociales, la historia contemporánea de la nación entre otros, son solo algunos indicadores que permiten ver a grandes rasgos la seguridad que el país brinda a los

inversionistas. Algo similar ocurre, verbigracia, con la categoría de riesgo país⁴⁷, es decir una idea primaria que se tiene dependiendo de factores socioeconómicos y políticos.

Ahora bien, es importante demarcar que estos factores afectan en mayor o menor medida a la inversión extranjera, entiéndase aquellos empresarios que desean hacer negocios en un país donde no residen, y ven a este con la finalidad de, tras un análisis desde distintas aristas, invertir o no. Esto, a su vez, no solo engloba a los motivos por los cuales se pudiese dar o no una compra o fusión hecha desde el exterior (luego de cumplir con la constitución de una sucursal a nivel local), sino incluso a operaciones entre empresas meramente locales, ya que los riesgos macroeconómicos existentes incentivan o desincentivan de forma general, entiéndase a un inversionista o dueño de una sociedad, ya sea que este resida o no en el país *target*. Verbigracia, mientras peor se encuentre la situación general de una nación, entiéndase el ámbito político y socioeconómico, menores serán los incentivos que tendrán tanto los empresarios locales como extranjeros de arriesgarse invirtiendo, por lo que los efectos impactan en ambos. Como primera premisa queda claro que el peor desempeño de un país en sus distintas áreas de análisis macroeconómico implica menores incentivos para los inversionistas, con lo cual menos fusiones y adquisiciones entre empresas. Algunos efectos negativos que saltan a la vista son, por ejemplo, la fuga de capital local y de talentos ante la falta de oportunidades de negocios y trabajos, menos crecimiento frente a otras naciones con respecto a posibles innovaciones a partir de sinergias empresariales, la pérdida de potenciales nuevos empleos, el que ingresen menos dólares (como inversión extranjera), ergo devaluación de la moneda local, entre otros.

Por otro lado, y entrando al fondo del asunto, no se trata de un tema nuevo. De hecho, diversos autores han escrito sobre esto, pero lo que los diferencia principalmente son las variables macroeconómicas que toman en consideración y utilizan como base para determinar la relación directa o indirecta existente con la inversión, así como otros lo relacionan con la cantidad y tamaño de los *M&A* en un país. Sin embargo, la mayoría de los autores coincide con factores claves, como el riesgo político, económico y financiero⁴⁸, de los cuales luego cada uno realiza una subdivisión con la finalidad de explicar qué implica cada uno de estos. Otros⁴⁹ directamente toman a cada subpunto como una variable dependiente y que debe de analizarse de forma

⁴⁷ De acuerdo con Meldrum (2001), el riesgo país incluye la diferencia existente entre naciones respecto de la estructura de cada economía, política, instituciones sociopolíticas, la geografía y la moneda local. Para Shapiro (2010), el riesgo país está asociado principalmente con invertir y hacer negocios en un país, el cual se divide en tres categorías: riesgos políticos, económicos y financieros.

⁴⁸ Verbigracia, Schipperus (2014), Kiyamaz (2013) y Quyet (2022).

⁴⁹ Este es, por ejemplo, el caso de autores como Meldrum (2000) y Wang (2008).

independiente, como el riesgo en el tipo de cambio, libertad de movimiento de capitales, países vecinos (miedo a replicar las medidas que estos puedan tomar), la inflación, entre los principales indicadores. Una investigación llamativa es la de Datta et. al (1992), quien apela al tipo de sistema que tiene la justicia nacional, es decir *common* o *civil law*, como un factor que los inversionistas deben de tomar en cuenta. Sin embargo, probablemente los indicadores más utilizados son aquellos señalados por Kaufmann (2010), que a su vez son considerados como los indicadores de gobernanza del Banco Mundial, citados por autores como Záborský et. al (2021), y Vasco et. al (2014). Estos son 1. Voz y responsabilidad⁵⁰, 2. Estabilidad política y ausencia de violencia, 3. Eficacia del gobierno, 4. Calidad regulatoria, 5. Estado de derecho, y 6. Control de la corrupción.

Como ha podido apreciarse, se trata de un índice amplio pero que deja de lado factores importantes como el control de la inflación, así como otros aspectos económicos y políticos. De igual manera, un punto importante a tener en cuenta y que sirve como ejemplo de una regulación por ambos extremos es el desarrollo del *compliance* corporativo, tanto en el país de destino como en el de origen. Esto incluye conceptos como buen gobierno corporativo, responsabilidad de los directores, así como otros tipos de cumplimientos de carácter obligatorio y específicos dependiendo del rubro y objeto social de cada empresa, así como la implementación de sistemas contra el lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Asimismo, y como punto fundamental está el régimen previsto en la Constitución Política del país de destino sobre la inversión extranjera, más aún considerando que la región latinoamericana no es ajena a hechos históricos como expropiaciones, embargos, búsqueda de la protección de la industria local, entre otros. Es por esto por lo que en el presente trabajo se tomarán algunos indicadores que el autor considera claves para analizar casos como el de Perú, Latinoamérica, Norteamérica y la Unión Europea. Para esto, en primer lugar, se analizará la regulación local sobre los procesos de *M&A* de este conjunto de naciones. Luego, una síntesis de la situación económica, política y social (factores exógenos a la regulación de los procesos de fusiones y adquisiciones) en la respectiva nación o bien grupo de naciones, haciendo hincapié en la historia reciente de cada país al ser la base del presente trabajo. Esto, con la finalidad de poder comparar la cantidad de operaciones corporativas por país con los factores exógenos y el nivel en el que cada uno de estos influye. La clave del trabajo radica en la

⁵⁰ Esto incluye la percepción de los ciudadanos de poder participar en la elección del gobierno (democracia), así como libertad de expresión, de asociación y de medios de prensa.

comparación y puntos por mejorar, así como lograr sintetizar las posibles causas de que se siga invirtiendo en Latinoamérica a pesar de sus falencias frente a naciones económicamente más desarrolladas. Las categorías de factores exógenos serán divididas en tres: elementos políticos, económicos y sociales, dentro de cada cual, dependiendo del caso, corresponderán componentes más específicos como, por ejemplo, la historia contemporánea, estabilidad y medidas políticas, trato a la inversión extranjera, libertad democrática, niveles de pobreza, inflación, regulación local, corrupción, entre otros.

Por otro lado, y previo al inicio del análisis en general de cada nación con la finalidad de encontrar patrones en común, en su gran mayoría las investigaciones abarcarán datos hasta el año 2019. Esto, debido a que como consecuencia de la pandemia del Sars-Cov-2 iniciada en Latinoamérica en el segundo trimestre del año 2020, las decisiones tomadas por los gobiernos latinoamericanos variaron y, sobre todo, se trató de una pandemia global, siendo un supuesto que calificaría como fuerza mayor. Sumado a esto, el nivel de informalidad, sectores claves para el PIB y la agenda política de cada nación determinó distintas medidas tomadas en su momento, con lo cual se ha excluido en su gran mayoría este periodo que abarca desde el 2020 hasta el 2022. Se trata, pues, de algo no recurrente y que podría alterar las conclusiones sobre los factores exógenos que más o menos afectan a la cantidad de fusiones y adquisiciones en un país, sumado a que el trabajo terminaría extendiéndose en factores laborales macroeconómicos. Si bien será mencionada la pandemia, así como tomarse datos de años posteriores al 2019, no será lo usual justamente por lo explicado: el buscar obtener conclusiones basadas en la realidad de cada país, sin que medie un caso de fuerza mayor como lo fue la aparición y manejo de la pandemia, así como las medidas tomadas por cada gobierno ante esta.

Capítulo 2.- Perú y Latinoamérica: regulación de los procesos de fusiones y adquisiciones, historia contemporánea de cada nación y comparativa.

2.1. Aplicación y procesos de fusiones y adquisiciones en el Perú.

Una vez que se han descritos algunas de las principales cláusulas parte de las negociaciones de un *M&A*, es importante analizar si existen figuras similares en el Perú y otras naciones. Esto, principalmente, con la finalidad de comparar y revisar su regulación, así como la aplicación de

estas. Asimismo, en algunos casos se verificará que no existe una figura jurídica similar, pero esto no limita su aparición en procesos de compra de acciones o fusión, al primar la voluntad de las partes.

Por su parte, también es clave recordar que las operaciones de *M&A*, a pesar de las sutiles diferencias regulatorias que cada nación determina, suelen tener la misma lógica detrás: búsqueda de una empresa *target*, primeras comunicaciones y acuerdos previos al proceso (lineamientos), etapa de análisis total por parte de la compradora, últimas coordinaciones y fin de la operación, así como a la par la revisión por parte de entidades estatales a cargo. De esta forma, se pueden considerar y pactar en el contrato y negociaciones cláusulas de origen norteamericano y anglosajón como las descritas en el capítulo anterior, como también lo establecido por las normas y leyes locales, siempre que exista armonía entre estas y no sean contrarias a la ley.

2.1.1. Las cláusulas y procedimientos típicos en los procesos de fusiones y adquisiciones regulados en el país: similitudes y diferencias con las de origen anglosajón/norteamericano.

Existe una figura similar en el Perú a la cláusula *MAC*⁵¹, en la cual se busca dejar en claro que, ante sucesos imprevisibles y ajenos a las partes, el contrato pueda o bien renegociarse o simplemente frustrarse antes o durante el negocio. El concepto de caso fortuito o fuerza mayor⁵² se encuentra consagrado en el sistema nacional, específicamente en el artículo 1315 del Código Civil Peruano, calificada tradicionalmente como institución que exime de responsabilidad a las partes al no haber podido ser previsible al momento de la celebración del contrato (Castro, 2015). De igual forma, cabe considerar que, en caso exista un incumplimiento por parte del deudor, este cuenta con la carga de la prueba, que consta en demostrar que la generación de lo ocurrido no se debió a su responsabilidad (y que no medió dolo, culpa ni negligencia) (Jiménez, 2010), es decir la ausencia del criterio para poder imputarlo y que no pueda existir responsabilidad civil. Asimismo, en el artículo 1314 del Código Civil Peruano se

⁵¹ Como se definió y describió en el apartado anterior, la cláusula *MAC* se define como una circunstancias sobrevinientes e imprevisibles de tipo económico o macro-económico, como pueden ser una crisis financiera, un cambio del entorno macroeconómico o un salto negativo en las previsiones de los resultados de la empresa que se trate. No se incluye en este concepto aquello que se relacione directamente con acciones o voluntad humanas (Bugallo, 2017).

⁵² El Código Civil Peruano no realiza diferencia alguna entre el concepto de caso fortuito y fuerza mayor, por lo que cualquier distinción teórica para el caso de Perú no tiene mayor relevancia, teniendo las mismas características: eventos extraordinarios, imprevisibles e irresistibles (Del Risco, 2011).

deja en claro que quien actúa de forma diligente no es imputable por la no ejecución de determinada obligación, ni del incumplimiento total o parcial⁵³. Con esto queda claro que, desde la perspectiva del deudor, siempre que se pueda probar que este no actuó de forma negligente ni dolosa, además de buscar cumplir con sus obligaciones, quedará libre de responsabilidad y se determinará que fue un suceso calificado como fuerza mayor.

En cuanto a los requisitos, para que se considere un hecho como caso fortuito o fuerza mayor debe de ser inevitable, ergo que la fuerza humana no pueda prevenirlo, así como tampoco ser imputable al deudor, además de sobreviniente e irresistible (Coca, 2020). De igual forma, es necesario considerar que, finalmente, quien determinará si estas características se cumplen es el juez en caso las partes no lleguen a un consenso, como se determinó en la Casación 1520-98-Callao por parte de la Sala Civil Transitoria de la Corte Suprema de Justicia de la República. Sumado a esto, este no solo deberá limitarse a analizar si se cumple con las condiciones de imprevisible, irresistible y extraordinario, sino que además el deudor, al momento de contratar, se encontraba en una posición de no poder conocer sobre el potencial hecho (Castro, 2015).

Entonces bien, hay algunos elementos en común entre la figura de fuerza mayor y la cláusula *MAC*. Para comenzar, en ambos casos se tratan de eventos que no se hubiesen podido anticipar al momento en el que las partes negociaron el contenido contractual. Sumado a esto, ninguna de estas pudo anticiparse al hecho ni fue generado por alguna, por lo cual el que provenga de un tercero (ya sea un hecho humano o de la naturaleza) es también una condición. Adicionalmente, y con la finalidad de que no exista responsabilidad por parte de alguno de los signatarios, no debe de mediar ni dolo ni culpa en caso algún accionar de estos se encuentre involucrado, además de actuar de forma diligente y bajo el principio de la buena fe. En ambos casos, si bien es cierto hay eventos que uno podría catalogar como imprevisibles, irresistibles y extraordinarios, las partes pueden (y como sugerencia debido a lo detallado previamente sobre el análisis que terminará realizando el juez) acordar específicamente qué sucesos se considerarán como fuerza mayor o caso fortuito, lo mismo que en una cláusula *MAC*. Este catálogo de hechos suele ser cerrado, ya que justamente el suceso es, en teoría, imprevisible. Por lo tanto, la ley es supletoria, las partes cuentan con la facultad de limitar a qué se obligan y el destino es quien decide la suerte de estas.

⁵³ “Artículo 1314.- Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inexecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso.”

Empero, una vez se entra a tallar sobre la definición en sí y la aplicación de cada una de estas figuras, aparecen varias diferencias, lo cual evidencia que, si bien cuentan con puntos en común y tienen la característica de referirse a sucesos extraordinarios, la aplicación variará. Debe entenderse, para comenzar, que un contrato de *M&A* es distinto por su naturaleza a uno negociado en el día a día, donde una de las partes es el acreedor en la relación y la otra la deudora. Piénsese, verbigracia, que el primer caso es similar a una compraventa: se analiza un bien por parte del adquirente, se negocia un precio, el vendedor afirma que no pesa gravamen alguno ni ninguna carga sobre el bien, y este finalmente se compra por un monto acordado. La cláusula *MAC* se aplica antes del cierre del contrato y cualquier acuerdo existente, es decir que si el comprador adquiere los inmuebles del vendedor y dos semanas después se destruyen debido a un diluvio, no hay opción para que este reclame al vendedor y le devuelva parte de su dinero. Por otro lado, para el caso de una cláusula de caso fortuito o fuerza mayor, piénsese en un contrato de arrendamiento, el cual es de prestaciones continuas. Supongamos que el inmueble arrendado se inunda debido a un diluvio no anticipado y queda inutilizable para su uso. En este caso, en primer lugar, se trata de un evento imprevisible para ambas partes, no se debió ni a la culpa ni negligencia del arrendatario, con lo cual no existe responsabilidad alguna de este. En segundo lugar, al tratarse de prestaciones recíprocas continuas, simplemente se resuelve el contrato de arrendamiento y el arrendador recibirá el dinero por la cantidad de tiempo que dio su inmueble en uso, lo mismo para la contraparte que pagó por la cantidad de tiempo utilizado. Por lo tanto, la temporalidad juega un rol fundamental para poder diferenciar a estos dos remedios contractuales, pues la cláusula *MAC* se aplica en el espacio entre la firma del contrato, conocido como *signing*, y el cierre de la operación, conocido como *closing* (Sánchez-Calero, 2016); por el contrario, la fuerza mayor puede aparecer desde la firma del contrato en adelante al aplicarse en relaciones con prestaciones continuas, lo que termina generando es que una o más partes en el contrato no puedan cumplir con aquello a lo que se obligaron en un inicio (Pérez-Llorca, 2020). De igual forma, ambas figuras tienen dos salidas dependiendo de lo que acuerden las partes y la posibilidad de salir adelante con el contrato: la primera es renegociar a partir de lo sucedido, que para el caso de un *M&A* probablemente vaya a ser el precio o alguna otra condición pactada (como podría ser el agregar una cláusula de *earn out*), mientras que, para el supuesto de un contrato de contraprestaciones continuas, se podrá renegociar la contraprestación acordada y que se pagará de forma periódica. Sin embargo, también está la posibilidad de resolver lo firmado por las partes, dependiendo del nivel de afectación que tenga sobre el objeto y si es viable o no continuar con lo acordado.

Por tanto, la cláusula *MAC* tiene similitudes con la aparición de un caso fortuito o fuerza mayor⁵⁴, pero la gran diferencia radica principalmente en el momento en el cual esta puede desplegar sus efectos. Mientras que para el caso de la cláusula *MAC*, su vigencia se da entre el periodo de cierre del acuerdo y el cierre del negocio en sí, el caso fortuito/fuerza mayor puede aplicar para contratos de prestaciones continuas. Si bien son similares en concepto, la forma, la temporalidad y la aplicación contractual es distinta, con lo cual no cabría el poder reemplazar una por otra. Podrían las partes, lógicamente, pactarlo por ejemplo en un contrato de *M&A*, pues no existe impedimento para detallar un margen de temporalidad en la aplicación del caso fortuito o fuerza mayor; empero, la otra cláusula de origen anglosajón está diseñada específicamente para operaciones de fusiones y adquisiciones.

Por otro lado, la cláusula *MAC* no es la única que cuenta con una figura similar regulada en el Perú. De hecho, para el siguiente caso es aún más específico, pues se trata, finalmente, de lo mismo. Como se vio previamente, existe la figura del *sandbagging* y *antisandbagging*⁵⁵ las cuales, dependiendo de qué determinen las partes, el comprador podrá ser o no resarcido por la falsa promesa del vendedor en un contrato de *M&A*. Si bien es cierto que, gracias a la libertad que tienen las partes para contratar y negociar, pueden elegir libremente el criterio que deseen aplicar, mas existe un margen de interpretación que queda a criterio del juez en caso no se haya pactado un supuesto específico o no sea claro. Verbigracia, supongamos que en un contrato de compraventa de acciones el acreedor sabe que una de las declaraciones del vendedor plasmada en el contrato es falsa. Mucho dependerá, efectivamente, de si se ha establecido alguna cláusula o bien remedio ante esto: en caso las partes hayan optado por incluir al *sandbagging* como una garantía, el comprador podrá reclamar daños y perjuicios independientemente de si tenía conocimiento sobre este engaño, o si hubiese estado en la capacidad de descubrirlo previo a firmar el documento definitivo; caso contrario, si se pactase una cláusula *antisandbagging*, no tendría derecho a hacerlo, pues estaba en la capacidad (o directamente conocía) de la mentira de la contraparte.

⁵⁴ Tipificado en el artículo 1315 del Código Civil Peruano.

⁵⁵ De acuerdo con lo detallado previamente, *sandbagging* suele referirse a la situación en la cual el comprador se percató, ya sea por su propia diligencia o superior conocimiento al momento de firmar el contrato definitivo o antes del cierre, que una específica declaración o bien garantía hecha por el vendedor es falaz, y aún así continúa con el negocio, con la finalidad de usarlo a su beneficio luego de cerrado el acuerdo; mientras que *anti-sandbagging* es para el caso en el cual el comprador no puede solicitar se le indemnice en caso el vendedor haya mentido total o parcialmente en una de las declaraciones y garantías si el primero sabía de esto (Miziolek y Angelakos, 2013)

Si bien son figuras utilizadas en este tipo de contratos, ¿Qué sucedería si no se ha detallado ninguna de estas cláusulas? Ante esto, el Código Civil Peruano deja en clara su posición *antisandbagging* en los artículos 1326 y 1327⁵⁶, pues defiende que si el acreedor, actuando con dolo o culpa, hubiese concurrido a ocasionar los daños, entonces el resarcimiento se verá reducido. De igual forma, el artículo 1327 apunta a que el acreedor no podrá solicitar resarcimiento por los daños en caso hubiese actuado con diligencia ordinaria. Este último artículo va de la mano con el 1314 del mismo cuerpo legal⁵⁷, ciñéndose a la importancia que tiene el operar con diligencia ordinaria para librarse de ser imputable ante la inejecución de sus obligaciones, así como la determinación de si podrá o no solicitar resarcimiento por los potenciales daños ocasionados. Como detalle no menor y para terminar de entender la posición del Código Civil Peruano (ergo aquella que aplica de forma supletoria a nivel nacional), en el artículo 1504 se esclarece que no se consideran vicios ocultos aquellos que puedan conocerse actuando diligentemente, de acuerdo con las aptitudes personales y circunstancias en las que se encuentre el acreedor (referido a la compraventa de bienes)⁵⁸. Por ende, la ley peruana, en caso las partes no lo acuerden explícitamente, opta por la utilización de la figura anglosajona conocida como *antisandbagging*. Esto sucederá siempre que las partes no hayan acordado específicamente qué supuesto aplicará en caso de descubrirse una falsa declaración del vendedor en el contrato. Así, el deber de mitigar y prevenir daños que el acreedor pueda conocer es un mecanismo que busca desincentivar a tanto la negligencia como el querer aprovecharse para reclamar daños y perjuicios a la contraparte, así como lo conmina a impedir que se agrave el daño (Farnsworth, 2004). La doctrina nacional, debido a la forma en la que se ciñe la posición en el Código Civil Peruano, aplica la teoría de la causalidad adecuada, con la finalidad de definir si se responde en el ámbito civil a partir del análisis de lo que debería suceder dentro del curso normal y ordinario de las cosas, entiéndase el estándar que determina el juez.

A manera de conclusión con respecto a este apartado, el vendedor, por lo tanto, podrá liberarse de tener que pagarle una indemnización por su falsa declaración al comprador, siempre que

⁵⁶ “Artículo 1326.- Si el hecho doloso o culposo del acreedor hubiese concurrido a ocasionar el daño, el resarcimiento se reducirá según su gravedad y la importancia de las consecuencias que de él deriven.”

“Artículo 1327.- El resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario.”

⁵⁷ “Artículo 1314.- Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso.”

⁵⁸ “Artículo 1504.- No se consideran vicios ocultos los que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias.”

pruebe que conocía o pudo conocer la contingencia en cuestión. Si bien esto puede ser difícil de demostrar, y dejarlo a la interpretación y análisis de un juez puede resultar desfavorable, la aplicación supletoria establecida en el Código Civil Peruano da una salida en caso no se haya acordado si se redactará una cláusula *pro sandbagging* o *antisandbagging*.

Si bien es cierto que, para el caso de las cláusulas *MAC*, *sandbagging* y *antisandbagging* no se cuenta con una regulación explícita o bien tipificada en el Perú, existen similitudes y se permiten su uso, mientras no vulneren normas de carácter imperativo.

Las figuras analizadas a lo largo de los apartados anteriores del presente trabajo se utilizan en las operaciones de fusiones y adquisiciones, a pesar de no encontrarse reguladas a nivel local, pero esto no ha impedido su utilización. Por el contrario, facilita a que las partes puedan libremente usar o no estas cláusulas ante la ausencia de tipificación alguna, salvo como se mencionó por la supletoriedad que pueda existir a nivel nacional en caso de no pactarlas. Asimismo, mientras la ley no prohíba determinada conducta o acuerdo entre las partes, entonces estará permitido si así lo deciden.

2.1.2. El control previo y posterior de fusiones.

Como se detallará más adelante, las entidades administrativas peruanas no son ajenas a las operaciones de fusiones y adquisiciones: de hecho, juegan un rol fundamental con respecto a fiscalizar, solicitar documentación y realizar su propio análisis, con la finalidad de asegurar que se cumplan determinados parámetros. Entre las funciones de dichas entidades nacionales se tiene el salvaguardar el bienestar de la sociedad a partir de la prevención de potenciales monopolios, controles de precio, evasión de impuestos, y en general todo aquello que pueda perjudicar a tanto trabajadores de las empresas como a terceros ajenos. En los últimos años, y como ejemplo a tratar en este apartado, se tiene el vigente control de fusiones, tipificado en la Ley 31112. El objeto de esta norma, y en general de esta reciente regulación, se basa en que, a partir del establecimiento de un control previo en operaciones de concentración empresarial, se promueva la competencia efectiva y eficiencia económica en los mercados, con la finalidad de lograr un nivel mínimo de bienestar en los consumidores⁵⁹. Ahora bien, con el fin de poder

⁵⁹ Artículo 1 de la Ley N° 31112: “La presente ley tiene por objeto establecer un régimen de control previo de operaciones de concentración empresarial con la finalidad de promover la competencia efectiva y la eficiencia económica en los mercados para el bienestar de los consumidores.”

pasar a las distintas opiniones de expertos con respecto a este reciente control, cabe definir que, de acuerdo con la propia ley, se entiende como concentración empresarial a todo acto u operación que implique la transferencia o cambio de control de una empresa o parte de esta⁶⁰. Entre los tipos de operaciones reguladas por esta legislación están las de fusiones y adquisiciones.

La Ley N° 31112 entró en vigor el 14 de junio del año 2021, pero era un tema que ya se venía negociando a partir de distintos proyectos de ley presentados en el congreso desde hace años. De igual forma, no se trata de una figura desconocida para Latinoamérica, pues se aplica desde hace ya muchos años en otras naciones como Colombia, Argentina y Chile, como se ejemplificará en los siguientes apartados. Por lo tanto, distintos expertos en la materia venían anticipando de si era o no conveniente que también se instaure en el Perú este procedimiento. Por ejemplo, para autores como Verástegui et. al (2018), existe una necesidad de establecer legalmente una regulación con respecto a las fusiones y adquisiciones, con la finalidad de beneficiar a los consumidores y trabajadores. Los mencionados profesionales consideran que esto es necesario a partir de, primero, el análisis de los distintos proyectos de ley que existieron a lo largo del tiempo cuya finalidad era la misma: evaluar las concentraciones empresariales antes de que se formalicen. Asimismo, recalcan que se trata de algo existente en el mundo, pues en distintas naciones como Canadá, Colombia, México, Japón, Francia, Italia, entre otras, cuentan con una regulación antimonopólica aplicable previamente a la operación. Así, distintas entidades estatales encargadas en cada país deben de ser notificadas e informadas con respecto a estas operaciones, siempre que se cumplan con determinados parámetros mínimos establecidos por ley.

De igual manera, para Verástegui et. al (2018) este control no debe de aplicarse de forma unánime en todos los casos. Ellos consideran que, en primer lugar, dependerá mucho del sector en cuestión, pues es clave analizar la concentración que existe en dicho mercado, o bien cuánta competencia hay y la facilidad que tienen potenciales competidores de entrar (barreras de entrada⁶¹ y costos hundidos⁶²). Asimismo, el control debe de ser aplicado a partir de ciertos umbrales, es decir la cantidad de dinero que mueven las empresas para cada caso. No es lo

⁶⁰ Artículo 5.1 de la Ley N° 31112: “Es todo acto u operación que implique una transferencia o cambio en el control de una empresa o parte de ella”.

⁶¹ De acuerdo con Posner (2001), una barrera de entrada es aquella condición que obliga a quien decide empezar en una nueva industria costos de producción más elevados frente a las empresas que ya actúan en dicho mercado.

⁶² Según Cueto (2020), estos son aquellos costos en los cuales ya se ha incurrido y que fueron relevantes en el momento de su evaluación, pero ya no (además de la dificultad de poder hacerlos reversibles).

mismo que se deseen fusionar dos MYPES (micros y pequeñas empresas) en un segmento con poca concentración, a que sean dos grandes corporaciones parte de un mercado que fácilmente pueda generar un oligopolio.

Respecto al control realizado por el INDECOPI, Alfageme y otros consideran que el objetivo de la autoridad al realizar este tipo de análisis es el de determinar si los potenciales efectos que podrían producirse en el mercado generarían una disminución, limitación, restricción u obstaculización de la competencia (Alfageme et. al, 2018). Respecto a si Alfageme y otros autores consideran que podría afectar el clima de las inversiones en el Perú, responden que el control previo de fusiones se encuentra regulado en el artículo 61 de la Constitución Política del Perú⁶³, con lo cual no es una barrera burocrática. Asimismo, este control ya existía en el sector eléctrico (Ley N° 26876), con lo cual la respuesta de los autores detallados es negativa. De igual forma, Alfageme, citando a autores como Bullard y Defilippi, coincide en que no existe un estudio que pueda determinar que este sistema en cuestión sirva para algo positivo, y que el argumento de que existe en muchos países no es aplicable (Alfageme et. al, 2018).

Debido a esto, no todos los autores conocedores de la materia consideraron que fuese necesario el adaptar el procedimiento vigente a esta nueva forma de control previo de concentraciones. Bullard et. al (2012) tienen una visión opuesta: consideran que, en primer lugar, INDECOPI (entidad encargada de estos procedimientos y quien aprueba o no los mismos) tiene la obligación de demostrar fehacientemente (a través de los resultados que haya generado en distintos países) si este tipo de control es realmente o no beneficioso. Ellos consideran que un control posterior a la operación cuenta con una sustancial ventaja, la cual es el analizar la información real y hechos ocurridos desde la operación respectiva. Asimismo, mencionan que no solo se trata de una especie de ensayo y error, sino que incluso

(...) agencias de competencia y organizaciones relacionadas al tema de fusiones como International Competition Network (ICN), Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), Global Competition Forum entre otras, revela que existen

⁶³ “Artículo 61.- El Estado facilita y vigila la libre competencia. Combate toda práctica que la limite y el abuso de posiciones dominantes o monopólicas. Ninguna ley ni concertación puede autorizar ni establecer monopolios. La prensa, la radio, la televisión y los demás medios de expresión y comunicación social; y, en general, las empresas, los bienes y servicios relacionados con la libertad de expresión y de comunicación, no pueden ser objeto de exclusividad, monopolio ni acaparamiento, directa ni indirectamente, por parte del Estado ni de particulares.”

dudas respecto a que el control de fusiones esté logrando el objetivo de proteger a la competencia. (Bullard et. al, 2012, p. 9)

Bullard y otros concluyen alegando que este tipo de controles trae problemas: el imponer altos costos que afectan a las operaciones, e incluso directamente impiden que se realice la fusión. Independientemente de la posición que pueda tenerse, es importante destacar cómo la regulación en materia de control de concentraciones en el Perú termina siendo muy similar a como opera en otros países, algunos dentro de la región y otros con leyes mucho más estrictas en la materia.

Autores como Rebaza y Alfageme (2018) consideraron, en un artículo escrito antes de que entrara en vigor el control previo, que no sería conveniente que exista este en el Perú (Alfageme et. al, 2018). En palabras del primero:

Creo que no. Creo que un control previo a las fusiones y a las adquisiciones generaría en el Perú una impredecibilidad y terrible demora en las adquisiciones de empresas. Retrasaría la inversión sea tanto inversión extranjera como nacional. Creo que impediría que las empresas particularmente, las peruanas, puedan seguirse consolidando y que eso les permita poder salir a invertir en el extranjero convirtiéndose en lo que queremos que ellas sean multilatinas peruanas. (Alfageme et. al, 2018, p. 302)

Entonces bien, es posible entender que otra de las preocupaciones está en el potencial atraso que podría generarse por culpa de los reguladores estatales, lo cual podría incluso terminar frustrando la operación y, como mínimo, atrasándola y generando más costos administrativos para las partes.

No menos importante para poder entender la situación del control por parte de INDECOPI ante operaciones de *M&A* es la existencia del control posterior a la realización del trámite, tipificado en el artículo 23.4 del Decreto Supremo N°039-2021-PCM, hasta un año después del cierre formal de la operación. Así es como se ha establecido en el numeral 6.4. de la Ley N°31112, donde se le faculta a la entidad el poder revisar de oficio toda operación, incluso sin llegar a alcanzar el umbral mínimo establecido. Por lo tanto, se está ante una situación donde el control incluso puede perdurar luego de realizada la operación, lo cual termina generando aún mayor controversia sobre la aplicación de la revisión por parte del mencionado organismo.

El control de una fusión y adquisición puede acarrear consecuencias negativas, según lo explicado por distintos autores, además de no tener un impacto positivo que haya sido

demostrado empíricamente. Este es un ejemplo del por qué es muy importante que, en primer lugar, se conozca la regulación actual que existe en cada nación. Si bien hay opiniones a favor y otras en contra, lo que se desea probar con este punto es que todo proceso vigente es susceptible de ser revisado y controlado.

2.1.3. Situación económica, política y social en el Perú en los últimos años.

La historia contemporánea del Perú ha tenido altibajos, marcado por distintas épocas y gobiernos. Desde el régimen de Velasco Alvarado hasta el agitado ámbito político al momento de escribir este trabajo, el país ha pasado por fuertes periodos inflacionarios, de pobreza, de crisis política, sociales y económicas, cambios de Constitución y modelos económicos, así como el alcanzar a ser un país modelo a nivel latinoamericano en los últimos treinta años.

De acuerdo con la información recabada de tanto fuentes públicas como privadas del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2022), desde el año 1994 hasta el año 2019⁶⁴ los números son positivos con respecto a las mejores a nivel económico y financiero. La inversión total ha aumentado de ser aproximadamente S/ 36 mil millones de soles en 1994 a más de S/ 120 mil millones para el 2019, siendo lo más destacado el gran aumento en la diferencia entre inversión privada (mayor crecimiento) y pública. En el año 2013, el Perú alcanzó su pico dentro del rango de tiempo en cuanto a inversión privada, contando con ligeras caídas anuales entre los años 1998 y 2002, para luego aumentar casi de manera constante hasta alcanzar el máximo histórico y, posteriormente, comenzar a hundirse ligeramente. Esto da una idea de confianza que los inversionistas globales tienen en el Perú hasta antes de la pandemia del Sars-Cov-2 en el año 2020, y cómo cada vez aumentó más la diferencia porcentual entre la inversión privada y la pública. Asimismo, analizando los cambios que fueron apareciendo desde la década del noventa, se entienden algunos datos: en el periodo de fines de la mencionada década y hasta el 2002, el Perú vivió una crisis política que finalmente terminó con la renuncia del presidente, Alberto Fujimori, luego de haber sido re elegido para un tercer mandato, cargo para el cual no podía postular de acuerdo con lo establecido por distintos organismos tanto nacionales como internacionales (Elmundo.es, 2001). Sin embargo, un cambio importante en materia de

⁶⁴ En algunos casos, a lo largo del presente trabajo y como se detalló en el primer capítulo, se ha tomado como referencia hasta el año 2019 debido a que posteriormente y como consecuencia de la pandemia del Sars-Cov-2, la economía se ha visto seriamente afectada a partir de distintas tomas de decisiones políticas, con lo cual se busca las estadísticas más actuales no modifiquen las mejoras históricas pasadas.

inversión extranjera se suscitó con la redacción y aprobación de la Constitución del año 1993. Esta, a diferencia de la anterior del año 1979, otorga las mismas condiciones tanto a la inversión local como foránea, puesto que anteriormente se señalaba que esta última era complementaria a la nacional, sumado al estricto control estatal sobre la misma (IPE y El Comercio, 2020). Fue, por tanto, lógico que, del pasar de una constitución a otra, la inversión privada creciera notablemente en la década de los noventa.

Más adelante en el tiempo, con la crisis internacional del año 2008, si bien se produjo un ligero declive de la inversión pública al año siguiente, el crecimiento continuó posteriormente. Ahora bien, el aumento no siempre fue constante pues, de hecho, entre algunos años consecutivos este disminuye, tal y como se detalló en algunos ejemplos brindados, mas de manera general no ha habido ninguna caída considerable que haya puesto en aprietos a la economía peruana, ni tampoco el llegar a ser mal vista a nivel internacional.

Otro punto fuerte que cada año ha permitido ver al Perú con buenos ojos para invertir es el tema de la inflación: luego de la hiperinflación que se alcanzó durante el primer gobierno de Alan García entre los años 1985 y 1990, esta fue disminuyendo drásticamente con el pasar de los años, al punto de que las tasas anuales de esta han oscilado entre el 0.5% y 7.5% entre los años 2010 y 2017, de acuerdo con informes del BCRP, el Fondo Monetario Internacional (FMI), y el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). El punto más alto se alcanzó en el año 2011, y el más bajo solo dos años después, lo cual coincide con la cantidad de inversión extranjera que hubo, oscilando en los años posteriores, pero sin ningún cambio significativo. Como se detallará más adelante, en comparación con naciones cercanas como Colombia, Argentina y Venezuela, son números bastante positivos en materia inflacionaria y que han permitido que el sol peruano se mantenga como una moneda relativamente fuerte frente al dólar, la cual es utilizada por excelencia en básicamente cualquier inversión tanto a nivel local como extranjero. De acuerdo con las estadísticas del BCRP, entre el año 2000 y 2019 el tipo de cambio osciló aproximadamente entre 2.60 y 3.61 soles por dólar, el cual ha sido progresivo, brindando confianza a nivel global con respecto a esta moneda gracias a la independencia del Banco Central de cualquier influencia política. Sin embargo, sí cabe acotar que, para el año 2024 y por factores tanto políticos como económicas, entre el 2020 y el mencionado año el tipo de cambio logró superar por periodos los cuatro soles por dólar (Infobae, 2021).

Respecto al ámbito político, entre los años 2001 y 2019 el Perú vivió una etapa democrática, siendo los peruanos quienes eligieron a sus autoridades a través del voto popular, sin que haya mediado coerción alguna ni mucho menos intentos de dictaduras o golpes de estado. Las autoridades políticas, durante dicho periodo, permitieron que la inversión continúe llegando desde el extranjero y que la estabilidad económica no ceda ante potenciales crisis sucedidas a nivel mundial. Vale tener en consideración quiénes fueron los que gobernaron durante el periodo señalado, ya que en distintos casos contaban con políticas radicales en materia social y económica en sus planes de gobierno. También cabe resaltar que, durante el periodo 2001 y 2019, se erigieron o bien continuaron habiendo dictaduras en países de la zona, tales como Nicaragua desde el año 2007 (Coalición Nicaragua Lucha, 2023), Venezuela desde el año 1998 con Hugo Chávez y hasta la actualidad con Nicolás Maduro, así como el vigente caso de Cuba y, en determinados momentos, Bolivia.

Ahora bien, sobre lo correspondiente a la parte social, más específicamente al nivel de pobreza, y de acuerdo con el Reporte N° 29825-PE del Departamento de Reducción de Pobreza y Administración Económica del Banco Mundial, para el año 2001 el 54.3% de los peruanos estaba por debajo de la línea de pobreza, siendo el 24.1% pobre extremo. Tres años después hubo una disminución a 51.6% y 19.2%, respectivamente, lo cual de igual manera seguía siendo un número muy alto, al representar a más de la mitad de la población. Para el año 2010, y de acuerdo con estudios realizados por el INEI (2022), la pobreza representaba al 30.8% de la población, llegando a ser el 20.2% para el año 2019 y, para el caso extremo, de 7.6% y posteriormente 2.9%, respectivamente. Se tiene, así, un declive constante en el nivel de la pobreza hasta antes de la pandemia del Sars-Cov-2.

Sin embargo, y a pesar de los grandes cambios para bien, algunos índices continúan oscureciendo dicho panorama. En el año 2019, y de acuerdo con el Índice de Percepción de la Corrupción 2019 de Transparencia Internacional, el Perú tuvo un puntaje de 36 sobre 100 puntos, lo cual lo situó en el puesto 101 de 180 naciones evaluadas, evidenciando que todavía se trata de un problema persistente. En el año 2015, la puntuación fue la misma dentro del estudio realizado por la misma agencia, y tres años atrás fue de 38, con lo cual en la década pasada no hubo mejora alguna.

Por otro lado, con respecto a la delincuencia, casi el 40% de los peruanos lo consideraba el segundo mayor problema en el país, de acuerdo con el Informe de Percepción Ciudadana sobre Gobernabilidad, Democracia y Confianza en las Instituciones, realizado entre octubre del 2019

y marzo del 2020. Analizando los años previos, y de acuerdo con los datos históricos del INEI, entre los años 2016 y 2018, la cantidad de denuncias por comisión de delitos a nivel nacional fue en aumento, pasando de 355,876 a 466,088, para después ir disminuyendo progresivamente hasta el 2022 (INEI, 2022). Sin embargo, para poder darse una idea de la situación, es importante comparar al Perú con los demás países, con la finalidad de determinar en qué situación se encuentra a nivel regional. De acuerdo con el *Global Peace Index 2021*, realizado anualmente por el *Institute for Economics and Peace* y que mide el nivel de paz en distintas naciones, para el año 2019 el país contaba con un nivel medio de violencia, al igual que naciones vecinas como Ecuador, Bolivia, Paraguay y Argentina, siendo estas superiores⁶⁵ al caso de naciones como Chile y Uruguay, pero inferiores a Brasil y Colombia (IEP, 2021). Por lo tanto, si bien Latinoamérica a nivel mundial es una región violenta y peligrosa comparada con la Unión Europea y parte de Estados Unidos, el Perú no es el caso más grave de todos.

Una vez conocidos los datos y haber comprendido el constante progreso del Perú a nivel político, social y económico, es momento de verificar si lo mismo se refleja en la cantidad y montos de las fusiones y adquisiciones, tanto locales como realizadas por inversionistas extranjeros. De forma amplia, y de acuerdo con sendos informes realizados por importantes agencias internacionales como el Banco Mundial (2017), el CEPAL (2017) y Thomson Reuters (2016), el valor acumulado de las fusiones y adquisiciones entre 1990 y el 2014 fue (en millones de dólares) de 68,996.5. Esto le permitió superar a naciones como Ecuador, Panamá y Venezuela, pero estar detrás de otras como Chile (166,759.4), Colombia (95,285), Argentina (200,817.4), Brasil (940,951.8) y México (429,496.3). El sector financiero fue donde más se realizaron inversiones a nivel nacional, siendo equivalente al 38.11% del total de empresas compradas. Las dos operaciones más grandes dentro del mencionado rango de tiempo fueron la compra de Xstrata Perú S.A. por parte de la empresa hongkonesa MMG South America Management, y la segunda la adquisición de Repsol-LNG Bus, Perú, por cortesía de la compañía holandesa Royal Dutch Shell PLC, de los sectores de materias primas y energía y electricidad, respectivamente. Entonces bien, es importante comenzar a analizar el crecimiento o no en los últimos años, iniciando desde el 2012, ya que fue al año siguiente donde se alcanzó un pico de inversiones en el país. En el primer año del rango, el valor total de las fusiones y adquisiciones llegó a ser de 4,025 millones de dólares, pero el dato que más sorprende es que esto implicó un aumento del 54.9% con respecto al año anterior. Asimismo, y concordante con

⁶⁵ Es decir, mayor cantidad de violencia.

los datos brindados en los párrafos anteriores, en el 2013 el Perú alcanzó un récord de compras y ventas de empresas, llegando a ser de 12,254 millones de dólares, una cifra que le dio el título de haber superado en ese año a países como Colombia y Chile, y estando solo por detrás de los gigantes de Brasil y México, respectivamente. En los siguientes años, y de acuerdo con informes anuales realizados por PricewaterhouseCoopers, el Perú en el 2014 era el segundo país favorito de la región para realizar un *M&A*, solo por detrás de Colombia, además de superar más de ciento veinte transacciones ese año por un valor superior a los 13.5 mil millones de dólares (PricewaterhouseCoopers y PAD, 2015), lo cual le prosperaba un futuro de crecimiento y de confianza por parte de los inversionistas. Sin embargo, en los siguientes años se tuvo una caída muy importante con respecto a la cantidad y montos, ya que para los años 2015, 2016, 2017 y 2018, sumadas las primeras fusiones y adquisiciones se llegaron a alcanzar las 369 operaciones, pero el monto no llegó ni a alcanzar la suma de 22 mil millones de dólares en total. Esto es una señal de que se lograron concretar muchas de estas operaciones, pero no al nivel previo a esos años (PricewaterhouseCoopers y Dealwatch, 2019), mucho menos si se toman en cuenta los cuatro años anteriores (del 2011 al 2014), donde se lograron concretar 557 operaciones y cuyo monto fue casi de 47 mil millones de dólares (PricewaterhouseCoopers, 2017). Cabe tener en cuenta, para dimensionar la cantidad de operaciones versus los montos, los tipos de fusiones y adquisiciones que existen (PricewaterhouseCoopers y Dealogic, 2017): *Inbound*, cuando el capital extranjero tiene como objetivo a una empresa peruana; *outbound*, cuando una empresa con capital peruano adquiere a una extranjera; y, finalmente, operaciones a nivel local (entre capital peruano). En el año 2016, de las 87 operaciones registradas, 57 fueron un caso de *inbound*, 7 fueron *outbound* y 29 fueron a nivel local (PricewaterhouseCoopers y Dealogic, 2017). En el 2017, de las 69 operaciones, los casos fueron de 46, 5 y 18, respectivamente (PricewaterhouseCoopers y Dealwatch, 2018), y en el 2018 en total fueron 106 transacciones, con 74, 6 y 26 operaciones, respectivamente (PricewaterhouseCoopers y Dealwatch, 2019). Es clave destacar, por tanto, que el capital extranjero que adquiere a empresas nacionales es el tipo de operación más común, además de ser aquel que más inyección de capital inserta en el país, como potenciales puestos de trabajo.

Como es de conocimiento general, desde inicios del año 2020 el mundo se vio afectado por la pandemia del Sars-Cov-2. Perú no fue ajeno a este brote, al punto de haber paralizado al segmento económico. El PIB llegó a caer hasta un 20% en el año 2020 debido a las medidas políticas de aislamiento tomadas por el gobierno de entonces, además de consecuencias lógicas como el aumento en el nivel de desempleo (Huaman, 2021). Ocurre que, tal y como indica

Casais (2009), solo la generación de puestos de trabajo permite lograr un crecimiento estable, sumado a las políticas gubernamentales que busquen reducir las desigualdades sociales y económicas.

A nivel de fusiones y adquisiciones, los efectos negativos para el año 2020 no se hicieron esperar: se redujeron en un 55% el número de transacciones en el Perú en el segundo trimestre del año 2020 con respecto al año anterior, ya que la incertidumbre económica, sumada a la respuesta del gobierno, generó desincentivos para que las empresas busquen expandirse en momentos como ese (PricewaterhouseCoopers et. al, 2020). Asimismo, en dicho estudio, y a partir de encuestas a distintos empresarios, solo el 22% consideraba que una operación de *M&A* era prioritaria en su compañía, con la finalidad de poder superar la crisis. Empero, el 93% consideró prioritario el buscar eficiencias operativas a partir de la reducción del gasto y costos, algo que, como se ha detallado a lo largo del Primer Capítulo del presente trabajo, es lo que la mayoría de las empresas buscan al comprar a otra: lograr sinergias.

Por su parte, a nivel global la recuperación de este tipo de operaciones ha demostrado lo indicado en la última oración del párrafo precedente, y es que, durante el primer trimestre del año 2021, el total de transacciones, así como la suma de los montos, logró superar con creces a los mismos periodos de los años 2018 (aproximadamente veinte y seis mil operaciones por dos mil quinientos billones de dólares) y 2019 (aproximadamente veinte y cuatro mil operaciones por dos mil billones de dólares), al haber alcanzado la suma de treinta y cinco mil operaciones por tres mil billones de dólares) (PricewaterhouseCoopers y Refinitiv, 2022) . Esto destaca la verdadera prioridad que tienen los inversionistas en buscar nuevas empresas, tanto a nivel local como hacia el exterior: generar sinergias que les permitan ganar más y reducir sus costos. Si bien en el artículo de PricewaterhouseCoopers del año 2022 se detalla que, durante el primer trimestre de dicho año la cantidad de operaciones y montos llegaron a ser los mismos que los niveles pre pandémicos, también se resalta cómo solo un año antes las inversiones resalieron a flote y en busca de nuevas oportunidades. Cabe añadir que para el presente año 2024, en el Perú las proyecciones para la cantidad de operaciones de *M&A* son bastante positivas, lo cual muestra una clara mejora teniendo en consideración que, como se detalló, en

este último lustro ha habido tres claras crisis: económica, en salubridad (ambas a nivel mundial), y política (a nivel local)⁶⁶.

Perú sumó, a la crisis sanitaria del año 2020, una crisis política que continúa hasta la actualidad, con sucesivas vacancias presidenciales, conflictos entre el poder ejecutivo y legislativo, y la lenta recuperación económica. Asimismo, la nación no es ajena a la depreciación de la moneda local y la inflación, habiendo logrado en determinados momentos del año 2021 superar el valor de S/ 4 por dólar y alcanzado casi el 9% de inflación, de acuerdo con informes del BCRP. Al igual que en el año 2020, solo el 20% de los inversionistas consideró como muy prioritario el realizar operaciones de fusiones y adquisiciones, siendo el 96% el que indica que lo más importante en el 2022 sería buscar eficiencias operativas. Asimismo, los datos al inicio del 2023 tampoco eran muy esperanzadores, al haber una caída del 38% en el número de transacciones frente al mismo periodo un año antes, como consecuencia directa de la inflación en el Perú y a nivel global (Gestión, 2023). Sin embargo, y como ya se señaló y vio a partir de la evidencia empírica, los *M&A* tienen por finalidad, efectivamente, eso: el generar sinergias que permita a las empresas crecer tanto en ingresos como expansión en el mercado, así como la reducción de costos y gastos. Además, al contar Perú con políticas abiertas a la inversión extranjera y que se han logrado mantener durante más de treinta años, se vio que para el presente 2024 las previsiones son bastante positivas.

En síntesis, si bien el Perú ha sido golpeado en los últimos tiempos tanto por factores internos como internacionales, los números a nivel global demuestran que esto no limita realmente a que las empresas busquen expandirse y que los inversionistas continúen encontrando oportunidades. Distintos acontecimientos han generado mayor confianza por parte de capital extranjero en la historia contemporánea del país, como la Constitución de 1993 comparada con sus antecesoras en materia de inversión extranjera y protección en los negocios⁶⁷, el incremento de tratados de libre comercio⁶⁸, y en general la apertura de los mercados. Además, como se verá más adelante, otras naciones similares al Perú en cuanto tamaño de economía (o bien países vecinos) han sido duramente golpeadas a lo largo de la historia contemporánea, lo cual

⁶⁶ Si bien es cierto al momento de redactar la presente tesis recién se está dentro del primer semestre, según el reporte de la plataforma Transaccional Track Record (TTR) y un informe de PwC de marzo del 2024, se espera una reactivación tanto a nivel nacional como global.

⁶⁷ Algunos ejemplos de artículos son el 61 (libertad de competencia), 62 (libre contratación), 63 (igualdad de trato entre inversionistas locales y extranjeros), el 64 (libre disposición de moneda extranjera), entre otros.

⁶⁸ Entre los principales se encuentran el que Perú sea parte de la Comunidad Andina, MERCOSUR, APEC, con la Unión Europea desde el 2012, la Alianza del Pacífico, entre otros que incluyen a naciones tanto vecinas como potencias mundiales.

ha afectado notablemente la inversión nacional e internacional. Esto, con la finalidad de poder destacar cuáles son los factores exógenos que más afectan a la proliferación o no de fusiones y adquisiciones.

2.2. Principales entidades reguladoras en el Perú.

Existen dos vías paralelas que coexisten antes, durante y después de un proceso de *M&A*: el camino particular, aquel en el que actúan las dos partes que negocian el acuerdo, entiéndase comprador y vendedor, quienes transan dentro de la legalidad y terminan diseñando la documentación pertinente; por otro lado, está el camino regulatorio, es decir aquel compuesto por entidades públicas que se encargan de observar y regular la operación y escapa de la esfera de negociación de las partes. El proceso por el camino regulatorio es tan importante como el otro, puesto que se trata de autoridades que buscan se cumplan las reglas del juego establecidas (la normativa) y funcionan como defensores de terceros ajenos a la operación. Esto se comprueba, verbigracia, exponiendo al público los motivos por los cuales una operación es o no viable, fiscalizando que la misma no signifique un potencial riesgo para las empresas competidoras ni los consumidores, así como el control sobre el pago de tributos. De esta forma, se pasa a describir de manera sucinta cómo las respectivas entidades estatales intervienen, de una u otra forma, en un negocio de *M&A*.

2.2.1. Registros Públicos (SUNARP).

La Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, conocida por su acrónimo SUNARP es, como describe su propio nombre, el ente rector de los registros públicos a nivel nacional como organismo descentralizado autónomo. Sus finalidades son el dictar normas y políticas registrales, así como todo lo relacionado con la inscripción y publicidad de actos y contratos en los registros que conforman el sistema⁶⁹. Entonces bien, con esto lo que queda claro es que se trata de una entidad esencial y presente dentro de la vida de una empresa: desde su constitución hasta su extinción, pasando por distintos procesos como podrían ser aumentos de capital, cambios en el estatuto, juntas de accionistas, y por supuesto las reorganizaciones societarias que pueda tener, entre las que se incluyen a las fusiones y adquisiciones. Asimismo,

⁶⁹ Información obtenida de la página web oficial de la SUNARP.

todo cambio a nivel societario que implique una modificación del estatuto de la empresa, o bien la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades implicadas, debe inscribirse ante la SUNARP como parte de una solicitud rogatoria de control de legalidad que se hace al registrado público.

Ahora bien, con respecto al proceso de inscripción en este tipo de operaciones (fusiones, escisiones, reorganizaciones simples e incluso transformaciones), es muy similar y se detalla en la Ley N° 26887 – Ley General de Sociedades. Por ejemplo, para el caso de una fusión, se describe la misma entre los artículos 345 y 366, simplificado en el siguiente orden cronológico: el proyecto es aprobado por el órgano directivo (en caso la sociedad cuente con este), y posteriormente se convoca a una junta general de accionistas u órgano supremo para que apruebe la operación. Una vez que ambas sociedades autorizan esta, se publica un aviso con respecto a lo acordado bajo determinados requisitos, pues existe un plazo de oposición para cualquier persona natural o jurídica con legítimo interés. Posteriormente, se solicita la escritura pública y se realiza el balance de fusión antes de la entrada en vigor respectiva, y debe de hacerse por ambas partes. Finalmente, si todos los pasos se han efectuado correctamente, se inscribe registralmente en SUNARP, cerrando los libros de la empresa extinta (o empresas) y comunicándose a la SUNAT dicha información (para efectos tributarios).

Con una fusión o nace o bien se extingue una sociedad, motivo por el cual, de acuerdo con el artículo 353 de la Ley General de Sociedades, debe inscribirse, sumado a lo establecido en el artículo 5 del mismo cuerpo legal, donde obliga a que se registre. Empero, Guarniz (2021), a partir de una interpretación no solo literal sino además sistemática mediante la comparación con lo establecido para las transformaciones societarias⁷⁰, concluye que no es realista considerar a la inscripción en el registro como una condición suspensiva para que las fusiones y escisiones sean eficaces⁷¹.

Cabe aclarar que, si bien entonces la inscripción en el registro de operaciones de *M&A* no se considera como la fecha de entrada en vigor sino lo establecido por las partes, sí existe otro

⁷⁰ De acuerdo con el artículo 341 de la Ley General de Sociedades, las transformaciones entran en vigor al día siguiente de la fecha de la escritura pública. Asimismo, inmediatamente se añade que se encuentra supeditada a su inscripción, tal y como se señala para las fusiones y adquisiciones.

⁷¹ Esto, debido a que en la Ley General de Sociedades se ha tipificado en los artículos 353 y 378 que la reorganización tiene vigencia desde la fecha indicada en el acuerdo, lo cual incluye sus efectos (por ejemplo, para la transferencia de activos y pasivos). Esto es contradictorio con lo señalado en el artículo 341 del mismo cuerpo legal, al indicar que la transformación entra en vigor al día siguiente de su respectiva inscripción en los Registros Públicos, lo cual genera confusión y una posición poco clara.

factor de importancia para realizarlo y prevenir potenciales inconvenientes: la SUNAT no podría conocer en qué momento las empresas se fusionaron para efectos tributarios. La publicidad registral es importante en el país, por tanto, a efectos de que pueda ser conocida y oponible frente a los terceros con legítimo interés, independientemente de su naturaleza declarativa y no constitutiva.

2.2.2. INDECOPI.

El Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual, conocido como INDECOPI, se encarga, entre otras funciones, de promover y defender la competencia en los distintos mercados que existen, así como de equilibrar en las relaciones de consumo el bienestar de la ciudadanía en armonía con la libertad empresarial⁷². Así, los procesos de fusiones y adquisiciones pueden terminar cambiando ampliamente un determinado mercado o rubro. Esto, debido a que podría lograr afectar directamente a los consumidores a partir de la potencial generación de monopolios, oligopolios e incluso la aparición de estrategias perjudiciales para la competencia, como predación de precios o colusión. Esto último visto desde una posición de dominio⁷³ instalada gracias a una fusión o adquisición. Sin embargo, estas operaciones, por el contrario, podrían lograr tener un efecto adverso, como aumentar la eficiencia económica del mercado como resultado de un mejor o más económico producto o servicio para el consumidor, por lo cual es clave el analizar caso por caso. Entonces bien, en síntesis, este organismo se encarga de velar por los derechos de la ciudadanía y el control de los mercados, justamente buscando que las *M&A* no puedan formar potenciales efectos adversos.

Como se detalló previamente, desde hace unos años entró en vigor el nuevo régimen de control de concentraciones en el Perú, a través de la Ley N° 31112 y su reglamento, el Decreto Supremo N° 039-2021-PCM, algo que, como describiré a continuación, no es nada nuevo. Antes de que se promulgaran las mencionadas normas, a nivel nacional ya existía un caso en el cual se obligaba a ciertas empresas a notificar y esperar la autorización de INDECOPI en casos de concentraciones horizontales o verticales, únicamente obligatorias para las actividades

⁷² De acuerdo con lo establecido en su propia página web.

⁷³ De acuerdo con el artículo 4 del Decreto Legislativo 701, una empresa tiene posición de dominio cuando puede actuar de modo independiente y sin la necesidad de considerar las decisiones tomadas por sus competidores, compradores, clientes o proveedores, debido a alguna ventaja frente a la competencia.

de generación, transmisión y/o distribución de energía eléctrica, mediante la Ley N° 26876 de 1997. Asimismo, en el año 2019 se publicó el Decreto de Urgencia N° 013-2019, con el cual se estableció un control previo de operaciones de concentración empresarial y de aplicación general para todos los mercados a nivel nacional. Sin embargo, esto no es realmente una sorpresa: el Perú es uno de los últimos países en Latinoamérica que implementó un régimen de control de concentraciones, como podrá verificarse en el siguiente capítulo; asimismo, ya existían proyectos de ley en el congreso que tenían una finalidad parecida o igual a la normativa actual⁷⁴.

Ahora bien, entrando directamente al procedimiento, se pasará a describirlo con plazos y requisitos incluidos: en primer lugar, es necesario detallar que este régimen se aplica a todo acto de concentración empresarial que se encuentre dentro de los umbrales establecidos en la propia ley⁷⁵. La normativa establece dos umbrales que deben de cumplirse necesariamente para que las partes tengan la obligación de notificar al INDECOPI sobre la presente operación: que, de forma individual, al menos dos de las empresas participantes de la operación igualen o superen en ventas o ingresos brutos anuales el valor de 18,000 UIT. Por su parte, si de forma conjunta la suma de todas las ventas o ingresos brutos de las empresas participantes de la operación sean iguales o superiores a 118,000 UIT, según el artículo 6 de la Ley N° 31112, ergo montos para el año 2024 de S/ 92,700,000.00 y S/ 607,700,000.00, respectivamente. Igualmente, los mismos montos aplican también para el valor de los activos en el país de una sociedad o la suma de todas estas, respectivamente. Empero, el mismo artículo resalta que el INDECOPI podrá actuar de oficio si considera que la operación puede generar una posición de dominio o afectar a la competencia en el respectivo mercado, incluso si no se superan los umbrales.

En cuanto a la notificación, existen tres tipos: aquella que tiene el carácter de consulta previa, es decir que se realiza por parte de los participantes con la finalidad de despejar cualquier duda que puedan tener antes de iniciar el proceso, como se encuentra tipificado en el artículo 17 de la Ley N° 31112; también existe la solicitud ordinaria, la cual es de carácter obligatorio si se igualan o superan los umbrales antes descritos y detallados en el mismo artículo; y la tercera es la solicitud simplificada que, como dice el nombre, implica entregar menos documentación,

⁷⁴ De acuerdo con Verástegui et. al (2018), en los últimos años los proyectos de ley más destacados fueron el 972/2011-CR, 367/2016-CR, 353/2016-CR, 2604/2017-CR, y el 2634/2017-CR.

⁷⁵ Artículo 2 de la Ley N° 31112.

siempre que los agentes no realicen actividades en el mismo mercado (no sean competencia directa), o se trate de una operación de control exclusivo, es decir si ya previamente se tiene un control conjunto con este. Es importante señalar que estas notificaciones se deben de realizar, claramente, antes de que se concrete la operación, siendo conveniente para las partes el que se gestione lo antes posible o bien previo a la formalización de las tratativas para fusionarse. Esto debido a que es posible que el INDECOPI pueda establecerles ciertos requisitos antes de perfeccionar el negocio (además que no podrá cerrarse mientras no se tenga la autorización pertinente).

Respecto a los plazos, la consulta previa no tiene un tiempo límite de respuesta establecido, mas aproximadamente calcula INDECOPI que sería de quince días, dependiendo de la complejidad que tenga (Garrigues, 2021). Para las solicitudes ordinarias y simplificadas, existen dos etapas: la primera, la cual inicia con la admisión a trámite, puede tener una duración de hasta treinta días hábiles, siempre que la conclusión sea que la operación no generará riesgos para la competencia; la segunda etapa se inicia si la autoridad considera que sí podrían generarse dichos riesgos, y con una duración máxima de noventa días hábiles, que pueden prorrogarse hasta por treinta días adicionales⁷⁶. En caso la entidad no se pronuncie dentro de los plazos señalados, aplica el silencio administrativo positivo, es decir implícitamente se entiende como aprobada la operación. Por su parte, existen sanciones de tres tipos, de acuerdo con la normativa: leves, graves y muy graves, las cuales tienen cada una supuestos distintos y multas que van hasta las 1,000 UIT (S/ 5,150,000.00)⁷⁷.

Por último, como detalle no menor en lo que respecta al proceso y como previamente se hizo mención, el INDECOPI tiene la facultad para, de oficio, realizar un control posterior a las operaciones de fusiones que no hayan alcanzado el umbral mínimo para ser consideradas dentro del análisis detallado previamente (El Peruano, 2022). Este control *ex – post*, reconocido en el artículo 23.4 del Decreto Supremo N° 039-2021-PCM, incluso dificulta la situación para aquellos trámites ya cerrados, pues la Secretaría Técnica cuenta con un año para revisar de oficio las operaciones luego del cierre. Lamentablemente y coincidiendo con algunos de los autores señalados en el presente trabajo, esto genera un clima de inseguridad y afectación, pues ni siquiera es necesario haber alcanzado los umbrales mínimos señalados por la ley.

⁷⁶ Artículo 21 de la Ley N° 31112.

⁷⁷ Artículos 28 y 33 de la Ley N° 31112.

Como puede apreciarse, hoy en día se trata de un proceso completo, discutiblemente extenso y que permite a la entidad a cargo salvaguardar los intereses del mercado y de la ciudadanía, buscando a su vez promover la libre competencia y eficiencias del mercado.

2.2.3. SUNAT.

La Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria, por sus siglas y más conocida como SUNAT, es un organismo técnico especializado parte del Ministerio de Economía y Finanzas que cuenta con autonomía funcional, creada a partir de la fusión entre la entidad dedicada a la administración tributaria y la de aduanas, mediante Decreto Supremo N° 061-2002-PCM⁷⁸.

Es importante para el presente trabajo analizar la influencia de la SUNAT para operaciones del tipo *M&A* y en general reorganizaciones societarias. Como se sabe una fusión puede ser a través de la absorción de una o más sociedades, lo cual termina desencadenando que éstas se extingan y la absorbente asuma, a título universal, el patrimonio de la/s absorbida/s. Esto va de la mano con lo tipificado en el artículo 353 de la Ley General de Sociedades, pues la consecuencia lógica es que todo derecho y obligación deban de ser asumidos por la compañía que subsiste al finalizar la operación. Asimismo, para el caso de una escisión, al igual que en una adquisición (salvo por detalles con respecto al canje de acciones entre las partes), se repite el concepto de transferencia patrimonial de una sociedad a otra.

Por otro lado, existen dos grandes impuestos en el Perú, a partir de su recurrente aplicación en los distintos hábitos de la vida cotidiana, tanto de las personas naturales como jurídicas. Por un lado, se tiene al impuesto general a las ventas (IGV), el cual grava la venta en el país de bienes muebles, la prestación o utilización de servicios en el país, los contratos de construcción, la importación de bienes, y la primera venta de inmuebles que realicen los constructores de estos (así como la venta del inmueble realizadas por las empresas vinculadas con el constructor)⁷⁹. De igual forma, y tal y como se señala en el artículo 1 del Decreto Supremo N° 055-99-EF, también se considerará como primera venta de inmueble la efectuada posteriormente a la reorganización o traspaso de empresas. Es importante destacar que se trata de un impuesto de periodicidad mensual para las empresas, y cuya tasa actual es del 18% del valor total del

⁷⁸ De acuerdo con lo establecido en la página web oficial de la SUNAT.

⁷⁹ Artículo 1 del Decreto Supremo N° 055-99-EF.

servicio: 16% correspondiente al propio IGV, y el restante 2% al Impuesto de Promoción Municipal.

Por su parte, el impuesto a la renta grava, como su nombre indica, todas las rentas provenientes del capital, del trabajo y la aplicación de ambos, ganancias de capital, y en general y de forma sintetizada cuando estas son el resultado de una fuente durable y susceptible de generar ingresos de forma periódica. Sumado a esto, toda ganancia o beneficio que provenga de operaciones con terceros⁸⁰, recogiendo así la teoría del flujo de riqueza, ergo incluye a las ganancias de capital, ingresos eventuales, accidentales y obtenidos a título gratuito (Córdova, 2010). En el caso de este tributo, la periodicidad es anual pues grava las operaciones desde el primer día del año hasta el último y, respecto a la tasa, dependerá de cada una de las cinco categorías existentes.

Una vez descritos los dos grandes tributos presentes en el Perú, se pasará a explayar si cabe o no su aplicación en las operaciones de reorganización societaria y en qué casos. Para comenzar, es importante considerar que la compañía que transfiere tanto sus activos como pasivos a la contraparte en un proceso de fusión no toma flujo de riqueza alguno, es decir no cabe aseverar existe contraprestación alguna (Córdova, 2010)⁸¹. Es importante recalcar que son los accionistas de la sociedad quienes transfieren los bienes, derechos y obligaciones, y como contraprestación reciben las acciones respectivas, las cuales son el reflejo del valor patrimonial de la cuota de liquidación correspondiente a lo aportado.

Por su parte, con respecto a la relación de canje, se trata de una sustitución de las acciones que tenían los accionistas de la sociedad transferente por las emitidas por la sociedad adquirente consecuencia de la fusión o adquisición (Córdova, 2010), con lo cual no existe alguna ganancia o beneficio que pueda ser susceptible de caer en algún supuesto del impuesto a la renta. A su vez, con respecto a la parte fiscal en general, la absorción implica transferencia a título universal, es decir también están comprendidos los tributos que la empresa extinta debe de pagar, motivo por el cual estas obligaciones perduran. Cabe destacar, por otro lado, que cuando las acciones o bien participaciones de los accionistas, socios o titulares se transfieren, cada uno

⁸⁰ De acuerdo con lo establecido en el artículo 1 del Decreto Supremo N° 179-2004-EF, sustituido posteriormente por el artículo 2 del Decreto Legislativo N° 945 y posterior modificación.

⁸¹ Tal y como destaca el mencionado autor, esta posición no podría aplicarse al caso de una reorganización simple, ya que la sociedad transferente recibe las acciones emitidas por la adquirente como contraprestación por el patrimonio aportado, con lo cual se materializa una ganancia de capital a partir de la diferencia entre el costo computable de los bienes que fueron transferidos frente al precio de mercado de las acciones recibidas.

de estos deberá de tributar con una tasa equivalente al 5% del impuesto a la renta (Morales, 2022). Esto, debido a que se encontraría dentro del supuesto de una renta de segunda categoría, conocido como una ganancia de capital. Esto ocurrirá también si, por ejemplo, quien es titular de una empresa individual de responsabilidad limitada (E.I.R.L., por sus siglas) transfiere su participación a un tercero, siendo a su vez la única que existe (Morales, 2022). Por otro lado, en caso de ser quien transfiera una persona natural (verbigracia, el titular de una sociedad del tipo unipersonal) y traspase la titularidad de la sociedad (o bien la unidad de producción), deberá de pagar una tasa equivalente al 29.5% del impuesto a la renta, ya que se encontraría en la tercera categoría de esta (Morales, 2022).

Por otro lado, y de acuerdo con el artículo 104 de la Ley del Impuesto a la Renta, en caso las sociedades decidan revaluar de forma voluntaria los activos que serán transferidos, la diferencia entre el valor superior pactado menos el costo computable, es decir al que fueron revaluados, estará gravado con el impuesto a la renta. Así, y bajo el primer supuesto detallado en el mencionado artículo, se pagará este tributo si las empresas o sociedades terminan extinguiéndose, como puede ocurrir en algunas de estas operaciones. Esto, salvo que se acuerde no distribuir la ganancia (es decir, la diferencia positiva) puesto que, si la sociedad que genera esta se distribuye, sí es considerada renta⁸².

Por otro lado, con respecto al IGV, cabe recordar que grava las transferencias de bienes muebles e inmuebles (solo la primera vez), algo que sucede cuando la sociedad adquirente toma los activos de la transferente. Asimismo, en este caso quien recibe la propiedad de estos bienes no desembolsa directamente un monto como contraprestación (pues únicamente es el

⁸² De acuerdo con el artículo 104 de la Ley del Impuesto a la Renta, las partes que intervienen en el proceso de *M&A* pueden optar por cualquiera de las siguientes alternativas:

“1. Si las sociedades o empresas acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable determinado de acuerdo con el Decreto Legislativo N° 797 y normas reglamentarias estará gravado con el Impuesto a la Renta. En este caso, los bienes transferidos, así como los del adquirente, tendrán como costo computable el valor al que fueron revaluados.

2. Si las sociedades o empresas acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable determinado de acuerdo con el Decreto Legislativo N° 797 y normas reglamentarias no estará gravado con el Impuesto a la Renta, siempre que no se distribuya. En este caso, el mayor valor atribuido con motivo de la revaluación voluntaria no tendrá efecto tributario. En tal sentido, no será considerado para efecto de determinar el costo computable de los bienes ni su depreciación.

3. En caso que las sociedades o empresas no acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, los bienes transferidos tendrán para la adquirente el mismo costo computable que hubiere correspondido atribuirle en poder de la transferente, incluido únicamente el ajuste por inflación a que se refiere el Decreto Legislativo N° 797 y normas reglamentarias. En este caso no resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 32 de la presente Ley.

(...)”

de la operación en cuestión), motivo por el cual, con la finalidad de aclarar el tema, el Decreto Supremo N° 055-99-EF⁸³ esclarece estos casos: existe una inafectación para toda transferencia de bienes como consecuencia de una operación de fusión, escisión y reorganización simple, considerando que cada bien deberá incluir los pasivos vinculados que puedan tener (verbigracia, la depreciación). También es notable rescatar que, de acuerdo con la propia ley⁸⁴, se permite que la empresa absorbida transfiera el crédito fiscal correspondiente y de manera proporcional al valor de los bloques patrimoniales que resulten de estas operaciones (Córdova, 2010). Como acotación, en los casos de compraventa o traspaso de la empresa, sí se encontraría gravada con el IGV (Morales, 2022).

Para el caso de adquisición de paquetes accionariales de control en *M&A*, las sociedades informan a la SUNAT lo cambios en su accionariado por la transferencia de acciones comunicadas por sus socios. Estos, a su vez, tendrán que realizar la respectiva declaración para el pago de impuesto a la renta sobre el precio de venta de sus acciones, mas como se indica esto únicamente es responsabilidad de quienes transfieren sus acciones.

Entonces bien, a manera de conclusión, dentro del régimen tributario peruano las operaciones de *M&A* no cuentan con la carga de tener que pagar dos tributos tan importantes como lo son el impuesto a la renta y el impuesto general a las ventas, salvo por las excepciones detalladas. Asimismo, sí existe un impuesto que, al no existir ninguna excepción explícita, deberá pagarse: el de alcabala, que grava la transferencia de propiedad inmueble. Este es equivalente al 3% del valor pactado o de autovalúo, el mayor, y descontando previamente diez UITs (Municipalidad de Lima, 2022).

2.2.4. Otras entidades y *compliance* corporativo.

Llegados a este punto, a todas luces queda claro que un proceso de *M&A* implica potenciales dificultades para ambas partes. Asimismo, los efectos que estas operaciones pueden terminar generando a la competencia y a los consumidores, así como a los accionistas de las compañías, el futuro de estas, e incluso al propio Estado con respecto al pago de tributos.

⁸³ Respecto a la tipificación de esta excepción, fue modificada mediante la Ley N° 27039, mas el beneficio no se ve afectado.

⁸⁴ Artículo 24 del Decreto Supremo N° 055-99-EF, reemplazado posteriormente por el artículo 12 de la Ley N° 27039, sin afectar su contenido.

Previamente se analizaron tres organismos claves durante el mencionado proceso, pero no son los únicos, pues también existe otros factores, como el rubro al que pertenecen las partes implicadas, así como si cotizan o no en bolsa y el tipo de sociedad que son, que determinan la regulación o supervisión de otra entidades estatales. Un ejemplo se encuentra en el sistema financiero, puesto que las personas jurídicas de este segmento de mercado cuentan también con su propia regulación, sumada a la normativa aplicable en forma general. Verbigracia, se rigen por la Ley N° 26702 – Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, junto con su Reglamento, a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (conocida como “SBS”, por sus siglas). Estos cuerpos legales sí reconocen a las reorganizaciones societarias, ya que en más de una oportunidad indican que estas operaciones deberán de ser informadas a la entidad previamente mencionada, así como cumplir determinados requisitos en la forma societaria desde su constitución⁸⁵. En el Reglamento, aprobado por Resolución S.B.S. N° 00211-2021, existe todo un capítulo (el V) dedicado a la información y en general al proceso que deberá de seguirse de acuerdo con la figura en cuestión, debido al impacto que podría generar no solo en los actores descritos, sino además en el propio sistema financiero.

Por otro lado, se encuentra la Superintendencia del Mercado de Valores (por sus siglas, “SMV”), un organismo técnico especializado y que tiene la finalidad de proteger a los inversionistas, transparentar y hacer más eficientes a los mercados y la correcta formación de precios. Esto se gestiona a partir de la emisión de normas que regulen materias del mercado de valores, así como supervisar el mismo y promover su estudio⁸⁶. Por tanto, cuenta con una estrecha relación con aquellas sociedades que cotizan en bolsa. Asimismo, y de lo revisado hasta este punto, una operación de reorganización empresarial genera muchos cambios dentro de las empresas, motivo por el cual ni la SMV ni la SBS son ajenas. Es por esto que la mencionada entidad cuenta, entre su distinta normativa, con aquella referida a hechos que califica “de importancia”⁸⁷, así como información reservada. En la Resolución SMV N° 005-

⁸⁵ Algunos ejemplos se encuentran en el artículo 12 de la Ley N° 26702, donde se obliga a que la sociedad sea constituida bajo la figura de anónima, así como informar en caso se desee transformar, fusionar, convertir o escindir a esta, lo cual se repite en el artículo 62 para aumentar el capital de la persona jurídica. Esta información de fusión se repite en el Reglamento de la Ley antes comentada, contando incluso con su propio capítulo (V) a partir del artículo 35 en adelante.

⁸⁶ Esto se encuentra tipificado en el artículo 1 y 3 del Reglamento de Organización y Funciones de la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV, aprobado mediante Decreto Supremo N° 216-2011-EF.

⁸⁷ De acuerdo con la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01:

“Artículo 3.- Definición de hecho de importancia

Hecho de importancia es cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información referida al Emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en:

3.1. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o,

2014-SMV-01 se reglamentan este tipo de hechos, ante los cuales los procesos de *M&A* no son ajenos en lo absoluto. Entre estos, se encuentra el informar respecto a juntas de accionistas y los acuerdos adoptados en esta, recalándose el caso de una reorganización empresarial, así como en forma general de todo acuerdo que implique la aparición de alguna de las operaciones parte de esta categoría. En la misma línea, el Reglamento de Organización y Funciones de la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV, el Decreto Supremo N° 216-2011-EF, reconoce a un órgano encargado de ejecutar las competencias en general de la SMV, la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial⁸⁸. Entre sus facultades se encuentra el pedir la opinión de la Superintendencia Adjunta de Riesgos⁸⁹ con respecto a las solicitudes de transformaciones, fusiones, escisiones y otras formas de reorganización societaria de compañías supervisadas por la entidad principal⁹⁰. La misma posibilidad la tiene la Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercado^{91 92}. Asimismo, anualmente esta última emite el Reporte de Sostenibilidad Corporativa, el cual señala las actividades y la gestión de riesgos inherentes al desarrollo medioambiental y social por parte de las sociedades emisoras de valores objeto de ofertas públicas (Cooperación Suiza, 2020).

Un último punto está en el *compliance*, el cual ha ido ganando popularidad en los últimos años a nivel societario. Así, y de acuerdo con Silva (2013), se entiende por dicho término como el auto vigilar el cumplimiento de determinadas normas a partir de la prevención, orientadas todas desde un punto de vista de la empresa. A nivel nacional y en temática de responsabilidad de la corporación, la Ley N° 30424, modificada por la Ley N° 30835 y ampliada mediante Decreto Legislativo N° 1352, detalla la responsabilidad de las personas jurídicas en caso de delitos de cohecho activo transnacional (soborno cometido por la empresa peruana por medio de un funcionario público del extranjero), así como de lavado de activos, crimen organizado, minería ilegal, entre otros. Esto es importante de considerar puesto que, justamente, una empresa internacional que viene a instalarse en el Perú, ya sea mediante la compra de alguna sociedad,

3.2. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Asimismo, comprende la información del grupo económico del Emisor que éste conozca o que razonablemente debía conocerla, y que tenga capacidad de influir significativamente en el Emisor o en sus valores, conforme a lo señalado en el presente Reglamento.”

⁸⁸ Artículo 31 de la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01.

⁸⁹ Numeral 8 del artículo 54b de la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01.

⁹⁰ Numeral 7 del artículo 32 de la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01.

⁹¹ Numeral 5A del artículo 43 de la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01.

⁹² Numeral 8 del artículo 54b de la Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01.

con la constitución de una sucursal o bien desde cero, estará sujeta a determinados estándares tanto en el país de destino como por sus propias políticas.

Por otro lado, existen más regulaciones del tipo *compliance* dependiendo del rubro de la empresa, como la obligación de contar con un Sistema contra el Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo – Resolución SBS N° 789-2018 y conexas -, el cual incluye el contar con un oficial de cumplimiento, reportar a la Unidad de Inteligencia Financiera (UIF) determinadas operaciones, brindar capacitaciones internas a los trabajadores, mantener determinada información en bases de datos, entre otras.

2.3. Regulación e historia contemporánea de países latinoamericanos en materia social, económica y en cantidad de fusiones y adquisiciones.

Cada nación en el mundo cuenta con su propia regulación y leyes distintas que han ido evolucionando con el pasar del tiempo, lo que ha permitido que cuenten con el sistema con el que funcionan hoy en día. Un punto esencial para los inversionistas extranjeros son las comparaciones entre naciones vecinas, puesto que podrían tener una regulación similar, además de influenciarse las unas con las otras en política, leyes, economía, y así. Las fusiones y adquisiciones son fenómenos globales y, por tanto, es clave el analizar y comparar cómo se regula en el Perú frente a países aledaños (valga recalcar, la región latinoamericana), así como frente a naciones económicamente más desarrolladas, como pueden ser los casos de Estados Unidos y los territorios parte de la Unión Europea.

Para comenzar, vale recalcar parte de la hipótesis del presente trabajo: las fusiones y adquisiciones transnacionales buscan economías que garanticen un ambiente favorable para los negocios y en general para los inversionistas (Bohada y Romero, 2019), algo que históricamente y hasta el día de hoy se puede notar como algo inestable en los distintos países de Latinoamérica y El Caribe. Esto no es de extrañar pues, tal y como se vio y se verá a lo largo del presente trabajo, este tipo de operaciones cuentan con varios procesos tanto manejados tanto entre partes, así como con el Estado y su regulación.

Para Rossi y Volpin (2004), los *M&A* que traspasan un territorio están orientados a naciones con mayor protección hacia los inversionistas, mejores estándares contables y en general todo aquello que genere una mayor prima por pagar. Entonces, como punto de partida, se tiene que los países latinoamericanos, más allá de los motivos que puedan entrar en discusión, parten con la desventaja de no contar con estabilidad en general frente a naciones económicamente más

desarrolladas. Por su parte, distintos autores coinciden en una característica típica de las empresas de esta parte del mundo: el estar compuestas por pocos accionistas (Águila et. al, 2017), lo cual no necesariamente implica algo negativo pues, de esta forma, las decisiones pueden ser tomadas con mayor celeridad y sencillez por el o los accionistas mayoritarios. Entonces bien, se tienen dos mecanismos de gobierno existentes y que determinan qué tan sencillo es tanto el invertir en un país como buscar una operación transnacional con alguna empresa local: aquellos internos, como puede ser la junta directiva, la estructura de la propiedad de la empresa y en general todo aquello que toma las decisiones en esta; y los externos, como lo son el sistema legal y regulatorio, es decir lo que se encuentra en manos de los distintos poderes del Estado y sus organismos y entidades (Denis y McConnell, 2003).

A manera de sintetizar lo anteriormente descrito, Vasco et. al (2014) decidieron realizar un análisis con respecto a los factores que determinan el atractivo que tengan los distintos países Latinoamericanos (e incluyen a Brasil) para inversionistas que buscan tanto invertir como realizar una operación de *M&A* transnacional. Entre las conclusiones más destacadas se tiene que, en primer lugar, la “atracción” que tengan los inversionistas y en general empresas internacionales para apostar por un Estado se encuentra en el tamaño de su economía. En el mismo texto los autores nombrados previamente también concluyen que existen seis aspectos de gobierno corporativo que también influyen en qué tan probable es que los inversionistas extranjeros busquen iniciar un proceso de *M&A* con los distintos países de la región: voz y rendición de cuentas, estabilidad política y ausencia de violencia, efectividad del gobierno, calidad regulativa, estado de derecho, y control de la corrupción⁹³.

En cuanto a datos en general, entre los años 1996 y 2010 Chile fue con diferencia el país que mejores índices alcanzó considerando las mencionadas variables a nivel latinoamericano e incluyendo a Brasil, con lo cual no basta con que la economía de la nación sea grande, sino también transparente y amigable frente a los ojos de los potenciales inversionistas. Por lo tanto, y a manera de introducción, no todo se basa en la regulación per se que exista con respecto a un proceso de fusión y adquisición, sino que dependerá de cómo se vea el país en términos económicos, políticos y sociales, dando como lección que una operación entre empresas tiene en realidad tres aristas: lo que estas decidan en el contrato, la regulación específica aplicable a cada caso (como puede ser el control previo de fusiones y adquisiciones y el reconocimiento

⁹³ Los mencionados autores, como puede verse, usan también los índices de Kaufmann (2010).

de cláusulas extranjeras), y la situación del país en cada una de sus matices (los factores exógenos).

2.3.1. Chile.

Al igual que en el caso peruano, las figuras de origen norteamericano y anglosajón o bien cuentan con figuras similares a nivel local, o bien tienen consecuencias reguladas a partir de lo establecido en las leyes y normativa nacional. El primer caso es el de la cláusula *MAC*, la cual vale recordar son eventos sobrevinientes, impredecibles e irresistibles a las partes que modifican usualmente de forma grave los efectos contractuales a partir de sus prestaciones. En Chile esta se analiza bajo la teoría de la imprevisión, conocida también como la doctrina de la excesiva onerosidad sobreviniente: debido a estos sucesos inesperados y no anticipados, la parte perjudicada podrá solicitar al juez competente que revise o ponga fin al contrato, en caso claro las partes no logren ponerse de acuerdo previamente (Tomarelli, 2019). Empero, la Corte Suprema chilena ha rechazado, en forma general, que se aplique dicha doctrina, mediante la Resolución de la Corte Suprema N° 2651-2008 (casación) al ir en contra del artículo 1545 del Código Civil de Chile⁹⁴ respecto al principio de la fuerza obligatoria de los contratos. Sin embargo, al igual que en el Perú sí se reconoce la figura de la fuerza mayor/caso fortuito, bajo los mismos supuestos, tipificado en el artículo 45 del previamente mencionado cuerpo legal⁹⁵.

Por otro lado, las declaraciones y garantías (de la figura anglosajona descrita y bajo el nombre de *Representations and Warranties*) también se encuentran reguladas con respecto a remedios existentes en caso de alguna falsedad, como la indemnización por perjuicios, ajuste de precio e incluso la resolución del contrato (Barros y Rojas, 2010). Para autores chilenos como Barros y Rojas (2010), así como Recart (2020), funcionan igual que en el sistema *Common Law*: es suficiente el que exista disconformidad entre lo que una parte declara y la realidad para que haya una falsedad en alguna declaración. Asimismo, es necesario que esto cause un daño a la contraparte para que dé nacimiento a una obligación indemnizatoria (Recart, 2020).

⁹⁴ Artículo 1545 del Código Civil de Chile: “Todo contrato legalmente celebrado es una ley para las partes contratantes y no puede ser inválido sino por su consentimiento mutuo o por causas legales”.

⁹⁵ Artículo 45 del Código Civil de Chile: “Se llama fuerza mayor o caso fortuito el imprevisto a que no es posible resistir, como un naufragio, un terremoto, el apresamiento de enemigos, los actos de autoridad ejercidos por un funcionario público, etc.”

Por su parte, quedan otras dos cláusulas típicas de los contratos de *M&A* y las decisiones que la jurisdicción chilena adopta: el *sandbagging* y el *antisandbagging*. Como se vio para el caso peruano, es suficiente con que quien firma a sabiendas de que existe un vicio oculto, no tendrá derecho a reclamar indemnización por las consecuencias que pueda traer, de acuerdo con lo tipificado en los artículos 1314, 1326, 1327 y 1504 del Código Civil Peruano, teniendo una posición claramente de *antisandbagging*. Para el caso chileno, en el código civil nacional se toma una posición muy similar a la peruana en los artículos 1814 y 1858⁹⁶, puesto que la parte que conocía las contingencias al momento de la firma, entonces no podrá ejercer acciones indemnizatorias. Por su parte, y al igual que en el Perú, lo establecido en el código civil es de carácter supletorio, con lo cual las partes son libres de poder pactar en toda documentación perteneciente al proceso de *M&A* una cláusula de *sandbagging*, siendo esto totalmente válido.

Respecto al control previo de concentraciones empresariales, el supuesto es similar al peruano. En primer lugar, se incluyen a las operaciones donde dos o más agentes económicos de distintos grupos empresariales se fusionan, adquieran de la contraparte activos y/o derechos y/o control sobre la otra, o bien se asocien. Luego, también se manejan a partir del establecimiento de umbrales basándose en la suma de las ventas en conjunto de los agentes y que logren superar determinado monto⁹⁷. En caso superen este, la Fiscalía Nacional Económica (FNE, por sus siglas) recibirá la notificación de las partes que desean llevar a cabo la operación, y analizará si continúa o no con la investigación respectiva. El plazo total de dicho análisis puede tardar hasta 220 días hábiles e incluso más, dependiendo de la toma de medidas, consultas y común acuerdo entre las partes⁹⁸. Las sanciones, al igual que en el caso peruano, son multas pecuniarias cuyo monto dependerá de la gravedad de cada infracción.

En cuanto a la regulación sobre el trato a la inversión extranjera frente a la local, Chile es uno de los países pioneros en tener una política positiva frente a esta. Mediante el Decreto N°600 del año 1974, titulado como “Estatuto de la Inversión Extranjera”, se buscó incentivar que la

⁹⁶ Para el caso del artículo 1814, se destaca la importancia de la buena fe del comprador de la siguiente forma:

“(…) El que vendió a sabiendas lo que en el todo o en una parte considerable no existía, resarcirá los perjuicios al comprador de buena fe.”

Asimismo, el artículo 1858 tipifica:

“Son vicios redhibitorios los que reúnen las calidades siguientes:

(…)

3. No haberlos manifestado el vendedor, y ser tales que el comprador haya podido ignorarlos sin negligencia grave de su parte o tales que el comprador no haya podido fácilmente conocerlos en razón de su profesión u oficio.”

⁹⁷ De acuerdo con lo establecido en el artículo 48 del Decreto Ley N° 211 sumado a la Resolución Exenta N° 157 del 2019.

⁹⁸ Son diez (10) días hábiles para declarar completa la notificación, hasta sesenta (60) días hábiles para el análisis de la primera fase, y hasta ciento cincuenta (150) días hábiles para la última etapa, donde la FNE deberá tomar una decisión y/o las medidas que estime conveniente (Garrigues, 2021).

IED llegue a la nación e invite a la misma a sentirse segura (Gallegos, 2016). Entre las medidas más destacadas en dicho decreto, se estableció un mecanismo para poder contratar con el Estado chileno en materia de inversión extranjera, entregando derechos, obligaciones y protección ante cambios unilaterales. Asimismo, le garantizaba al inversionista el poder acceder al mercado cambiario y poder remesar el capital invertido luego de un año de su ingreso. Sumado a esto, se establecieron condiciones comerciales y contractuales que, si bien hoy en día son consideradas como esenciales (contratos ley, libertad de intercambio de divisas, protección contra cambios unilaterales, entre otros), en su momento fueron un gran avance a nivel regional, como se detallará para el caso de las demás naciones.

Así, los contratos ley, un régimen de invariabilidad tributaria, el poder repatriar capital, la posibilidad de acceder al mercado cambiario de manera formal, entre otros (Gallegos, 2016), permitieron que Chile crezca a pasos agigantados y den como resultado que en la actualidad se haya consolidado como una nación destacada de Latinoamérica, como se verá en el presente apartado. Prueba de ello se reflejó en el año 2010 cuando Chile fue admitido como nuevo miembro de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), la cual está conformada por países que representan el 80% del comercio e inversiones mundiales y que, a la fecha (2024), solo con Colombia y México comparte un espacio representando a Latinoamérica^{99 100}. Como consecuencia y obligación de las políticas de dicha entidad internacional, cuenta con una Agencia de Promoción de la Inversión Extranjera, la cual tiene como función promover y atraer el ingreso de capital en general e inversiones foráneas, la cual trabaja con el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo (Gallegos, 2016).

Respecto al país en sí, Chile es un caso de éxito sudamericano de los últimos tiempos. En el año 1970 hubo elecciones presidenciales, de las cuales resultó victorioso el candidato Salvador Allende, del partido Unión Popular (Kornbluh, 2003). Entre las medidas señaladas en su plan de gobierno y ejecutadas a la brevedad, destacaba el expropiar y repartir tierras que eran propiedad de grandes empresas y terratenientes, la nacionalización de la industria, estatización de empresas privadas, así como en general revertir la distribución de los ingresos en el país (Vidales, 1974). Ante estas medidas, las consecuencias fueron bastante graves:

⁹⁹ Información obtenida de la página oficial de la OECD.

¹⁰⁰ Para poder ser parte de la OECD, además de ser un proceso que suele tomar años, se debe de demostrar fehacientemente que el país cumple con estándares mínimos en materia de gobernanza pública, institucionalidad, lucha anticorrupción, transparencia estatal, identificación de barreras de crecimiento y burocráticas, entre otras. Esto de acuerdo con lo que se señala en la propia página web de dicha entidad.

desabastecimiento, mercados negros, alta inflación, gran déficit fiscal, entre otras que, como ejemplo de una de las consecuencias, entre 1971 y 1973 la inflación pasó de ser del 22% al 508% (Cifuentes, 2023). Esto, a su vez y como puede resultar claro, terminó no solo ahuyentando a la inversión extranjera en el país, sino incluso a aquella de origen local. Así, tras haber padecido estos terribles males, hubo un golpe de Estado orquestado por Augusto Pinochet, un militar que terminó gobernando durante diecisiete años de forma ininterrumpida, a partir de la eliminación del sistema democrático. Luego de haber vivido este periodo desde el año 1973 hasta 1990, si bien pueden existir opiniones muy distintas sobre dicho gobierno, lo cierto es que la nación casi que no paró de crecer, habiendo logrado aumentar su PBI en los siguientes veinte años en el rango de entre 2% y 12% anual, con excepción únicamente del año 1999 y 2009 (OECD, 2013)¹⁰¹. Más impactante es aún si se considera que, entre los años 1991 y 2005, la media global fue de 1.4% anual, permitiendo a este país crecer muy por encima de otras naciones con economías similares (Schmidt-Hebbel, 2006). Una de las tantas explicaciones de este gran éxito fue debido a su temprana apertura a las inversiones extranjeras desde el año 1974, mediante la entrada en vigor del Decreto Ley 600¹⁰², el cual también incluyó la reducción de tarifas aduaneras. Los resultados fueron visibles: entre 1974 y 1980 (fecha en la que se redactó la nueva y vigente constitución chilena, la cual ha sufrido algunos cambios), el valor acumulado de la inversión extranjera directa paso de 355 a 960 millones de dólares, significando un aumento de más del 170% en poco más de cinco años (Lahera, 1981). De igual manera y como forma de ver el constante crecimiento, las inversiones extranjeras aumentaron constantemente incluso en la década de los noventas, salvo por una caída entre los años 2000 y 2003, para luego llegar a un total de treinta mil millones de dólares en el año 2013 (curiosamente, Perú también alcanzó un récord ese mismo año).

Por otro lado, y al igual que en muchos países de la región, Chile cuenta con importantes recursos naturales, entre las que destaca la minería que, sumado a la entrada de capital extranjero, permitieron el aumento de las exportaciones (Schmidt-Hebbel, 2006), con lo cual no basta con tener sectores importantes económicamente, sino saber usarlos. Un claro contraste frente a Perú, por ejemplo, es en lo que respecta a la minería en los últimos años: de acuerdo con Julio Velarde, actual presidente del BCRP, la inversión minera en el año 2023 cayó un

¹⁰¹ Este crecimiento, esencialmente, se logró a partir de las políticas implementadas por la junta militar que gobernó entre 1973 y 1990: apertura de la economía al libre mercado, baja intervención del Estado en los mercados (incluyendo los sueldos), y en general todas las medidas económicas planteadas por los *Chicago Boys*, un grupo de economistas chilenos cuya política era la de dar más libertad al mercado (Ledezma, 1998).

¹⁰² Titulada “Estatuto de la Inversión Extranjera”.

18% y, para el presente 2024, lo haría otro 7.7% (Herrera, 2023), principalmente debido a la falta de nuevos proyectos. Cabe añadir también que, a su vez, la caída también se debe a los conflictos sociales que acaecen en el sur del Perú, ante el rechazo constante contra la minería formal y política actual del país. Por su lado, en Chile para el presente 2024 se estima que seis nuevos proyectos mineros iniciarán solo en la región de Antofagasta (Bnamericas, 2023). A su vez, se ve que este sector minero en la nación sureña cuenta con bastantes oportunidades de crecimiento, incluso si a nivel internacional se siguen contando con problemas (Guajardo, 2024). Para el año 2018, se calcula que el Perú tenía un presupuesto de exploración de US\$ 610 millones y Chile de US\$ 576 millones; para el 2022, el primero se calcula fue de US\$ 533 millones, mientras que para el segundo de US\$ 713 millones, demostrando que nuevamente la nación sureña ha logrado mantener bajo el riesgo y abierta la invitación a la IED (Quinde, 2023). Asimismo, hasta hace unos años (entre el 2010 y 2014) el país quedó en el puesto 15 a nivel mundial del ranking realizado por el *Economist Intelligence Unit* sobre mejores ambientes para realizar negocios, superando a países como Irlanda, Francia, Perú (puesto 45) y Colombia (puesto 51).

Por otro lado, una vez se logró salir de la dictadura en el año 1990, Chile pudo mejorar su situación en tres planos fundamentales: el económico, social y político. El primero ocurrió ya que, gracias al modelo y medidas económicas tomadas durante el gobierno militar de Pinochet, se pudo lograr un crecimiento sostenible en el tiempo, mientras que los otros dos se lograron a partir de la vuelta a la democracia. Si bien el gobierno de Patricio Aylwin (entre los años 1990 y 1994) estableció distintas medidas para buscar compensar a las víctimas de la dictadura, en lo económico se dio continuidad a lo ya impuesto: una economía abierta a la inversión, a las exportaciones, el crecimiento del sector privado y la disminución de la intervención del Estado (Biblioteca Nacional de Chile, 2009). Previamente, se modificó la Constitución de 1980 nueve años después, solamente tocando temas en cuanto a las facultades presidenciales¹⁰³, y así el camino exitoso logrado por los cambios económicos se mantuvo a flote. Al día de hoy, independientemente del modelo económico y político que pueda seguir el vigente gobierno, la democracia en Chile sigue existiendo, sin que haya mediado coerción ni amenazas en alguno de los periodos posteriores a la época de Pinochet.

¹⁰³ El no haber modificado en lo absoluto la Constitución en materia de inversión extranjera fue, probablemente, la mejor decisión, ya que permitió mantener la estabilidad y buena reputación del Estado chileno en dicha materia.

Sobre la inflación, contrario a lo que podría pensarse a partir de la información presentada, fue un problema persistente en este país durante mucho tiempo. Durante la década del setenta, la inflación llegó a su pico más alto, específicamente en el año 1973 (justo cuando ocurrió el golpe militar), alcanzando la cifra del 600%, para luego ir disminuyendo progresivamente. Esto se debió a la subordinación existente de la política monetaria a las necesidades fiscales de la época, cuando el fisco tenía mayores gastos que ingresos y ordenaba al Banco Central (Rodríguez, 2021).

Sin embargo, hasta fines de los años ochenta el porcentaje de inflación no bajó de los dos dígitos, oscilando en dicha década entre el 10% y 25%, un monto relativamente alto para los estándares de hoy en día, pero, curiosamente, bajo si es comparado con el Perú, Argentina y Colombia (Ochoa y Martínez, 2005) en el mismo periodo. A pesar de esto, desde inicios de la mencionada década el promedio de inflación en Chile fue menor al del promedio latinoamericano, sobre todo a partir de los últimos años de la dictadura (Ha et. al, 2019). Como medida consagradoria, en el año 1989 el Banco Central de Chile logró su independencia, lo que tuvo como resultado que, además de la alta confianza que tenían los inversionistas en el país debido a la apertura explicada, desde mediados de la década de los noventas la inflación pasó a ser de un dígito, y logrando que posteriormente oscile en un valor promedio de entre el 2% y 4% (De Gregorio, 2005). El Perú lograría también darle independencia al Banco Central a partir de la Constitución del año 1993, Colombia mediante el respectivo cuerpo legal dos años antes (Parra, 2022), a diferencia del caso argentino y venezolano (Ocampo, 2024) que, en la práctica, sigue pendiente de ser ejecutado.

En cuanto al tipo de cambio, entre los años 1990 y 2019 el valor del peso chileno por dólar osciló entre los 292.46 hasta los 776.53¹⁰⁴, respectivamente. Por lo tanto, su moneda ha sufrido una devaluación progresiva, sin ninguna época en la cual su valor se haya salido del rango, lo cual determina que, si bien su cuantía se ha depreciado en más de un 265%, al haber sido esto progresivo en un periodo de casi treinta años no ha generado mayor desconfianza. Desde el año 2000 hasta el 2019, la variación entre el menor y mayor pico fue de 145%, un valor muy parecido al del sol peruano en el mismo periodo, el que fue de 139%, como se detalló en su momento.

¹⁰⁴ De acuerdo con los datos del Banco Central de Chile, los cuales pueden encontrarse en su página web.

Sobre la pobreza, al ser Chile un país dentro de la región latinoamericana no es de extrañar que se trate de un problema persistente. En el año 1990, la cantidad de pobres equivalía al 68% de la población, una cifra bastante alta que pone en tela de juicio la relación que podría considerarse inversa de esta frente a la atracción de inversión privada. Sin embargo, con el tiempo esta se ha reducido enormemente, siendo de 36% en el año 2000, pasando a 22.4% para el 2011 con 8.1% considera extrema, a 11.7% y 3.5% para el 2015, respectivamente (PNUD, 2018). Para el año 2019, la pobreza alcanzó el porcentaje de 10.7%, inferior al 15.4% del caso peruano (NU CEPAL, 2021).

Con respecto a la corrupción, utilizando como base los datos de la agencia Transparencia Internacional respecto al Índice de Percepción de Corrupción (IPC), Chile en el 2012 tuvo un puntaje de 72 puntos, lo cual le dio el primer puesto a nivel. En el 2015 bajó a 70 puntos y, en el 2019, alcanzó los 67, lo cual le permitió lograr estar dentro de los treinta países menos corruptos en el mundo, superando a naciones como España, Italia y empatar con Estados Unidos de América, y a nivel latinoamericano solo detrás de Uruguay. Se trata, por tanto, de un país ejemplo con respecto a la transparencia y eficiencia de sus instituciones públicas.

En cuanto a lo que corresponde a violencia y crímenes, a nivel regional la situación chilena es también bastante positiva. De acuerdo con el *Global Peace Index* del año 2021, junto con Uruguay son los únicos dos países de Latinoamérica que, en su totalidad, son considerados seguros, incluso por sobre Estados Unidos e igualando a varias naciones de la Unión Europea. Para la Organización Mundial del Turismo, si bien los datos no son tan positivos, Chile junto con Uruguay y Argentina son los países menos peligrosos de la región, aunque no se acerque mucho a sus pares europeos (*World Tourism Organization*, 2020). De todas formas, es una buena señal para los ojos de otras naciones, sobre todo con respecto a lo que es invertir o realizar actividades de turismo en una región potencialmente riesgosa en este ámbito social, como lo es Latinoamérica.

Luego de lo revisado en los párrafos precedentes, se procederá a detallar la óptima relación de Chile frente a la cantidad de fusiones y adquisiciones generadas por IED. Entre los años 1990 y 2014, el valor acumulado de estas operaciones en esta nación fue de US\$ 166,759.4 millones, solo superado por países como Argentina (US\$ 200,817.4 millones), México (US\$ 429,496.3 millones) y Brasil (US\$ 940,951.8), de acuerdo con sendos informes del Banco Mundial,

CEPAL y *Thomas Reuters*¹⁰⁵. Sin embargo, es por lejos el caso más grande de toda la región centro y sudamericana, al considerar la diferencia en cuanto a territorio y cantidad de poblacional que existe entre Chile con los mencionados países, al comparar un poco menos de 18 millones de habitantes contra 42.669 millones, 120.335 millones, y 202.763 millones, respectivamente, de acuerdo con los datos del Banco Mundial. Con esto puede verificarse el éxito de la nación frente a sus naciones vecinas: su temprana apertura a capitales extranjeros, transparencia, y la estabilidad política, económica, social y financiera.

Ahora bien, de acuerdo con los indicadores de gobierno corporativo establecidos y narrados previamente y de autoría de Kaufmann, entre los años 1996 y 2010 Chile fue el Estado con los mejores resultados, al punto de superar al promedio de países de la OECD (entiéndase economías más desarrolladas como Estados Unidos, Canadá, España, Francia, entre otras) con respecto a la calidad regulatoria y control de la corrupción. Evidentemente, superó en todos los indicadores al promedio latinoamericano (Vasco et. al, 2014).

Analizando a las operaciones de *M&A* suscitadas en Chile en los últimos años, es importante diferenciar dos variables: la cantidad y los montos. Así, desde el año 2012 hasta el 2016, la cantidad de operaciones ha disminuido constantemente, pasando de 213 a 126, respectivamente. Empero, el monto total por año deja otra impresión pues, en los años 2013 y 2015, el volumen en dólares estadounidenses osciló entre los US\$ 10.834 y US\$ 10.150 millones, respectivamente, mas en el 2016, habiéndose generado menos operaciones, fue de US\$ 17.963 millones, de acuerdo con un estudio realizado entre Dealogic y PricewaterhouseCoopers (PricewaterhouseCoopers y Dealogic, 2017). Por su parte, y de acuerdo con un estudio tomando datos de Thomson Reuters, entre los años 2014 y 2015 se habría alcanzado el pico de mayor cantidad de volumen, pero un fuerte declive en la cantidad de operaciones, hasta tener un relativamente constante aumento de estas hasta el año 2019 (PricewaterhouseCoopers et. al, 2020). Esto trae a colación lo visto en el caso peruano: en cuanto al valor de las operaciones mucho depende de la naturaleza de estas: si son *inbound*, *outbond* o aquellas entre sociedades domiciliadas en el país.

Sin embargo, desde el 2019, es decir un año antes de la pandemia, las operaciones de *M&A* en Chile ya estaban comenzando a disminuir, con un 18% menos frente al año anterior

¹⁰⁵ Informes realizados por agencias internacionales como el Banco Mundial (2017), el CEPAL (2017) y Thomson Reuters (2016)

(PricewaterhouseCoopers et. al, 2020). Sumado a esto, el estallido social ocurrido en octubre de dicho año agitó al sector político y social, a partir de las protestas contra el gobierno, instituciones y corrupción (Morales, 2020). Posteriormente, la pandemia afectó a todo el mundo y con especial daño a Latinoamérica, un subcontinente donde la informalidad, la corrupción y la pobreza es más común que frente a naciones con economías más desarrolladas. Esto se vio reflejado en la menor cantidad de transacciones completadas durante el primer trimestre en comparación con el año 2019, habiendo un 58% menos operaciones, la tercera mayor caída luego de Colombia (71%) y Argentina (70%), bajo la misma comparación (Deloitte, 2020a). Evidentemente, se trató de un golpe que afectó a todo lo relacionado con la inversión y crecimiento en las distintas naciones, pero mientras se tomen las medidas necesarias y se busque retornar a la línea de crecimiento a partir de lo establecido por el Estado, el sector privado buscará reorganizarse, ya sea a través de comprar o vender la empresa para evitar la liquidación, eliminación de puestos de trabajo, paralización de actividades, entre otras alternativas. Así es como en el año 2021, Chile fue el segundo país de la región con mayor cantidad de *M&A*, siguiendo la lógica detallada previamente sobre la importancia histórica dentro de los factores exógenos (Acevedo, 2022). Así, queda evidenciada cómo la historia contemporánea de un país permite que se logre sobrellevar cualquier otro factor ajeno a la regulación que pueda aparecer, en este caso una pandemia.

Por su parte, es importante considerar, como se señaló, los últimos problemas acaecidos hasta hace algunos años atrás, como las protestas ocurridas unos meses antes del inicio de la pandemia del Sars-Cov-2, y la opción del cambio de constitución (que, finalmente, fracasó en sus dos intentos). La devaluación del peso chileno, entre octubre del año 2019 y del 2022, fue de un 32.57%, de acuerdo con la Base de Datos Estadísticos del Banco Central. Por su parte, se suman dentro del mencionado periodo las distintas crisis internacionales como la guerra entre Ucrania y Rusia, la apreciación del dólar, la crisis europea del gas, entre otras. Así, otra conclusión por rescatar es la importancia de todo lo que rodea al sector privado en un país: las medidas gubernamentales, la transparencia de las instituciones, la claridad de las leyes y regulaciones, la historia contemporánea y cómo se ha tratado a la IED, entre otras, más allá de los cambios a nivel político que puedan ocurrir.

En síntesis, Chile es una nación que en los últimos cincuenta años ha podido consolidarse como un estandarte en materia de inversiones extranjeras directas, a partir de reformas a nivel normativo y el tener un nivel sociopolítico y económico estable. Como consecuencia se ha

logrado posicionarse como un país seguro y que incentiva a que siga llegando inversión hasta el día de hoy, a pesar de su tamaño en comparación con sus vecinos.

2.3.2. Colombia.

En el derecho colombiano, con respecto a la regulación a nivel local de la cláusula *MAC*, se cuentan con dos figuras con características similares: la condición resolutoria tácita, por un lado, y la teoría de la imprevisión, por el otro. En el primer caso, tanto el Código Civil Colombiano¹⁰⁶ como el Código de Comercio¹⁰⁷ consagran la posibilidad de que una de las partes, en el caso de contratos bilaterales, pueda pedir la resolución de este cuando la contraparte no cumpla con sus obligaciones, o bien exigir que la obligación se haga efectiva y, en cualquier caso, pedir la respectiva indemnización. Ahora bien, la similitud radica en la posibilidad, al igual que la cláusula *MAC*, de poder resolver el contrato, ya sea por común acuerdo a partir del incumplimiento total o parcial, o bien en sede judicial, en caso haya disconformidad o se pretenda reclamar alguna indemnización. Sin embargo, lo usual es que los supuestos que podrían calificar como de fuerza mayor se pacten directamente y de forma específica en el contrato, dependiendo de cada caso. Como ejemplos de sucesos adversos e imprevisibles se tienen huelgas, condiciones climáticas, daños realizados por terceros ajenos a las partes, fenómenos naturales, entre otros. Esto lo que permite es que una de las partes, en caso ocurra alguno de estos sucesos, y de haberse podido conocer antes de celebrar el contrato, el acuerdo hubiese sido distinto o directamente no hubiese habido contrato (Osorio y Acosta, 2018).

Empero, la ley colombiana sí reconoce la posibilidad de que puedan ocurrir estos hechos imprevisibles durante la ejecución de los contratos bajo la teoría de la imprevisión. Sin embargo, también es importante entender su aplicación frente a la cláusula *MAC*, y es que la posibilidad de revisar las obligaciones contractuales (o en general de todo lo pactado) ocurre únicamente en aquellos negocios de tracto sucesivo, es decir de prestaciones continuas. En cambio, para el caso de una fusión, se trata de una aplicación dentro de lo que dure toda la

¹⁰⁶ “Artículo 1546: En los contratos bilaterales va envuelta la condición resolutoria en caso de no cumplirse por uno de los contratantes lo pactado.”

Pero en tal caso podrá el otro contratante pedir a su arbitrio, o la resolución o el cumplimiento del contrato con indemnización de perjuicios.

¹⁰⁷ “Artículo 870: En los contratos bilaterales, en caso de mora de una de las partes, podrá la otra pedir su resolución o terminación, con indemnización de perjuicios compensatorios, o hacer efectiva su obligación, con indemnización de los perjuicios moratorios.”

operación en su conjunto, pues una vez esta se perfeccione (se cierre), cada parte correrá con su propio riesgo. Es decir, se trata de una regulación casi igual a la peruana e incluso la chilena. Respecto a su reconocimiento, la misma se encuentra tipificada en el artículo 868 del Código de Comercio Colombiano¹⁰⁸. Ahora bien, otra diferenciación clara se encuentra en la regulación, pues para el caso colombiano la teoría de la imprevisión está regulada en el ordenamiento jurídico, mientras que la cláusula *MAC* se debe a la voluntad de las partes, así como el requisito de no ir en contra de algún mandato imperativo.

Por otro lado, la legislación colombiana, tal y como en la peruana y la chilena, no regula explícitamente las cláusulas de *sandbagging* ni *antisandbagging*. Empero, teniendo como base la libre autonomía de las partes para poder contratar como mejor lo consideren, no existe disposición alguna que limite la estipulación de estas en un contrato, lo cual incluye a todo lo que se pueda pactar durante un proceso de *M&A*. Aunque en el Código Civil Colombiano sí se hace una excepción cuando hay una actuación dolosa, verbigracia, para el caso de una condonación¹⁰⁹, no se aplica más allá de dicho supuesto. Esto termina planteando un problema adicional a los jueces en caso deban resolver sobre la aplicación o no de estas cláusulas en un contrato de *M&A*, con lo cual se deberá proceder con un análisis interpretativo, motivo por el cual en esta legislación sí es conveniente regular si se aplicará una cláusula *sandbagging* o no. De hecho, en años recientes en arbitrajes y casos judiciales en dicha nación se han admitido las cláusulas pro *sandbagging*, así como el derecho de los compradores a ser indemnizados en, por ejemplo, contratos de compra de acciones, al ir en contra de las declaraciones y garantías establecidas por el vendedor (Montealegre y Pineda, 2021).

Respecto al control de concentraciones empresariales, Colombia también cuenta con su propia regulación controlada por la Superintendencia de Industria y Comercio (SIC, por sus siglas), teniendo como base legal a la Ley N° 1340 del año 2009. Asimismo, en la propia constitución de dicha nación se resalta la importancia de los límites del bien común¹¹⁰ versus la libertad de las partes para hacer negocio. La importancia de este control llega al punto que, en el año 2012,

¹⁰⁸ “Artículo 868: Cuando circunstancias, extraordinarias, imprevistas o imprevisibles, posteriores a la celebración de un contrato de ejecución sucesiva, periódica o diferida, alteren o agraven la prestación de futuro cumplimiento a cargo de una de las partes, en grado tal que le resulte excesivamente onerosa, podrá pedir su revisión.

El juez procederá a examinar las circunstancias que hayan alterado las bases del contrato y ordenará, si ello es posible, los reajustes que la equidad indique; en caso contrario, el juez decretará la terminación del contrato.

Esta regla no se aplicará a los contratos aleatorios ni a los de ejecución instantánea.”

¹⁰⁹ “Artículo 1522: El pacto de no pedir más en razón de una cuenta aprobada, no vale en cuanto al dolo contenido en ella, si no se ha condonado expresamente. La condonación del dolo futuro no vale.”

¹¹⁰ “Artículo 333: La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común (...) La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones.”

Colombia suscribió la Declaración de Lima junto a Chile y Perú, con la finalidad de que se instaure un foro de discusión con respecto al fortalecimiento, cooperación y conexión entre las respectivas autoridades de la competencia (Serrano, 2017). Sobre el proceso en sí, es importante considerar que el control previo de fusiones se realizará en caso exista la posibilidad de que una empresa influya directa o indirectamente en la política de la otra, la iniciación o terminación de esta, así como variar su objeto social. En este caso, el uso de umbrales se divide en dos supuestos: subjetivo, cuando el comprador realice las mismas actividades económicas que la *target* o se encuentren en la misma cadena de valor; y objetivo, si en conjunto entre el comprador y la *target*, en el año anterior a la operación, tienen activos o ingresos operacionales superiores al monto anual determinado por la autoridad, ya sea en forma individual o conjunta (Garrigues, 2021). Por tanto, los umbrales anteriores determinados por la entidad a cargo son la base para poder analizar si se prohíbe o no la potencial operación.

Por su parte, la notificación también es importante y cuenta con dos posibilidades, dependiendo de la cuota de participación de mercado que tengan entre ambas sociedades: cuando es menor al 20%, se realizará a través del trámite de la notificación, mientras que de superarlo deberá realizarse por una pre evaluación. En el segundo caso, la fase 1 tiene una duración de treinta (30) días hábiles, así como tres (03) meses calendario para la fase 2, cuando la autoridad considera que se debe de realizar un estudio más profundo y elaborado. Esta se realiza, similar al caso peruano y parcialmente al chileno, antes de que la operación se concrete.

Con respecto a la duración total del proceso, este se divide de la siguiente forma: para la notificación, la SIC tiene diez (10) días hábiles para acusar recibo, sumado con los plazos aclarados previamente por cada fase, dando un total de hasta tres meses (03) con cuarenta (40) días hábiles desde que se le notifica la intención de realizar una operación de *M&A*. Además, en caso no se cumpla con lo estipulado, las partes podrán ser sancionadas por cada infracción cometida. El término para el caso en el que no se informe directamente sobre la operación es conocido como *gun jumping*, lo cual va contra lo establecido en el artículo 9 de la Ley N° 1340 del 2009¹¹¹, o bien cuando se integran antes de recibir el visto bueno para perfeccionar la operación (Acevedo, 2017).

¹¹¹ “Artículo 9: Las empresas que se dediquen a la misma actividad económica o participen en la misma cadena de valor, y que cumplan con las siguientes condiciones, estarán obligadas a informar a la Superintendencia de Industria y Comercio sobre las operaciones que proyecten llevar a cabo para efectos de fusionarse, consolidarse, adquirir el control o integrarse cualquiera sea la forma jurídica de la operación proyectada (...).”

Frente al caso de Chile, en Colombia la verdadera apertura económica dio inicio recién en la década de los noventa, específicamente en el año 1991 mediante la Ley 9 (Prieto, 2014). En esta se detallan políticas del tipo internacional para adoptar regímenes cambiarios, tenencia libre de dólares en el país, libre ingreso y egreso de divisas extranjeras, el régimen de las inversiones y activos en el exterior, entre otros. Su finalidad, como indica su artículo 2, es el buscar que la economía del país se expanda internacionalmente, para así poder aumentar la competitividad en los mercados externos. Ahora bien, a pesar de que en el año 1967 mediante el Decreto Ley N° 444 se promulgó la regulación de cambios a nivel internacional y de comercio exterior, como se verá en el presente capítulo, la historia de Colombia desincentivó a que haya IED hasta recién los últimos treinta años. Por este motivo, es que justamente debieron proponerse políticas que buscasen atraer capital extranjero, así como retenerlo, con la finalidad de poder crecer y mostrarse como un destino seguro para las inversiones. En la actualidad se encuentra en la constitución política colombiana la igualdad de trato lo que, sumado a que esta nación pertenezca a la OECD junto con Chile, la sujeta al respeto de determinados estándares básicos para poder mantener al mínimo las restricciones y control de las inversiones privadas. En cuanto a la situación general de Colombia, desde hace más de cincuenta años el país ha padecido por distintos males, muchos de ellos casi permanentes. Desde problemas sociales y políticos debido al grupo terrorista Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC, por sus siglas), pasando por muchos periodos inflacionarios, de baja inversión extranjera a nivel nacional, altos niveles de pobreza y desigualdad social, al punto de ser la violencia el eje estructural de las relaciones políticas (Uribe, 1995). Así define Uribe la situación de la convivencia existente entre la política y la violencia armada vivida durante la década de los setenta, ochenta y noventa de la siguiente manera:

Lo que habría que anotar es que, pese a estas guerras y violencias continuadas, no se logró imponer definitivamente un partido sobre el otro y lo que hoy se llama “empate catastrófico” entre guerrillas y gobierno se puede extender al pasado. (Uribe, 1995, p. 6)

La referencia va en doble sentido: el primero es por la fragmentación social en Colombia, debido a un tema histórico, ya que se trata de una nación multiétnica; el segundo, por los tormentos generados por las FARC y el narcotráfico, males que han azotado al país desde hace muchos años.

Ahora bien, con respecto a la inversión y tomando en cuenta lo relatado, la violencia y constante lucha colombiana contra grupos paramilitares, el narcotráfico y otros factores característicos de los países latinoamericanos como las desigualdades sociales, corrupción y poca credibilidad en entidades gubernamentales, definitivamente impactaron enormemente en la inversión extranjera. Así, y de acuerdo con informes del Departamento de Cambios Internacionales y otro sobre la Balanza de Pagos del Banco de la República, entre los años 1978 y 1995 en ningún año la inversión extranjera llegó a superar los US\$ 2,000 millones de dólares. Empero, cabe acotar que, en otras naciones latinoamericanas, entre dichos años la situación tampoco fue considerablemente mejor. En el Perú, y de acuerdo con los datos provistos por el Banco Central de Reserva del Perú, recién desde el año 1994 se logró superar también dicho tope, teniendo años donde la IED fue incluso negativa. En el caso argentino fue igual, ya que la década de los ochentas fue bastante negativa (como se verá) y recién en los noventas logró crecer a pasos agigantados (Kulfas et. al, 2002). Como dato no menor, en el mismo informe del Departamento de Cambios Internacionales y otro sobre la Balanza de Pagos del Banco de la República se detalla que entre los años 1981 y 1993 el sector petrolero y minero representaron más del 60% de la inversión por año, con lo cual se está ante una nación que depende enormemente de sus recursos naturales explotados por capital extranjero, permitiéndole crecer a nivel económico.

Complementando el párrafo anterior, la inversión extranjera tiene una explicación a nivel político, y es que en el año 1967 entró en vigencia el Decreto Ley N° 444, el cual restringía la entrada de capitales, debido a que se apostaba por un modelo de sustitución de importaciones¹¹². Asimismo, se consideraba que la IED atentaba contra la soberanía del país y generaba monopolios¹¹³. La situación fue más grave considerando que hasta el año 1987, mediante el Decreto N° 1265, la restricción recién se levantó, así como la obligatoria previa autorización por parte de una entidad gubernamental si un extranjero deseaba invertir, sumado a la limitación de los sectores en los cuales podían entrar, previa autorización estatal para la venta de acciones, entre otros. Esto, como es evidente, terminó dando una mala impresión a los

¹¹² Entre los años 1966 y 1970, el presidente colombiano en ese entonces Carlos Lleras Restrepo decidió que el país apueste por este modelo, conocido también como Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI) (Amézquita-Zárate, 2010). Sobre este, se trata de una medida que buscaba proteger a la nación respectiva contra problemas económicos internacionales, así como incentivar la producción nacional, a partir del bloqueo de productos manufacturados (sector terciario) para que el país crezca mediante la producción de dichos bienes sustituidos y no importados. La base se encuentra en las industrias a nivel local (Naranjo, 2020).

¹¹³ Esto de acuerdo con muchos autores de distintas épocas, como Hommes et. al (1994) y Urrutia (1996). Esto fue descubierto por Garavito et. al (2012), a quienes se incluye en la bibliografía del presente trabajo.

inversionistas extranjeros con respecto a invertir en Colombia (Garavito et. al, 2012), sin incluir los otros problemas relatados de la época, en especial la violencia armada y el narcotráfico.

Finalmente, en el año 1987 se adoptó la Decisión 220 del Acuerdo de Cartagena, con la finalidad de poder recibir más inversión desde el exterior, tomando medidas como el tratamiento igualitario a la inversión foránea, el poder registrar la empresa con capital extranjero, la autorización de transferencia de todo monto al exterior, el poder reinvertir las ganancias, entre otras. Los resultados fueron visibles pues, en primer lugar, a partir de ese año la distribución sectorial de inversión extranjera (en cuanto a la inversión en explotación de petróleo) cambió mucho, pasando de representar más del 90% en 1987 a poco menos de 10% para 1995, solo retomando un aumento a partir del año 2001, pero no al nivel previo a las restricciones legales de inversión. El sector que más creció fue el de los servicios financieros y empresariales (como se vio en el caso peruano de la década pasada), lo cual por la propia naturaleza de estos significaron un masivo ingreso de dólares para el bien de la nación, siendo Estados Unidos y España los países que más invirtieron entre los años 1993 y 2004¹¹⁴ (Garavito et. al, 2012).

Ahora bien, al igual que en el Perú sobre todo en los últimos años, la fragmentación ha sido muy grande en cuanto a creencias de un determinado espectro político, económico y social. Para empezar, en el año 1957 se acuerda a nivel político el Pacto de Sitges, mediante el cual los partidos llamados tradicionales acordaron el mantener un sistema de alternancia en el poder entre los años 1958 y 1974, limitando a que partidos considerados de izquierda pudiesen postular (Rodríguez, 2022). Este hecho tuvo bastante influencia en la creación de grupos guerrilleros revolucionarios, el más conocido son las FARC, los cuales, al tener políticamente una posición revolucionaria y radical de orientación comunista, terminó generando más rechazo aún tanto a nivel social como político, siendo considerado el enemigo interno, tanto por sus actos como por sus pensamientos (Rodríguez, 2022). Esto, junto con lo anteriormente descrito con respecto a la permanente violencia debido al narcotráfico y en general a grupos guerrilleros, ha causado que los políticos busquen utilizar esta herramienta para obtener votos bajo la excusa de intentar finalizar esta guerra interna como si todo dependiese de eso, lo cual ha creado una enorme desconfianza política durante la historia del país (Theologica Xaveriana, 2002).

¹¹⁴ El autor obtiene los datos mencionados del Banco de la República.

Debido a todos los problemas que ha padecido Colombia, tanto a nivel político como de inversión, no es de extrañar que la inflación también haya sido un asunto recurrente. Sumado a esto, desde finales de la década de los sesentas se adoptó un sistema popularmente conocido como el Gota a Gota, mediante la Ley N° 444/67, con la cual se realizaba un control medido y diario del tipo de cambio. Lamentablemente, el tener una tasa de cambio fija sobre valora la real, esto generaba el aumento de la inflación, pues encarecía el valor de los bienes (Pérez, 1999). Asimismo, dicha ley contaba con cuestionables medidas como, por ejemplo, controlar en forma general todas las operaciones de cambio del exterior (artículo 2), la conversión automática de divisas extranjeras al tipo de cambio del Banco de la República (artículo 4), el requerimiento previo para negociar con divisas extranjeras (artículo 14), entre otras.

Tomando en consideración lo anterior, y sumado a la limitada inversión extranjera permitida y medidas políticas que tomaba el gobierno, no es de extrañar que la inflación entre los años 1983 y 1988 oscilase entre el 9.4% y 36.7% en distintos sectores como alimentos, vivienda, salud, educación, entre otros (Lora et. al, 1989). Asimismo, al inicio de la década de los noventas, la inflación superaba el 30% pero, el problema fue que, a comparación de otros países sudamericanos como Chile y Perú, para comienzos de 1998 la inflación seguía teniendo dos dígitos como en toda esa década, al ser de 17.7%, debido a un enorme aumento de gastos a partir de la promulgación de la Constitución del año 1991. Con la promulgación de esta se crearon organismos como la corte constitucional que, si bien es una pieza clave para la sociedad hasta el día de hoy, el desembolso incurrido no permitió disminuir a un dígito el nivel inflacionario al generar un aumento en el gasto público (Coyuntura Económica, 1998). Asimismo, con la promulgación de la Carta Magna colombiana del año 1991 se incluyeron principios como la libertad económica e igualdad de trato entre inversionistas nacionales y extranjeros, con la finalidad de poder fortalecer el sistema democrático, sumado a otras reformas en materia de comercio exterior, régimen cambiario, nuevas políticas de inversión extranjera, entre otros. Otra de estas modificaciones fue la derogación del artículo 58 de la Constitución, el cual contemplaba la posibilidad de expropiar por parte del Estado sin la obligación de indemnizar (Ramírez, 2011). Como dato comparativo, en la Constitución peruana de 1979, y de acuerdo con el artículo 124 y 125 de la misma, el Estado podía expropiar bajo el concepto de interés social, lo cual fue eliminado ya que, para la redacción de la nueva y vigente Carta Magna de 1993, la comisión a cargo detalló cómo el uso de este concepto sustentó la expropiación de invasores del tipo privados (Mejorada, 2014). Es importante

destacar este punto ya que, justamente, sin la existencia del concepto de propiedad privada no pueden haber de ninguna forma garantías para cualquier tipo de inversión privada.

En los últimos años la inflación tampoco ha sido óptima si es comparada con los países latinoamericanos previamente revisados: entre los años 2010 y 2016, la misma pasó de ser poco más de 2% a 9%, de acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y el Banco de la República. Sin embargo, hasta el año 2019, esta se encontraba en 4%, un número bajo y que permitió, durante ese momento, mantener al país estable económicamente.

En cuanto al tipo de cambio del peso colombiano frente al dólar, recién a partir del año 1991 con la independencia del Banco Central del Gobierno, los valores pudieron fluctuar acorde al comportamiento del mercado, es decir la oferta y la demanda de los consumidores. De acuerdo con el informe histórico de la Tasa Representativa del Mercado (TRM) del Banco de la República de Colombia, para diciembre de 1991 el tipo de cambio era de \$ 620.62 por dólar. Para fines de 1992, era de \$ 737.98, y así sucesivamente casi que se volvió un patrón constante la devaluación de esta moneda frente a su par norteamericano. En el año 2001, ésta ya tenía un valor de \$ 2,229.18, mas nueve años después, y luego de una constante baja, alcanzó la cifra de \$ 2,044.23, lo cual convertía al peso colombiano en una moneda estable durante dicha década. En el 2014 su valor casi no había cambiado, al ser el mismo de \$ 1,926.83, para luego depreciar su valor cuatro años después a \$ 2,984 y, finalmente, terminar el año 2019 con un valor de \$ 3,277.14. Esto implica que, analizando el periodo 1991 al 2019, el peso colombiano tuvo una depreciación del 480.8%, a pesar de la gran estabilidad que tuvo entre los años 2005 y 2015.

Por su parte, es importante considerar los factores previamente descritos antes de pasar a analizar la evolución de la pobreza en Colombia: histórica alta inflación y depreciación de la moneda local, políticas que giran en torno a la violencia y el narcotráfico, históricas restricciones al libre ingreso de capital extranjero, entre otros. Así, para inicios del presente siglo, el porcentaje de pobres equivalía a más del 50% de todos los ciudadanos, teniendo como bases informes de la Misión para el Empalme de las Series de Empleo, Pobreza y Desigualdad (MESEP) y al Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)¹¹⁵. Con el pasar

¹¹⁵ Recopilación realizada por Juan Mendiña (2022) en su tesis titulada “Evolución de la pobreza monetaria en Colombia: Un análisis de descomposiciones”, señalado en la bibliografía al final del trabajo.

de los años, este nivel ha disminuido constantemente, calificando como pobres para el año 2008 aproximadamente al 40% de los colombianos, y para el 2013 un 30% y, para el 2018, el 27%. Para el caso de la pobreza extrema, para el año 2018 esta era de 17.4%, lo cual sigue siendo un número relativamente alto al ser un problema que afecta casi a uno de cada cinco colombianos. Comparando los números con las dos naciones antes descritas, el nivel sigue siendo relativamente alto, con lo cual es considerado un problema que no termina de arreglarse con el pasar de las décadas.

Sobre la corrupción, no solo se trata de un problema latente que cada nuevo gobierno ha buscado combatir, sino que se ha agravado durante los últimos años. Así, el Índice de Percepción de la Corrupción (IPC) ha oscilado entre 36 y 37 puntos¹¹⁶ entre los años 2012 y 2019, de acuerdo con el estudio realizado por Transparencia Internacional, con lo cual, si bien el nivel es ligeramente mejor al de Perú, es notablemente más bajo que el de Chile y Uruguay, denotando que se trata de un problema latente a la fecha. Podría considerarse que el nivel de corrupción en Colombia está dentro del promedio de un país latinoamericano, algo a tener en cuenta para el posterior análisis del presente trabajo.

Asimismo, el caso de la violencia y criminalidad en este país es importante a ser considerado debido a la historia con las guerrillas previamente explicada. De acuerdo a los datos del *Global Peace Index* para el año 2021, los tres países más peligrosos de la región fueron Colombia, Brasil y Venezuela. Debido a que el caso de esta última nación era algo que se podía esperar, y siendo Brasil una de las economías más grandes del mundo de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y por su alto PBI, lamentablemente Colombia cuenta con esta desventaja frente a los ojos de los inversionistas y quienes busquen crecer a nivel societario. Más grave aún es la situación de este país de acuerdo con la Agencia Internacional del Turismo, quien sitúa a dicha nación como el segundo más peligroso de la región, solo por detrás de Venezuela (*World Tourism Organization, 2020*), motivo por el cual se comprende que la situación histórica de violencia y crímenes todavía persistan a la fecha.

Pasando al tema de las fusiones y adquisiciones en Colombia durante los últimos años, en el 2014 esta nación tuvo uno de los rendimientos más bajos en la región en lo que respecta al monto total, siendo aproximadamente de US\$ 5000 millones de dólares, detrás de naciones como Perú (US\$ 12000 millones, aproximadamente) y Chile (US\$ 30000 millones,

¹¹⁶ Los puntos van desde cero a cien, siendo el primero el peor calificado y el segundo la mejor calificación posible.

aproximadamente). Empero, sí tuvo mayor cantidad de acuerdos que estas dos naciones, lo que significa que muchas fueron operaciones entre empresas nacionales, de acuerdo con el informe de Mercado de Fusiones y Adquisiciones para Latinoamérica 2014 de Deloitte. Durante el tercer trimestre del siguiente año, representó el 7% de todas las operaciones de este tipo a nivel Latinoamérica y Brasil, estando cinco puntos por detrás de Chile y uno por encima de Perú (Deloitte, 2015a). Fue en el año 2017 cuando se agravó la crisis con respecto a las fusiones y adquisiciones, pues con un movimiento ligeramente superior a los US\$ 5000 millones, pasó a representar el 6% del total de operaciones en la región, dos y tres puntos por detrás de Perú y Chile, respectivamente (Deloitte, 2018b). Al año siguiente, tampoco hubo mayor mejora frente a otras naciones vecinas, al haber quedado nuevamente un punto por detrás de Perú y cinco detrás de Chile, lo que finalmente termina destacando a este último país y su enorme crecimiento. Sin embargo, para finales del 2019 (segundo y tercer trimestre), superó a nuestro país en cantidad de acuerdos, incluso a Argentina, la cual en los últimos años comenzó a caer en cuanto a cantidad y montos a nivel latinoamericano. Un punto negativo de Colombia en materia de fusiones y operaciones de adquisiciones es que, a diferencia de otras naciones durante los años 2018 y 2019, un porcentaje menor representaron las operaciones provenientes de inversionistas extranjeros (operaciones *inbound*), representando entre el 17% y 25% del total, mientras que para el caso peruano osciló entre el 40% y 55% en ese mismo periodo, y en Chile entre el 56% y 63%, respectivamente (Deloitte, 2019a). Esto lo que permite es el ingreso de mayores flujos extranjeros, es decir dólares y empresas con una mayor capacidad adquisitiva de compra, con lo cual es una buena señal y representa crecimiento. Por lo tanto, Colombia es una nación que ha padecido distintos males recurrentes hasta la fecha como la pobreza, violencia e inflación frente a otras naciones latinoamericanas, pero ha logrado también tener un panorama más positivo a partir de la mayor cantidad de inversión extranjera.

Al igual que todas las naciones a nivel mundial, este país fue afectado por la pandemia del Sars-Cov-2 a inicios del año 2020. Durante este mismo año, los casos de dicha enfermedad aumentaron casi constantemente, contando con dos picos en agosto y diciembre (Díaz-Pinzón, 2021). De esta forma, al igual que en todos los países de la región y la mayoría a nivel mundial, la paralización social trajo consigo una fuerte desaceleración con respecto al movimiento de la economía de la nación, generando desempleo y, ergo, mayor pobreza. Un mes antes de la llegada del virus a Colombia, en febrero del 2020 y de acuerdo con un informe de Deloitte, se proyectaba un crecimiento económico gracias al armisticio entre el gobierno y las FARC luego de décadas de conflicto, así como un aumento de los procesos de *M&A* gracias a la

privatización de compañías estatales. Con la reducción del déficit fiscal, los inversionistas comenzaron a ver a esta nación con mejores ojos (Deloitte, 2020b), a pesar de las protestas que hubo en el país unos meses antes del inicio de la pandemia. Por su parte, en el primer trimestre del 2020, ante la ya anunciada crisis sanitaria a nivel global, Colombia solo había logrado completar cinco *M&A* provenientes de inversores extranjeros, frente a las 17 durante el mismo periodo tan solo un año antes (Deloitte, 2020a). Los efectos a nivel económico no se hicieron esperar, puesto que, a inicios del mencionado año, un dólar equivalía a \$ 3,277.14, de acuerdo con la Serie Histórica de TRM realizada por el Banco de la República, y para inicios del año 2022 y hasta la fecha (2024), pasó a ser de \$ 3,981.16, una consecuencia directa de la menor inversión extranjera en el país, así como de una menor cantidad de negocios en general.

En líneas generales, durante el año 2020 el PBI cayó un 6.8% comparado con el año anterior (EY, 2021), lo cual generó en los inversionistas el efecto ya exployado en las dos naciones previamente revisadas (Perú y Chile): la estrategia de buscar alianzas con los competidores, lo cual era prioritario para el 88% de los ejecutivos, de acuerdo con el mismo informe de EY. La situación se agravó más en el segundo trimestre del año 2022, a partir de una crisis política electoral generada debido a que, al igual que en muchos países latinoamericanos desde el 2019 en adelante, las elecciones se vieron polarizadas por los espectros políticos de izquierda y derecha, ambos siendo vistos a un nivel superlativo. Así, en el 2022, Colombia tuvo unas elecciones siguiendo el descrito patrón latinoamericano, dando como ganador al candidato de izquierda y ex guerrillero, Gustavo Petro, levantando el miedo tanto de los inversionistas nacionales como extranjeros. Y los efectos no se hicieron esperar: A partir de mayo de ese año, el peso ya se había devaluado bastante frente a periodos anteriores, teniendo un valor de casi \$ 4,000 por dólar, de acuerdo con los datos históricos del Banco de la República de Colombia. Luego de la segunda vuelta, para noviembre este alcanzó una cifra récord en los últimos tiempos, al depreciarse en \$ 1,000 pesos más por cada dólar, de acuerdo con la Serie Histórica de TRM realizada por el Banco de la República, lo cual es un fuerte indicador de cómo la política y la especulación juegan un rol clave para los inversionistas. Y es que, de hecho, para el presente país ya se describió previamente las consecuencias de la limitación de la inversión extranjera, así como el control en el tipo de cambio y la forma en cómo enfrenta una nación a grupos guerrilleros.

En síntesis, Colombia es un país que ha padecido muchos problemas con respecto a la forma en cómo los inversionistas extranjeros la han visto desde hace más de cincuenta años. Empero, desde finales de la década de los ochentas ha mejorado el panorama en general, si bien

manteniendo problemas como la pobreza, la corrupción, la inflación y la devaluación de su moneda. Empero, justo cuando estaba logrando crecer a fines de la década pasada, la crisis sanitaria, las medidas tomadas debido a esta y una controversial elección presidencial han frenado, al menos temporalmente, su mejora.

2.3.3. Argentina.

En cuanto a la regulación de cláusulas utilizadas en los procesos de *M&A*, en este caso aquellas analizadas en el capítulo anterior, Argentina no es la excepción en la región con respecto a la falta de su regulación específica, aunque cuenta con figuras similares.

Así, el caso fortuito se encuentra definido en el artículo 514 del Código Civil de la Nación Argentina, como aquel que no ha podido preverse o, que previsto, era inevitable¹¹⁷, así como sendas menciones en el Código Civil y Comercial del mismo país. Ahora bien, en el señalado cuerpo legal, en los artículos 955, 1203, 1371 y 1730 se utiliza el disyuntivo “o” para señalar caso fortuito o fuerza mayor, algo similar a lo que ocurre en otras legislaciones latinoamericanas, como es el caso del artículo 1730¹¹⁸. Por lo tanto, sí se reconoce a estas figuras, a pesar de la ausencia explícita de determinada regulación para la cláusula *MAC*.

Lo mismo sucede para las cláusulas de *earn out*, *sandbagging* o *antisandbagging* y garantías: si bien no se encuentran reguladas, esto no implica que sus aplicaciones se encuentren prohibidas, debido a que la libertad de las partes prevalece y se tiene al Código Civil y Comercial como supletorio a esta.

Sobre lo que es el control previo de fusiones y adquisiciones en Argentina, es importante detallar que este existe desde el año 1999¹¹⁹, con lo cual tiene bastante tiempo operando como para poder analizar los resultados que ha generado, así como su funcionamiento. Al igual que en las naciones aledañas, tiene un carácter preventivo (*ex ante*), y también cuenta con la finalidad de prevenir posibles conductas anticompetitivas (Romero et. al, 2020). Así, la evaluación de las operaciones puede tener uno de los siguientes resultados: autorización, subordinación al cumplimiento de condiciones, o denegación de la autorización, de acuerdo

¹¹⁷ “Caso fortuito es el que no ha podido preverse, o que previsto, no ha podido evitarse”

¹¹⁸ Artículo 1730 del Código Civil y Comercial Argentino: “Se considera caso fortuito o fuerza mayor al hecho que no ha podido ser previsto o que, habiendo sido previsto, no ha podido ser evitado. El caso fortuito o fuerza mayor exime de responsabilidad, excepto disposición en contrario. Este Código emplea los términos “caso fortuito” y “fuerza mayor” como sinónimos.”

¹¹⁹ A partir de la sanción de la Ley N° 25.156 de Defensa de la Competencia (DLC).

con lo establecido en el artículo 14 de la Ley N° 27442 – Ley de Defensa de la Competencia. De igual manera, una vez se ingresa la solicitud por parte de las empresas para poder realizar la operación en cuestión, la ley establece un plazo máximo de 45 días hábiles para poder decidir, aplazable hasta por 120 días hábiles adicionales en caso la autoridad considere que la operación podría afectar gravemente a la competencia dentro de un determinado mercado, ya sea distorsionándola o restringiéndola directamente. Para completar la similitud con las naciones vecinas, también existen umbrales establecidos por ley, que solo en caso sean superados, existe la obligación de las partes involucradas en la operación de notificar a la entidad a cargo. Con respecto a la cantidad de procesos analizados por esta entidad estatal, entre los años 1999 y 2019 hubo un total de 1,310 operaciones que tuvieron que ser notificadas a la autoridad, de las cuales 1,217 fueron autorizadas, 27 condicionadas, 62 subordinadas y solo 4 denegadas (Romero et. al, 2020). Es decir que la autoridad esencialmente se dedicó a permitir estas operaciones, o bien condicionando o subordinándolas a determinados requisitos.

Entonces bien, así como se tiene a una autoridad que, de forma general, no ha frenado este tipo de operaciones, sí existe una preocupación con respecto a la duración promedio que tiene cada uno de estos procesos, el cual es de 478 días, o bien cerca de un año y cuatro meses (Romero et. al, 2020). Peor aún si se ve el cambio histórico, ya que en el año 2000 era de solo 113 días en promedio, mientras que en el 2016 llegó a ser de 1,113 días en promedio (es decir más de tres años solo para aprobar o no una operación), para luego en el 2019 volver a tomar aproximadamente 113 días. Esto denota un claro problema con respecto a la celeridad de la entidad, además de ser un enorme desincentivo para las empresas que, por ejemplo, buscan salir rápidamente de una crisis, a pesar de que la tasa de aprobación sea bastante alta. De acuerdo con la OECD, en el año 2014 la duración de este trámite en Chile tenía un tiempo de análisis aproximado de 114 días calendario, es decir unos cuatro meses (OECD, 2014), mientras que en Brasil tenía una duración máxima de 330 días o, caso contrario, la operación quedaba aprobada de forma automática. Aún más gravoso es, viendo los datos y dentro del periodo analizado (1999 – 2019), la cantidad de operaciones anuales no ha variado mucho, salvo por un puñado de años. La media, de acuerdo con los datos analizados por Romero y otros, han sido de unos sesenta casos anuales (2020), siendo la mayoría operaciones de carácter horizontal, es decir compra o fusión de la competencia directa. Por ende, si bien es cierto en Argentina la autoridad suele ser permisiva con respecto a las operaciones de *M&A* en lo que respecta a la competencia, se tiene un evidente problema en cuanto al tiempo que se toma para resolver estos casos, al menos comparado con países como Chile y Brasil.

Al igual que en la gran mayoría de naciones latinoamericanas, los años noventa para Argentina fueron claves para la captación de IED. Durante dicha década, y bajo la presidencia de Carlos Menem, las reformas estatales buscaron la apertura comercial y financiera del país, así como la privatización de distintas empresas estatales, lo cual permitió un gran flujo de inversiones (Sommer, 2013). Como ejemplos se tienen políticas que promovían la igualdad de trato entre inversionistas nacionales y extranjeros (mismos derechos constitucionales), la autorización para poder invertir sin tener que contar con tanta burocracia estatal con respecto a la autorización de esta, y la posibilidad de repatriar sus utilidades en cualquier momento (Sommer, 2013).

En cuanto a la situación general de Argentina en los últimos cincuenta años, haciendo énfasis en los últimos treinta, el saldo ha sido, en su mayoría, negativo en muchos aspectos. Es importante considerar que esta nación, entre mediados y finales del siglo XIX, fue el país más rico del mundo en términos de PBI per cápita (Anderson, 2018), lo cual auguraba un próspero siglo XX. Sin embargo, distintos factores tanto internos como externos terminaron mermando lo que pudo ser una nación modelo a nivel económico, social y político.

En primer lugar, con respecto a la inversión, Argentina ha tenido una gran ventaja frente a sus vecinos gracias a su amplio sector agropecuario y ganadero, debido a su geografía y extensión, lo cual ha terminado siendo su principal actividad económica y fuente de producción, así como de exportaciones (Ortiz y Puppo, 2020). Si bien se trata de un mercado importante a nivel global, la falta de diversificación termina jugando en contra del crecimiento, considerando que, a partir de la mitad del siglo XIX, las naciones más desarrolladas económicamente comenzaron a optar por la industrialización y adaptarse a los tiempos modernos. De igual manera, tomando como referencia desde la década de los cincuenta del siglo pasado, la inversión en general comenzó a crecer hasta fines de los años setenta, para luego comenzar a caer y posteriormente levantarse nuevamente en los noventa, de acuerdo con datos de la serie de Arklems (Galarza y Lucci, 2018).

A partir de la década de los noventa, la inversión extranjera directa creció casi de forma constante durante la presidencia de Carlos Menem la cual, si bien tuvo aciertos que permitieron abrir la economía y regularizar el tipo cambiario, fue uno de los factores que terminó

desembocando en la crisis del año 2001¹²⁰. En este último año, la inversión extranjera directa alcanzó cifras incluso menores a las de diez años atrás. Con relación a los años siguientes hasta el 2019, salvo entre los años 2008 y 2009 debido a la crisis internacional, hubo un crecimiento constantemente. Asimismo, el ingreso de IED desde el 2011 en adelante ha tenido un comportamiento variable pero que, en líneas generales, permite mostrar que la inversión extranjera ha estado en caída hasta el 2016 (Vismara, 2019). Por ende, a diferencia de algunas naciones vecinas, la primera parte de la década pasada estuvo llena de incertidumbre para los inversores y quienes deseaban hacer negocios en esta nación.

Sobre la política, en Argentina existe una polarización muy fuerte desde hace más de setenta años: el peronismo contra el antiperonismo. Se trata de algo que, hasta el día de hoy, se repite. Verbigracia, antes de la presidencia del penúltimo gobernador del país, Alberto Fernández, estuvo a cargo de la nación Mauricio Macri quien, al haber ganado por un ajustado margen al declarado peronista Daniel Scioli, tuvo un gobierno débil a nivel institucional (De Riz, 2017). La debacle es y ha sido fuerte a nivel histórico, considerando que, durante los años cuarenta, apareció el peronismo, para luego ser prohibido a partir de 1955, tras una sucesión de gobiernos de carácter militar y civil, lo cual finalmente terminaría en el año 1983 con el retorno del sistema democrático (Falappa y Andrenacci, 2009). Lamentablemente, esta politización a través de los años no ha permitido construir una nación que apunte al mismo rumbo con respecto a políticas sociales y económicas, como se verá más adelante. La debacle es, y se mantiene a la fecha, acerca de las políticas frente a ciudadanos con menos ingresos económicos, teniendo como prejuicio que todo lo que sea apoyar a las clases menos favorecidas es contrario a las políticas de apertura y libertad económica (bajos impuestos, menos subsidios, menos planes sociales, no apoyar a los sindicatos), siendo el peronismo supuestamente quien prioriza lo social (Falappa y Andrenacci, 2009). Empero, y como resultado, en los últimos treinta años ha quedado claro que, sin importar la posición política, la nación siempre termina con alguna crisis económica y financiera. Por ejemplo, en la década de los noventa, Carlos Menem (de corte, inicialmente, peronista, y luego totalmente opuesto priorizando la economía y la apertura del mercado teniendo como meta la baja inflación) tuvo una buena década, salvo por los últimos años que terminaron desencadenando en el 2001 una de las mayores crisis que vivió el país (Falappa y Andrenacci, 2009). Entre sus medidas claves para cautivar a capitales extranjeros,

¹²⁰ De acuerdo con Cortés (2003), el principal problema se debió a la gran cantidad de deuda que se había generado durante la década de los noventa, a partir de la búsqueda de impulsar la economía a nivel nacional, sumado a la falaz convertibilidad de un peso por un dólar.

aplicó el Plan de Convertibilidad, mediante el cual se estableció que un peso argentino sería equivalente a un dólar, privatizaciones, la adhesión al Consenso de Washington¹²¹, sistema de jubilación privado, entre otros.

De igual forma, primero Néstor Kirchner (entre los años 2003 y 2007) y luego Cristina Fernández de Kirchner gobernaron entre los años 2003 y 2015, periodo en el cual, si bien es cierto la economía argentina creció a pasos agigantados tras haber tocado fondo en el 2001-2002, la inflación fue un factor constantemente creciente y abiertamente menospreciado por estos gobiernos (Trombetta, 2012). Asimismo, y como apoyo para la hipótesis del presente trabajo, gran parte de la bonanza económica se debió gracias al alza del valor de los *commodities* entre los años 2003 y 2012 (Ocampo, 2015), un factor ajeno a cualquier tipo de regulación en materia de *M&A*. En este caso, el bien que más le permitió crecer a Argentina fue la venta al exterior de soja y maíz, generando un superávit económico en el país que permitió dar tranquilidad a los potenciales inversores, teniendo en cuenta que, hasta el año 2002, la situación en el país fue crítica (Montero y Janghun, 2014). Posteriormente, durante el gobierno de Mauricio Macri entre los años 2015 y 2019, la nación se endeudó nuevamente con el Fondo Monetario Internacional, generándose aún más inflación (Grimson, 2018), al buscar el mandatario reactivar la economía. Esta situación se agravó con el siguiente gobierno que duró entre los años 2019 y 2023 presidido por Alberto Fernández, logrando así cerrar el año 2023 con la mayor inflación a nivel mundial (Jofré, 2024)¹²².

Ahora bien, los problemas que más han sido latentes en Argentina en los últimos cincuenta años y hasta la fecha son, así, la inflación y la depreciación de su moneda. Entre los años 1975 y finales de 1989, la variación interanual de precios al consumidor fue como mínimo del 100%, alcanzando un máximo de 500%¹²³. Casi al igual que Perú, en 1989 se alcanzó el pico, con una variación de precios promedio de 3079%, sumado con una devaluación histórica de la moneda local frente al dólar de 4771%, al punto que se tuvo que cambiar dos veces la moneda local en dos años (en 1983 el peso pey por el peso argentino, y en el año 1985 fue reemplazado por el austral). Es importante considerar que gran parte de estos problemas se debieron no solo

¹²¹ Se trata de ideales políticos para que distintos países que deseen adherirse apliquen, con la finalidad de tener una mejor disciplina fiscal, control del gasto público, liberalización financiera, tipos de cambio competitivos, liberalización del comercio y de la inversión extranjera directa, privatizaciones, desregularizaciones, así como derechos de propiedad (Martínez y Soto, 2012).

¹²² Información provista por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

¹²³ De acuerdo con informes de la UEPE CAC en base a Indec., recopilados por la Unidad de Estudios y Proyectos Especiales de la Cámara Argentina de Comercio y Servicios, julio de 2018.

a factores externos como la crisis de deuda a nivel latinoamericano, sino además al gran endeudamiento de la nación que coincidió con la subida de precios del petróleo, por lo que algunos países beneficiados buscaron invertir en naciones subdesarrolladas, verbigracia, a través de préstamos con una tasa reducida (Ortiz y Puppo, 2020). Asimismo, cabe considerar el gobierno dictatorial militar de la década de los setentas, el cual tuvo como base económica el crecimiento a partir del endeudamiento, y que reemplazó al modelo de sustitución de importaciones por el de industrialización. Lamentablemente, en la búsqueda de la preservación de la nueva moneda (austral) por parte del Banco Central de la República Argentina, creció la gran deuda que mantenía a nivel internacional con otras naciones y el Fondo Monetario Internacional (FMI, por sus siglas), desembocando en el año 1989 con una hiperinflación.

Por su parte, a partir del año 1990, gracias a distintas medidas gestionadas por el entonces presidente Carlos Menem, como el Plan de Convertibilidad¹²⁴, se logró disminuir enormemente la inflación en su primer gobierno (hasta 1994), al punto que, en su siguiente mandato inmediato, llegó a ser del 0%, algo histórico para Argentina a partir de lo visto. Sin embargo, con el pasar del tiempo un problema latente comenzó a crecer: el endeudamiento externo público y privado, lo que generó un fuerte déficit comercial para finales de la década y terminó siendo una de las razones que generaron la crisis de los años 2001 y 2002, que disparó la inflación del 0% al 40% en tan solo un año. Peor aún, entre préstamos al FMI para pagar otras deudas vencidas y la generación de nuevas, la credibilidad de la nación fue desapareciendo a nivel internacional, con lo que se generó una fuga de capitales que terminó ocasionando fuertes problemas bancarios y respecto a las reservas internacionales del país (Ortiz y Puppo, 2020). Luego de sendas medidas, y con el inicio del gobierno de Néstor Kirchner, finalmente pudo (por unos pocos años) reducirse la inflación. Esto hasta que, a partir del año 2006, y debido a la continua expansión económica y el ascenso entre la correlación entre la tasa de crecimiento del PBI y la tasa de inflación anual, esta última osciló desde el año 2007 al 2011 entre un 10% y 30% anualmente. Se trata de un rango alto comparado a las otras naciones latinoamericanas analizadas previamente durante el mismo periodo (Trombetta, 2012). Esto se debió,

¹²⁴ Este giraba en torno a tres ejes de acción: el primero era el establecimiento de una paridad cambiaria fija entre el peso y el dólar, así como exigirle al Banco Central el respaldo total de la moneda. Asimismo, la apertura económica del sector privado, lo cual permitió elevar la inversión extranjera directa y que ingrese más dinero desde el exterior, así como invertirlo y permitir la nación en su conjunto crezca económicamente. Finalmente, programas de privatizaciones de empresas públicas, con la finalidad de fortalecer el punto anterior (Ortiz y Puppo, 2020).

principalmente, al gran aumento del gasto público generado por el gobierno de dicha época (García, 2011).

Para el año 2018, tras haber oscilado entre gobiernos peronistas y antiperonistas, la inflación continuó aumentando y siendo un problema, llegando a alcanzar para diciembre del mencionado año un porcentaje de 48%, de acuerdo con el Análisis Económico del BBVA *RESEARCH* del primer trimestre del año 2019 (Dal Bianco et. al, 2019). Por su parte, la devaluación del peso argentino frente al dólar creció cada año más ya que, de acuerdo a Google Finance, en el año 2003 2.93 pesos argentinos equivalían a un dólar (oficial) y, para finales del año 2019, este valor pasó a ser de 59.72, con lo cual sufrió una depreciación del 2038.22%. Para fines del año 2023 (y antes del ingreso del nuevo presidente Javier Milei), el tipo de cambio oficial alcanzó los 400 pesos por dólar, de acuerdo con información del Banco Central de la República Argentina.

Asimismo, cabe notar dos detalles: el primero, si la devaluación es necesariamente algo negativo, pues existen razones para hacerlo sobre la moneda local como lo son la búsqueda de competitividad en las exportaciones y el financiamiento del gasto público. Empero, esto también genera consecuencias negativas, como lo son la pérdida del poder adquisitivo, así como la disminución del valor real de la deuda (Ortiz y Puppo, 2020). Por su parte, históricamente la devaluación hecha en el año 2002 permitió que Argentina fuese un atractivo destino para el mercado internacional gracias a que se abarataron costos, por ejemplo, con la exportación de materias primas. Sin embargo, y de acuerdo con tanto Ortiz como Puppo (2020), la devaluación sí generó inflación en el país, puesto que las actividades económicas que más se desarrollan a nivel local son las inclinadas a la agroexportación. Por tanto, ante cambios a nivel internacional en la demanda, el mercado local terminará siendo afectado debido a una moneda con poco valor y disminuyendo la capacidad adquisitiva de los ciudadanos. Asimismo, la constante devaluación no genera confianza a los argentinos, motivo por el cual el ampararse en una moneda fuerte como el dólar es un salvavidas¹²⁵.

¹²⁵ Se ha escrito bastante sobre la idea de ampararse en el dólar frente a una moneda tan inestable como el peso argentino, mediante distintos textos y a lo largo de la historia contemporánea. Entre distintos ejemplos se tiene a el texto titulado “Una propuesta de Dolarización para Argentina” de Steve Hanke y Kurt Schuler del año 1999, “Una propuesta de reforma monetaria para Argentina: dolarización flexible y banca libre” de Nicolás Cachanosky y Adrián Ravier del año 2015, “Plan de dolarización para Argentina” también de Steve Hanke y Kurt Schuler, del año 2023, “Economía política y política económica de la crisis argentina: ¿hacia la dolarización plena?” de Guillermo Arévalo Luna y Guillermo Arévalo Lizarazo del año 2023, entre otros.

Por su parte, la dolarización fue una de las principales propuestas de campaña del actual presidente de Argentina, Javier Milei.

Sobre la pobreza, esta tuvo un fuerte aumento desde el año 1994 hasta el 2002, pasando de representar el 26.9% de la población al 65.5%, respectivamente (Gasparini et. al, 2019). Es decir, coincidió con una etapa de crecimiento económico, pero con un alto desempleo y finalizó con la crisis ya exployada en los párrafos anteriores, llegando a niveles muy por encima de muchos de sus pares latinoamericanos para inicios del siglo. Ahora bien, a partir de este último año hasta el 2014, la reducción fue casi constante gracias al crecimiento económico argentino parte de nuevas medidas políticas, exportaciones y políticas sociales, pero a costa de un aumento de la inflación, motivo por el cual entre el 2014 y el 2018 el porcentaje de pobres osciló entre el 25.5% y 32%. Se trata de una cifra que, nuevamente, comparada a naciones como Chile y Perú es relativamente elevada, sobre todo frente al primer caso. Es importante considerar, asimismo, cómo el nivel de mejoría fue de más a menos, ya que entre los años 2004 y 2007 se redujo la pobreza en un 18.1%, mientras que del 2011 al 2014 se logró solo en un 6.5% (Venturi, 2019), principalmente debido a la creciente inflación. Por lo tanto, con respecto a este punto y hasta antes del año 2020, Argentina seguía siendo una nación con un problema relativamente persistente en cuanto a la pobreza, a pesar de haber logrado salir de lo que fueron los primeros años de este siglo. Como dato adicional, para finales del año 2023 la situación se tornó aún más crítica, debido a que el porcentaje de personas catalogadas como pobres en el país llegó a alcanzar al 41.7% de la población, un valor bastante alto incluso a nivel latinoamericano (Giménez, 2024).

En cuanto a los niveles de corrupción, de acuerdo con el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional medido para el año 2019, Argentina se situaba en el puesto 96 de 180 países, es decir ligeramente mejor que Perú, un poco más abajo que Colombia, pero notablemente inferior al caso de Chile. En el año 2021 alcanzó los 38 puntos, es decir que empeoró en comparación con respecto a los años anteriores, donde logró alcanzar los 40 puntos (2019). Posiblemente se debió al manejo gubernamental durante la pandemia del Sars-Cov-2. Para el año 2023, la situación seguía casi igual, de acuerdo con el informe anual de Transparencia Internacional, bajando hasta los 37 puntos. Es importante destacar que un país con problemas inflacionarios constantes y con un nivel alto de corrupción puede ser muy peligroso para la población, ya que no solo aumentan los precios, sino que, además, los servicios ofrecidos por empresas corruptas son pocas veces corregidos (Díez y Torija, 2016).

En cuanto a lo que es la violencia y criminalidad, los datos son, de hecho, relativamente alentadores frente a otras naciones de la región. De acuerdo con los datos del *Global Peace Index* del año 2023, Argentina se encontraba entre las naciones con un nivel de paz medio-

superior, al mismo nivel que Chile y Uruguay, siendo estas tres naciones las que cuentan con las mejores calificaciones a nivel latinoamericano. Por ende, la seguridad, al menos a nivel nacional, no es un problema mayor comparado a otros Estados de la región. Esta última afirmación debe de ser tomada considerando que se trata de Latinoamérica, un subcontinente peligroso si es comparado con naciones económicamente más desarrolladas.

Por otro lado, en lo que respecta a los procesos de *M&A* en los últimos años, a pesar de haber padecido una constante inflación con el pasar del tiempo, así como la devaluación de su moneda y aumento en el nivel de pobreza, Argentina no ha tenido un mal desempeño. Históricamente, la década de los noventa fue para esta nación el inicio de una reapertura e invitación a la inversión privada tanto local como extranjera, a partir de las decisiones tomadas por el entonces presidente Carlos Menem. A través de la Ley 23.696/89 conocida como Reforma del Estado, las privatizaciones de las empresas estatales generaron bastante revuelo, económicamente hablando (Kulfas, 2001). Por ejemplo, en el artículo 8 de la mencionada Ley, se detalla el inicio del procedimiento para iniciar con la privatización total o parcial o liquidación de empresas y establecimientos pertenecientes en su totalidad o en parte al Estado. Algo, en cierta manera, extraño en una región como Latinoamérica, donde las expropiaciones han sido la figura más representativa de la intervención estatal en las empresas privadas. Lamentablemente, como se explayó, la crisis de finales del siglo pasado e inicios del presente terminó por desincentivar en parte a quienes deseaban invertir en Argentina. Ahora bien, pasando a un análisis más reciente, iniciando en el año 2014, este país ocupó el quinto puesto en el ranking realizado por Deloitte, según monto agregado de transacciones, dando la sorpresa de encontrarse por detrás de naciones notablemente más pequeñas (tanto en el sentido geográfico como poblacional) como Perú y Chile (2015b). Se realizaron 45 transacciones por adquisiciones de corporaciones de este país, por una suma total de US\$ 10.9 mil millones (más del doble que el año precedente, donde se alcanzó la cifra de US\$ 5.1 mil millones). Durante el primer trimestre del siguiente año (Deloitte, 2015c), solo ocupó el 5% de todas las operaciones de Latinoamérica y Brasil, muy por detrás de, por ejemplo, Colombia, con 9%, y siendo el 68% del capital de origen argentino frente a las naciones que la superan en el ranking, cuyo porcentaje de operaciones *inbound* oscilan entre el 20% y 46%. Dos años después, durante el primer trimestre del 2017, Argentina representó el 10% del total de operaciones, algo que, si bien puede parecer positivo, continuó teniendo un nivel muy alto de compras con capital originario de esta nación (86%), algo nuevamente superior a la de otros países. Por su parte, en el mismo informe de Deloitte se detalla algo interesante: el PBI nominal de este país era de US\$ 619 mil millones, muy por

encima de Chile (US\$ 265 mil millones) y Perú (US\$ 215 mil millones)¹²⁶, quienes ocuparon el 14% y 11% del total de operaciones en la región, respectivamente. Asimismo, tuvieron un menor porcentaje de operaciones *inbound*, lo que da un indicio de cómo el clima político y sobre todo económico afecta por sobre el tamaño de la economía a la decisión de los inversionistas extranjeros al momento de apostar por una nación (Deloitte, 2017).

Durante el tercer trimestre del 2018, a un año exactamente antes de las elecciones presidenciales donde se impondría en primera vuelta el candidato peronista Alberto Fernández, hubo una enorme mejoría para Argentina frente a los países vecinos. Esto debido a que, de acuerdo con el informe detallado de Deloitte del mismo año, no solo superó a Perú y Colombia al ocupar el 11% de las transacciones latinoamericanas frente al 7% de las otras dos naciones, sino que las inversiones cuyo origen era local disminuyeron frente a los años anteriores, pasando a representar el 29% del total (Deloitte, 2018a). Con esto se proyectaba un importante crecimiento y mejora frente a los periodos anteriores. Un año después, durante el tercer trimestre del 2019, el PBI nominal argentino era de US\$ 434 mil millones, lo cual implica una notable reducción frente al valor alcanzado dos años atrás, mientras que Perú y Chile incrementaron este notablemente (a US\$ 234.5 mil millones y US\$ 311.3 mil millones, respectivamente), y Colombia se mantuvo prácticamente sin cambios (Deloitte, 2019b). Esto se debió, probablemente, debido a la especulación surgida por época de elecciones, así como la disminución en operaciones de *M&A*, representando ahora solo el 7% del total de operaciones latinoamericanas. Por lo tanto, hasta el año 2019 las fusiones y adquisiciones en este país, sobre todo dando énfasis en la inversión extranjera, nunca llegaron a consolidarse frente a, verbigracia, naciones como Chile, ni si quiera el poder superar constantemente al Perú, el cual contaba con un PBI nominal notablemente menor.

Sobre lo que respecta a la pandemia del Sars-Cov-2, es importante entender primero el contexto en el que se encontraba Argentina a puertas de esta. De acuerdo con el informe de Deloitte de febrero del año 2020 titulado *Future of the deal: Winds of change for M&A deals in Latin America. February 2020*, la nación se encontraba sumida en una fuerte crisis financiera con tasas inflacionarias de 51.4%, así como una devaluación monetaria y tasa de interés del 55%. Por ende, y de acuerdo con expertos, la nación se encontraba al borde de la insolvencia, a partir de una gran cantidad de deudas externas, tomando como medidas el aumento de impuestos y

¹²⁶ Se cita en el informe de Deloitte en la parte inferior del cuadro comparativo lo siguiente: *The Economist Intelligence Unit based on each country's available information for 2016*.

congelamiento del gasto. Ahora bien, el año 2020 en resumen significó para Argentina lo mismo que para todo el mundo: una caída en la economía (CEPAL, 2021). Esto muestra que la nación ya venía en caída libre desde hacía años atrás, bajo algunos problemas recurrentes e históricos exployados como lo son la inflación y la devaluación monetaria, sumado a una caída del PBI aproximadamente en un 10.5% y el tener que negociar con el FMI con respecto a préstamos solicitados a ellos en el pasado. Peor aún, el gobierno, con la finalidad de retener el capital privado que salía del país, decidió limitar aún más el acceso de los argentinos a los doscientos dólares mensuales que tienen de libre disponibilidad para cambiar en el banco (Radio Mitre, 2023), generando no solo una mayor desconfianza frente a los ojos de los inversionistas, sino además ampliando la brecha entre el dólar oficial y el paralelo (CEPAL, 2021). Otros índices preocupantes y afectados debido a la pandemia, al igual que en el resto de las naciones latinoamericanas, fue el aumento en la tasa de desempleo y la contracción de la actividad económica.

Respecto a la cantidad de fusiones y adquisiciones en los siguientes dos años, el número de transacciones en el primer semestre del año 2021 fue superior al del mismo rango de tiempo exactamente un año atrás, lo cual es lógico puesto que la economía y el mercado volvieron a abrirse. Sin embargo, no pudo regresar a los valores del año 2019, donde la cantidad de acuerdos superaron con creces a los del 2021, así como en los valores de estos (aproximadamente 62 versus 32 acuerdos, por casi 2,800 millones de dólares versus menos de 500 millones de dólares, respectivamente), de acuerdo con el Informe de Fusiones y Adquisiciones de PwC de octubre del 2021. Empero, a nivel latinoamericano quedó empatado con Chile en el cuarto puesto representando cada uno el 5% del total de operaciones, siendo superados por Brasil (68%), México (8%), y Colombia (6%), de acuerdo a lo señalado en el mencionado informe. Durante el año 2023, en Argentina se produjeron 89 operaciones entre fusiones y adquisiciones las cuales, si bien superan las 84 del año 2022 y las 69 del 2021, fueron por un valor menor, lo cual refleja la caída económica que ha vivido la nación en el último lustro (PricewaterhouseCoopers Argentina, 2024).

A manera de conclusión, Argentina es una nación que hasta el día de hoy padece de muchos problemas de carácter político, social y sobre todo económico, con una variación interanual del 211.4% respecto al Índice de Precios al Consumidor (IPC) (INDEC, 2023), mucha deuda externa, una continua depreciación de la moneda, desaciertos y segregación política, entre otros problemas. Si bien es cierto se trata de una economía grande a nivel Latinoamericano, que con el PBI alcanzado hasta hace algunos años podría ser comparada con México o incluso Brasil

como se ha visto, lamentablemente no ha podido posicionarse justamente por los problemas señalados y más, siendo superada en aspectos como compra y venta de empresas mediante inversión extranjera frente a naciones mucho más pequeñas como Chile y Perú.

2.3.4. Venezuela.

En Venezuela, y al igual que las naciones previamente mencionadas, también existen controles previos y de resguardo ante potenciales operaciones entre empresas que puedan restringir o bien limitar la competencia. De hecho, desde el año 1992 comenzó este control de concentraciones con la promulgación de la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia, a cargo de la Superintendencia llamada PROCOMPETENCIA, adscrita al Ministerio de la Producción y el Comercio. En el año 1999, al redactarse la nueva constitución promovida por Hugo Chávez, se prohibieron explícitamente los monopolios, los abusos de posición de dominio, en protección del consumidor y de las distintas condiciones de competencia (art. 113 del mencionado cuerpo legal)¹²⁷. PROCOMPETENCIA interviene en materia de concentraciones, por ejemplo, en casos de *joint ventures* o fusiones y adquisiciones, siempre que produzcan o refuercen una posición dominante en el mercado y/o generen efectos restrictivos en la competencia.

El caso de Venezuela en cuanto a las normas que regulan el trato a la inversión extranjera es, a diferencia de los otros países latinoamericanos ya vistos, confuso y contradictorio. En primer lugar, la Constitución Venezolana de 1999, así como la actual establecen que las condiciones entre la Inversión Extranjera Directa y la local estarán sujetas a los mismos parámetros, incluyendo derecho de propiedad, libre competencia, mecanismos alternos para la resolución de disputas, y claramente la igualdad de trato. Incluso en los últimos años se ha continuado expidiendo normativa que busque brindar calma y seguridad a los inversionistas extranjeros, como la Ley Constitucional de Inversión Extranjera Productiva del año 2017, la cual tiene como finalidad facilitar e invitar a este tipo de inversiones, de acuerdo con su artículo 2¹²⁸.

¹²⁷ “Artículo 113: Se prohíben los monopolios, y abusos de las posiciones de dominio, en beneficio y protección del consumidor, productores y de las condiciones de competencia.”

¹²⁸ “Artículo 2. Finalidades

Esta Ley Constitucional tiene las siguientes finalidades;

Promover la inversión extranjera productiva para favorecer el desarrollo integral de la Nación, la Suprema Felicidad del Pueblo y el fortalecimiento de la economía productiva y diversificada.”

Ahora bien, y como se detallará más adelante en el presente apartado, no solo la realidad ha sido contradictoria con esta búsqueda de la seguridad e igualdad de trato, sino incluso con la normativa que ha ido modificándose a lo largo de los años. Estos perjudiciales cambios incluyen el establecer y hacer primar otros intereses nacionales, como la soberanía, solidaridad, cooperación y complementariedad económica y productiva (García, 2015), lo cual como indica su nombre busca que las inversiones estén alineadas con determinadas políticas gubernamentales. Estos cambios fueron realizados en el año 2014 mediante leyes habilitantes, cuando se dictaron 54 decretos que terminaron limitando y desincentivando a cualquier ápice de búsqueda de inversión en Venezuela (García, 2015). Uno de los ejemplos más claros fue el Decreto N° 1438, de fecha 17 de noviembre de 2014, el cual modificó la Ley de Inversiones Extranjeras, la cual derogó la anterior Ley de Promoción y Protección de Inversiones de 1999 (Esis, 2015). Entre las medidas tomadas elimina parte de la normativa de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) referida al tratamiento de capitales extranjeros, de marcas, patentes, licencias y regalías, así como el régimen uniforme para empresas multinacionales andinas¹²⁹. Asimismo, se suprime todo el capítulo que trataba la inversión extranjera en Venezuela, donde también figuraban las garantías mínimas para los inversores foráneos (Esis, 2015). Más complicado aún es con respecto a uno de los requisitos para poder obtener el Registro de Inversión Extranjera ante la nueva autoridad competente creada, el Centro Nacional de Comercio Exterior – CENCOEX: todos los aportes de la inversión se determinarán de acuerdo con el tipo de cambio vigente entre el dólar (o la moneda extranjera respectiva) y el bolívar (moneda venezolana), cuyo valor es aún más volátil que el peso argentino ya detallado (Esis, 2015).

Por su parte, el artículo 29 de la Ley de Inversiones Extranjeras obliga a que la IED realizada permanezca en el territorio venezolano por al menos cinco años desde la fecha en la que se le otorga la autorización correspondiente. Recién luego de este plazo de tiempo, previo pago de todos los tributos y pasivos vigentes, se podrán enviar remesas al extranjero. Para el caso de las utilidades y dividendos, se podrá enviar hasta el ochenta por ciento de lo obtenido en el primer ejercicio¹³⁰, es decir se tienen muchas limitaciones y desincentivos. Sumado a esto, no se trata de algo nuevo como se verá más adelante al detallar la historia de esta nación, lo cual fortalece la teoría de que las decisiones históricas son uno de los factores exógenos más

¹²⁹ Decisión 291 y 292 de la CAN.

¹³⁰ Artículo 32 y siguientes de la Ley de Inversiones Extranjeras.

importantes al momento de decidir dónde y por qué apostar por determinada nación. El que se hayan establecido restricciones a la libertad económica, a la propiedad, a la repartición de dividendos e incluso a la forma en cómo resolver las controversias son algo que en la historia contemporánea venezolana se ha ido repitiendo. Ahora bien, entrando de fondo al análisis de esta nación, es conocido a estas alturas la negativa situación económica, política y social que ha afectado a Venezuela en los últimos años, intensificándose con la dictadura actual que padece, la hiperinflación, corrupción, poca libertad e inseguridad.

Iniciando desde un punto de vista histórico y por lo que es conocido el país hasta el día de hoy, el petróleo ha jugado un papel clave en la evolución de esta nación. En palabras de Straka:

(...) todo es la representación, la puesta en escena, de sentimientos e ideas que habían venido incubándose desde que el petróleo irrumpió en la vida venezolana. El petróleo como eje para la construcción –o para terminar la construcción– del Estado Nación. El petróleo, si está en manos extranjeras, como la cadena que nos ata al imperialismo; pero si finalmente está en manos nuestras, como la palanca para nuestra liberación nacional. Como hemos dicho, tales son las convicciones de base del nacionalismo petrolero. (Straka, 2016, p. 112)

Esta explotación tuvo inicio desde la década de los años veinte, encontrándose la gran mayoría de yacimientos en el Estado de Zulia, donde existían solo allí más de ochocientas concesiones entre empresas locales y extranjeras (Puente, 2016). La creciente popularidad y crecimiento se debió no solo a los grandes pozos petroleros existentes, sino también gracias al bajo costo promedio de explotar estos frente a otras naciones, en lo que respecta a la producción, comisiones y tanques petroleros (Straka, 2016). Y así, la dependencia de este bien se fue intensificando con el pasar de los años, por ejemplo, mediante la creación y adhesión de Venezuela a la Organización de Países Exportadores de Petróleo en 1960 (siendo uno de los miembros fundadores). Posteriormente, este país se adhirió a la Organización Mundial del Comercio para inicios de la década de los noventa. Así, durante el periodo de la llamada revolución bolivariana, entre los años 1999 y 2013 del gobierno de Hugo Chávez, el país se vio beneficiado e incluso impulsado por el rápido incremento en el precio del petróleo a nivel internacional. Lamentablemente, medidas como la venta desenfrenada de este producto, establecer un tipo de cambio fijo, la gran cantidad de importaciones a la par y que, en el año 2013, el petróleo haya representado el 96% de las exportaciones, fueron el inicio de la hiperinflación que al día de hoy persiste en este país (Puente, 2016).

Con respecto a las inversiones que ha recibido esta nación, partiendo de la idea del párrafo previo en cuanto a la fuerte dependencia del petróleo, entre los años 1999 y 2013, la inversión extranjera directa (IED) fue de US\$ 15,032 millones de dólares, de acuerdo con el CEPAL. Para darse una idea, Perú recibió US\$ 69,060.81 millones, Colombia unos US\$ 72,355.01 millones, y Argentina US\$ 103,067.36 durante el mismo periodo de tiempo. La fuerte monoexportación de materia prima sin valor agregado¹³¹, sumado a la gran cantidad de importaciones de manufacturas y tecnología, generaron un fuerte déficit en la balanza comercial, sumado a medidas radicales como la expropiación de industrias y congelamiento del tipo de cambio y precios (Osorio, 2016).

Uno de los tantos y controversiales casos de expropiación ocurrió durante el año 2009 en Venezuela, a manos de Hugo Chávez, mediante la Providencia Administrativa N° 019/09, publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela número 39,272. En esta, a través del Ministerio del Poder Popular para la Cultura, se declararon como bienes de interés cultural en total mil doscientos dieciséis inmuebles privados, entre iglesias, teatros, conjuntos de casas, edificios, colegios, urbanizaciones, museos, oficinas, entre otros. Ahora bien, y de acuerdo con lo establecido desde la Constitución Venezolana del año 1999, los bienes culturales deberían de ser compartidos por la sociedad en su conjunto (Molina, 2007), con lo cual fue una especie de pre expropiación a distintos bienes, algunos de estos siendo de propietarios ajenos al Estado (es decir, privados).

Un ejemplo más reciente en materia de expropiaciones y violación del derecho a la propiedad privada fue la entrada en vigencia del Decreto N° 600/13 del 21 de noviembre de 2013, en cuyo artículo 7 se detalla ampliamente que todos los bienes y servicios requeridos para desarrollar actividades son de utilidad pública e interés social. Así, el Poder Ejecutivo tiene la facultad para iniciar procedimientos de expropiación cuando considere que se hayan cometido ilícitos económicos y administrativos, incluso haciendo referencia a que se establecen los mismos en el artículo 114 de la Constitución del país¹³².

¹³¹ Se entiende por materia prima sin valor agregado a aquellas que, como indica el término, no ha habido ningún proceso de producción luego de su extracción, como la venta del azúcar, cacao, petróleo crudo, entre otros (Cueva y Torres, 2018). Se trata, así, de un fenómeno típico de regiones relativamente pobres como es el caso de Latinoamérica, y que caen en la conocida como maldición de los recursos humanos, lo cual da como resultado un bajo nivel de aprovechamiento del recurso (Barría, 2022).

¹³² De acuerdo con la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela: “Artículo 114 El ilícito económico, la especulación, el acaparamiento, la usura, la cartelización y otros delitos conexos, serán penados severamente de acuerdo con la ley”.

Por otro lado, un ejemplo de congelamiento y control de precios reciente se puede ver en el Decreto N° 2092 de fecha 8 de noviembre de 2015, mediante el cual se faculta abiertamente a que el Poder Ejecutivo, así como la Superintendencia Nacional para la Defensa de los Derechos Socioeconómicos, puedan determinar y controlar los precios, así como los márgenes de ganancia¹³³. Así, pues, el no desarrollar un mercado interno, como también limitar el libre mercado y darles poder a las entidades públicas para controlar la materia económica en su totalidad, no solo termina subordinando a la economía en general, sino que no permite la inversión ni que los inversionistas vean con buenos ojos a la oportunidad de hacer negocios.

Por su parte, el gobierno de Hugo Chávez entre los años 2001 y 2003 comenzó a decretar expropiaciones sobre todo tipo de bienes: empresas privadas, tierras, edificaciones, casas, sumado al establecimiento de la propiedad estatal sobre el petróleo, así como un fuerte aumento de impuestos a los inversionistas extranjeros (Aguilar-Tablada, 2020). Según distintas investigaciones, entre los años 2002 y 2012 se intervinieron, por lo menos, a 1168 empresas, sobre todo en sectores grandes económicamente hablando y considerados claves, como construcción, agroindustria, alimentos y, claro, el sector petrolero (La República, 2013). Este acontecimiento va de la mano con la información exployada en el párrafo anterior pues, entre los años 2002 y 2003, de acuerdo con el CEPAL la inversión extranjera cayó enormemente en Venezuela, al punto de ser negativa, ergo la gran salida de capitales, algo que se repitió a lo largo de los siguientes años.

En el año 2007 comenzó a vincularse el modelo económico, social y político de Hugo Chávez titulado como el socialismo del siglo XXI con uno del tipo asistencialista, es decir con planes que mantengan a la gente que no trabaja, lo cual sumado a la fuerte contracción de la IED a partir de las medidas tomadas y los discursos chavistas, terminaron por frenar cualquier tipo de inversión (Álvarez, 2021). Algunos ejemplos fueron las propuestas para reducir en ocho horas a la semana el horario laboral, reformas constitucionales en más de sesenta y nueve artículos que buscaban dar más poder al Estado frente a la iniciativa privada, o el caso de la empresa SIDOR en el año 2007, donde Chávez amenazó reiteradas veces con expropiarla, e incluso la corporación tuvo que destinar el ochenta por ciento de su producción a Venezuela antes que

¹³³ Artículo 6 del Decreto N° 2092: “A fin de que el Ejecutivo Nacional y la Superintendencia Nacional para la Defensa de los Derechos Socioeconómicos puedan ejercer sus competencias de forma adecuada y eficiente en la determinación y el control de precios y los márgenes de ganancia, los órganos y entes en las materias relacionadas deberán dirigir sus acciones en forma coordinada en función de la garantía a las personas del acceso a bienes y servicios y del cumplimiento de los fines de este Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica.”

buscar exportarla¹³⁴ (Ellner, 2010). De igual manera, SIDOR fue expropiada al año siguiente y sigue así hasta la fecha. Como consecuencia, el espacio para la inversión privada fue disminuyendo rápidamente a partir de lo detallado, motivo por el cual la aparición de nuevas empresas y operaciones que terminarían inyectando capital extranjero y generando puestos de trabajo en la nación desaparecieron. La situación, con el tiempo, empeoró, a partir de tantos cambios constitucionales, la reelección inmediata e indeterminada del presidente, sumado a la represión y elecciones de mandatarios con dudosa credibilidad. Tras la muerte de Hugo Chávez en marzo del año 2013, asumió la presidencia Nicolás Maduro que, hasta el día de hoy, sigue teniendo el control del país, eliminando totalmente la democracia y transparencia (Aguilar-Tablada, 2020). Empero, el contar con un recurso tan apreciado globalmente como lo es el petróleo le permitió al país mejorar en el aspecto económico, independientemente del manejo financiero del mismo, incluso con escándalos políticos de por medio, déficit en la balanza comercial, una gran deuda externa (Santeliz y Contreras, 2016), polémicas decisiones como expropiar o manipular elecciones y elevar los impuestos a los inversionistas extranjeros. De acuerdo con cálculos propios del Banco Central de Venezuela (lo cual podría hacer dudar de esta información), entre el 2003 y 2008 el PBI no paró de crecer, coincidiendo la caída con la crisis internacional de ese último año.

Por otro lado, con respecto a la inflación, es clave destacar que ya desde fines del siglo XX el país tenía un alto nivel inflacionario y de pobreza (Maya, 2016), lo cual fue, de hecho, una de las propuestas de Hugo Chávez: el buscar terminar con estos males. Históricamente, la inflación venezolana fue baja entre las décadas de los cincuentas y sesentas, con un promedio de 1.4% y 1.2%, respectivamente (Guerra, 1995), saltando en los setentas a tener un promedio de 6% y en los ochentas de 23.1%.

Sin embargo, fue en la década de los años noventa cuando la inflación se disparó, siendo en el año 1988 aproximadamente del 10% y, en 1991, de más del 80%, alcanzando el pico siete años luego, cuando llegó a ser del 100%, de acuerdo con la variación del Índice de Precios del Consumidor (IPC) (Guerra, 2008). La inflación para el año 2001 cayó hasta el 15%, oscilando hasta el 25% entre este y el 2008. Sin embargo, esto revela que el problema persistió durante

¹³⁴ En el año 2007, Hugo Chávez se enfrentó a la empresa a la empresa privada venezolana SIDOR, al cual es una siderúrgica y, en ese entonces, su accionista mayoritario era el Consorcio Ternium, de origen argentino. Así, se le acusaba de dedicarse principalmente a exportar sus productos antes que priorizar la venta en el mercado local, motivo por el cual la compañía tuvo que hacer varios cambios con la finalidad de poder seguir operando con capital privado. Sin embargo, más allá de las medidas tomadas y acordadas junto con el gobierno, igualmente fue expropiada un año después.

la primera década del presente siglo, siendo explicada por los siguientes factores: la expansión monetaria, la devaluación del tipo de cambio, a la par con el aumento de los sueldos (Guerra, 2008) durante el gobierno de Hugo Chávez. Con esto no se pudo ralentizar el gran aumento en el consumo interno por parte de la población, añadiendo el factor de la disminución de la inversión extranjera y la adopción a partir del año 2003 de un programa de controles de precios y tipo cambiario. Sumado a esto, la escasez generada por estas medidas y posteriormente la decisión de congelar los precios fue una bomba de tiempo. Lamentablemente, la excesiva intervención del gobierno en la economía con la finalidad de buscar mantener el nivel inflacionario bajo solo trajo más problemas económicos, añadiendo las cuestionables decisiones en materia de inversión extranjera previamente detalladas¹³⁵. Al mismo tiempo, el déficit público de Venezuela se iba acentuando, pasando de ser de casi el 5% en el año 2005 hasta de casi -25% para el 2017, cayendo casi constantemente durante este lapso (Torres, 2019). Así lo resume el profesor Javier Corrales con respecto a la evolución de los mencionados males en el país:

Es lógica porque los resultados que estamos viendo eran todos predecibles, dadas las políticas que introdujeron Hugo Chávez (1999-2013) y su sucesor, Nicolás Maduro (2013-presente). Dichas políticas consistieron en una fórmula básica: crear un Estado expansivo y sin controles junto con un sector privado circunscrito y con exceso de controles. Esta fórmula de estado descontrolado y empresas maniatadas no era revolucionaria, puesto que se había implementado en el pasado tanto dentro como fuera de Venezuela, ni era idónea, porque se sabía, con base en la experiencia histórica, que iba inevitablemente a terminar destruyendo a Venezuela. (Corrales, 2017, p. 30)

Ahora bien, analizando la inflación en años más recientes, y para darse una idea sin detallar mucho, para el año 2013 la divisa oficial de Venezuela, el bolívar era una moneda de la cual la población ya había perdido la confianza, debido a no poder conservar su poder de compra (Hanke, 2013). Para agosto del año 2016, la inflación llegó a ser del 240% (Guevara, 2016), un valor no solo extraordinario, sino que, además, cabe considerar que tal y como se explicó, entre los años 2001 y 2007 osciló entre el 10% y 25%.

¹³⁵ En junio del año 2008, cuando la inflación seguía creciendo desmesuradamente, el presidente Hugo Chávez dijo “los inversionistas extranjeros ya no tienen cabida en el país”, así como “El único objetivo del capitalismo siempre ha sido obtener las máximas ganancias; de allí que los dueños de empresas se lleven al exterior todo el dinero que le pertenece al pueblo venezolano” (El Cronista, 2008).

Sumado a las crisis detalladas, a inicios del gobierno de Chávez comenzaron a haber más restricciones con respecto a la tenencia de dólares, a través de un control de cambio de divisas establecido por el gobierno (ABC Internacional, 2003). Peor aún, dos meses antes, en enero del 2003, directamente suspendió el mercado de divisas, con la finalidad de poder frenar la enorme fuga de capitales del país, aunque solo fue por cinco días (Hernandez, 2003), lo cual evidentemente disparó su demanda. A partir del año 2015 las restricciones fueron cada vez más severas, dando inicio así a la fuerte devaluación monetaria que se agudizó en el año 2016 (Oliveros y Navarro, 2016). Debido a lo expuesto previamente con respecto a la dependencia del petróleo, medidas políticas tomadas como el aumento de impuestos a la inversión extranjera, expropiaciones y el enorme déficit en la balanza comercial y el gasto, no es de sorprender el resultado fuese ese. De acuerdo con el FMI, la hiperinflación llegó a ser de 1,370,000.00% entre el 2018 y 2019 (Torres, 2019), terminando el último año con un porcentaje de 200,000.00% (Singer, 2019).

Con respecto a los niveles de pobreza en Venezuela, en la primera década del presente siglo logró ir disminuyendo progresivamente. Así, entre los años 2003 y 2007 la cantidad de hogares pobres pasó de ser equivalente al 55.1% de la población a 27.5%, respectivamente, aunque sigue siendo un porcentaje muy alto para la región latinoamericana, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística de Venezuela en el año 2011. Empero, el resultado de las malas políticas tomadas por los gobiernos no se hizo esperar y, para el año 2019, un 96.2% de venezolanos estaban dentro de la categoría de pobres monetarios, así como un 79.3% eran considerados pobres extremos, ergo no podían adquirir alimentos básicos (González, 2020).

Para el caso de la corrupción, y de acuerdo con el Índice de Percepción de Corrupción de Transparencia Internacional, al menos desde el año 2012 hasta la actualidad, Venezuela se encuentra muy por detrás de los otros países de la región.

En la misma línea que todas las características descritas previamente, tanto para el *Global Peace Index* como para la Agencia Internacional del Turismo, Venezuela es el país con menos paz y más inseguro de la región con creces (*World Tourism Organization*, 2020). Esto no es novedad considerando los elevados niveles de pobreza, corrupción y malos manejos políticos que han terminado llevando a este país a no ser visto como destino turístico, además de ser peligroso para quienes viven allí. Como consecuencia, más motivos para que los inversionistas tanto locales como extranjeros no tomen en cuenta a esta nación para plantearse hacer negocios.

Luego de analizar la situación y contexto que ha vivido la nación desde prácticamente inicios de la segunda década del siglo XXI, cabría si quiera determinar si hay información detallada de las fusiones y adquisiciones que ocurren en este país. En primer lugar, y como evento histórico es importante recordar que, durante la década de los noventa, la nación ya se encontraba en una delicada situación económica, lo cual de hecho fue uno de los motivos por los cuales Hugo Chávez, a partir de un discurso radical, logró hacerse del poder. En este mismo periodo, y debido a la mala situación económica, se comenzaron a fusionar entidades bancarias con la finalidad de generar sinergias y sobrevivir a la gran crisis que estaba padeciendo Venezuela (Bracho et. al, 2002).

En el año 1994 se crea la Reforma de la Ley de Bancos y Otras Instituciones Financieras, la cual favoreció a las fusiones, sumada a la gran oleada extranjera de estas operaciones, derivando en los modelos de banca especializada, multibanca, así como el uso de tecnologías presentes en otros mercados (Gómez y González, 2001). Inclusive esta oleada le permitió al país la llegada de inversión extranjera directa ya que, para el año 1995, la participación era de solo el 1%, pasando a ser del 38.7% solo cuatro años después (Gómez y González, 2001).

Ahora bien, esto no significa que las únicas fusiones entre empresas privadas se hayan realizado en la mencionada década de los noventa, pero sí es importante tener en cuenta el régimen expropiatorio, el cual comenzó entre los años 2001 y 2002, y tuvo su apogeo entre el 2005 y 2013, donde se produjeron más de 150 adquisiciones forzadas publicadas en el diario oficial (Campos y Veloz, 2018). Un ejemplo (a pesar de no encontrarse en el último periodo señalado) fue el caso de la empresa Compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela, la cual se privatizó en el año 1991 y fue nuevamente nacionalizada por Hugo Chávez en el año 2007, algo similar ocurrió con Banco Venezuela, nacionalizada en el año 2009 (Campos y Veloz, 2018). De esta forma, entre los años 2006 y 2007 se creó en promedio una empresa pública mensual, y entre el año 2002 y 2015 el gobierno expropió un total de 1,322 empresas, de acuerdo con las estadísticas de la Confederación Venezolana de Industrias (COINDUSTRIAS). Así, entre tanta intervención estatal y perjuicio contra la inversión privada, no es de extrañar que no se tengan casi datos de fusiones *inbound*, ni en general de IED. No solo existe una evidente desconfianza, un clima político y económico hostil y toda una historia contemporánea en contra de la inversión privada, sino también cabe sumarle las sanciones internacionales contra este país debido a la vigente dictadura, las cuales limitan y castigan el invertir o incluso

hacer negocios con el gobierno y empresas venezolanas (Moleiro, 2023)¹³⁶. Así, un tipo de castigo internacional es directamente la prohibición de la inversión, lo cual, sumado a factores como la imposición de aranceles, importaciones y exportaciones, afectan directamente a la reputación de la nación (El Fakih, 2020). Sin embargo, no puede perderse de vista que el declive venezolano vino por decisiones realizadas por el Estado, en este caso por un único gobierno, incluso antes de la aparición de la imposición de sanciones internacionales (Abuelafia y Saboin, 2020), como justamente es parte de la hipótesis del presente trabajo: los factores exógenos terminan siendo más importantes para los extranjeros que la regulación específica de las fusiones y adquisiciones en cada país, tomando en cuenta además la inestable situación general de los países latinoamericanos, al menos si son comparados con naciones económicamente más avanzadas.

Sobre la última década en Venezuela, se ha generado una contracción del PIB por habitante de un 59.9% entre el 2012 y 2019 (Rodríguez, 2020), y en el año 2020 llegó la pandemia del Sars-Cov-2. Evidentemente, y debido a lo que ha caracterizado a la dictadura venezolana desde que comenzó, la falta de transparencia en los datos no ha permitido analizar el impacto que ha tenido esta pandemia sobre la economía ni la sociedad, mas debido a la falta de turistas y el éxodo masivo que vive el país desde hace años, pudo haber ayudado a la no propagación del virus. Sin embargo, sí ha recibido ayuda internacional por parte de otras naciones socialistas políticamente hablando, como Rusia y China, aliados al eje anti Estados Unidos, incluyendo a Cuba en esta lista (Toledo-Leyva, 2020). Asimismo, debido a que la demanda de petróleo cayó abruptamente ante las restricciones de tránsito tomadas por los distintos gobiernos del mundo, las exportaciones cayeron a un mínimo histórico, con lo cual el Estado tuvo que intensificar sus medidas de subsidio a los pobladores más pobres (CEPAL, 2021).

Con más de 7.7 millones de venezolanos que han huido del país hasta mayo del 2024 (R4V, 2024), y con una situación política y económica que difícilmente cambiará en el corto y mediano plazo, el país se encuentra sumido en una fuerte crisis en general, prácticamente sin Inversión Extranjera Directa ni con confianza por parte de los propios inversionistas locales.

2.3.5. Estados Unidos.

¹³⁶ Algunos impedimentos incluyen el establecer acuerdos económicos, contratar servicios de empresas de origen estadounidense, canadiense o europeas, dificultad para poder acceder al crédito internacional, entre otros.

Estados Unidos de América es una nación muy diferente frente a los cinco países latinoamericanos analizados previamente, más allá de la enorme diferencia poblacional, poder económico y cantidad de sociedades. Este apartado tiene como principal finalidad el comparar el análisis realizado por una nación económicamente más desarrollada que aquellas descritas con anterioridad.

En primer lugar, los Estados Unidos de América son, como indica su nombre, la unión de varios Estados bajo un régimen federal. Esto quiere decir que cada unidad territorial cuenta con autonomía política e instituciones gubernamentales que son comunes entre ellas, teniendo como norma suprema de todo el ordenamiento jurídico a la Constitución¹³⁷.

Por otro lado, una gran diferencia se encuentra en el tipo de sistema jurídico que aplica: el *common law*. A diferencia del utilizado en la gran mayoría de naciones latinoamericanas y centroamericanas, el sistema *civil law*, la ley es principalmente creada a partir de decisiones judiciales a falta de estructura conceptual en la normativa, contrastando con el sistema aplicado en Perú, por ejemplo, donde los principios y normas se encuentran en códigos y estatutos y son aplicados por los jueces (Pejovic, 2001). Esto trae como consecuencia que las sociedades se incorporen bajo cierta normativa y jurisprudencia dependiendo del Estado en el cual deseen constituirse, lo cual juega un papel fundamental a lo largo de la vida de estas, como la propia formación, disolución, obligaciones del directorio, fusiones, enmiendas a la documentación societaria, entre otros (The Legal 500, 2021). Empero, en la práctica muchas grandes compañías se constituyen en Delaware, debido a incentivos tributarios en caso la empresa no opere en el Estado, como el no pago del impuesto de sociedades, sobre las ventas, sobre la renta de las inversiones, sobre las sucesiones ni sobre la propiedad personal (Crail et. al, 2024). Esto refuerza la importancia de la regulación a nivel tributario, pues es un incentivo en cuanto a lo que se refiere a inversiones. Así, las sociedades constituidas en dicho Estado tienen como base legal a la Ley General de Sociedades de Delaware (DGCL, por sus siglas en inglés), sumando además a la jurisprudencia de las cortes de este Estado, las cuales cuentan con gran influencia en asuntos corporativos a nivel nacional (The Legal 500, 2021).

Algo que distintos autores han investigado, tanto en forma general como con respecto a un proceso de *M&A*, es qué sistema (entre el *common law* y el *civil law*) no solo es más rápido, sino más atractivo para los inversores. Por ejemplo, para La Porta et. al (1999) la protección a

¹³⁷ Definición obtenida del Diccionario Panhispánico del Español Jurídico, parte de la Real Academia Española (RAE).

los inversionistas externos es menor en un sistema como el *civil law*, el cual defiende por sobre todo a sus pares nacionales puesto que, si bien pueden tener acciones en una compañía, existen sendas desventajas con respecto al poder controlar a la sociedad. De forma aún más general, para *Doing Business Reports* publicado por el Banco Mundial, desde un punto de vista económico, el sistema *common law* es más eficiente que su contraparte, basándose en dos factores: tiempo y costo (Amin y Ranjan, 2008). Sin embargo, otros autores toman distintas variables para poder descubrir qué determina que una nación sea más o menos atractiva para tanto los inversionistas nacionales como internacionales al momento de buscar controlar una empresa. Un ejemplo está en el volumen poblacional pues, mientras más alto sea este, más transacciones y distintos negocios se realizarán, con lo cual habrá más regulación (Mulligan y Shleifer, 2005).

La realidad es que si un país tiene como base legal primaria a la jurisprudencia o a la ley no es tan importante como otros factores para determinar qué tan afable se es con los procesos de reorganización societaria¹³⁸. Para Cavalier y Straub (2010), quienes concluyeron que no existe diferencia significativa en cuanto preferencias por parte de los inversionistas entre un país con alguno de los dos sistemas, consideran que lo que realmente debe de evaluarse es el costo, el tiempo medido con la relación personas-días, el tiempo entre cada etapa del proceso, y la satisfacción. El resultado, comparando a Francia – país que tiene como base el *civil law* – con Estados Unidos es que en la primera nación las operaciones son menos costosas en general (aunque las transacciones suelen ser más pequeñas) y requieren menos personas-días, a excepción de la fase de disputas sin inicio del litigio, donde toma casi el mismo tiempo para ambos países. Sin embargo, la mayor diferencia se encuentra en la satisfacción de los clientes, puesto que en el país norteamericano es notablemente superior en lo que respecta a permisos y disputas. Por lo tanto, no existe realmente un consenso sobre si algún sistema es más o menos eficaz y llamativo al momento de realizar una operación de *M&A*, puesto que existen otros factores claves, comenzando por el país en el cual uno se encuentre o, en su defecto, las leyes federales de cada Estado.

Ahora bien, pasando al control de fusiones y adquisiciones en esta nación, la *Antitrust Division of the US Department of Justice (DOJ)*, así como el *US Federal Trade Commission (FTC)* son

¹³⁸ Luego de análisis exhaustivos comparando naciones que se basan en el *common law* y *civil law*, Ciobanu (2015) concluye que si bien es un factor importante, el valor promedio de las transacciones, regulaciones gubernamentales sobre la actividad privada y en específico sobre la prima de control. Por su parte, para Cavalier y Straub (2010) no existe una significativa diferencia, puesto que existen muchos factores diferenciadores que marcan la diferencia.

las entidades encargadas de analizar los aspectos competitivos de transacciones propuestas, incluso si estas no involucran un cambio de control (Sibbeth y Kim, 2022). La primera entidad fue creada en el año 1789, mas con el pasar de los siglos ha tenido varios cambios con respecto a su composición y forma de actuar (Global Competition Review, 2024). Asimismo, comparte con la FTC la jurisdicción con respecto a casos de monopolios a nivel civil, puesto que a nivel penal solo la primera entidad cuenta con las facultades respectivas (Concurrences, 2024).

De igual forma, es importante comprender la gran cantidad de entidades que operan con respecto a todo lo que implica un proceso de *M&A*. A continuación, las más relevantes a nivel nacional:

1. *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*: tiene como misión proteger a los inversionistas a partir del mantenimiento de mercados justos, ordenados y eficientes, además de facilitar la formación de capital¹³⁹. Entra en acción cuando un empresario o bien sociedad decide comprar a una empresa que cotiza en la bolsa de valores (Sibbeth y Kim, 2022).
2. *Internal Revenue Service (IRS)*: es la entidad nacional encargada de la recolección de impuestos, sin incluir a las entidades federales respectivas en cada caso (sería lo equivalente en Perú a la SUNAT, pero en el caso estadounidense también debe de sumarse la regulación tributaria federal). Dependiendo del tipo de adquisición o fusión, determinará quién es la obligada a pagar por los impuestos de la empresa *target*, además del porcentaje anual respectivo (Sibbeth y Kim, 2022).
3. *Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)*: agencia autorizada a sintetizar información de transacciones que involucren la adquisición de una empresa estadounidense por alguien no residente, con la finalidad de detallar los efectos de esta para los intereses de la seguridad nacional (Sibbeth y Kim, 2022).
4. Regulaciones federales y requerimientos estatales: para el caso de algunos sectores como el bancario, financiero, energía, recursos naturales, comunicaciones, aviación, defensa y seguros, cada Estado puede contar con su propia regulación en cuanto a la solicitud de requisitos (Sibbeth y Kim, 2022).

¹³⁹ Información obtenida directamente de la página web oficial.

5. *US Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)*: dedicada a la investigación de posibles actos de corrupción, todo inversionista extranjero se encuentra bajo el control de esta entidad. Para los inversionistas locales interviene la *SEC* (Sibbeth y Kim, 2022).
6. *Office of Foreign Assets Control* del departamento de hacienda (*OFAC*): si bien no interviene de primera mano en una fusión o adquisición realizada por un inversionista extranjero, sanciona a regímenes, terrorismo, narcoestados y similares, lo cual puede extenderse hasta los inversionistas si sus actividades incluyen negocios en los Estados Unidos (Sibbeth y Kim, 2022).
7. *US Department of Commerce*: para el caso de extranjeros que adquieran una compañía norteamericana, deben llenar un reporte de Análisis Económico de Agencia (*BEA*, por sus siglas en inglés) dentro de los 45 días luego de la transacción, además de actualizarlo cada cinco años (Shoemith y Siu, 2009).

Debido a la larga extensión que podría generarse si se detallan ejemplos por cada entidad, se ha decidido simplemente nombrarlas y definir las brevemente, con la finalidad de graficar la gran cantidad de controles que se posan sobre un proceso de *M&A* en los Estados Unidos. Asimismo, es de acotar la importancia de la regulación específica de cada Estado, pues es un adicional que también debe de ser evaluado por las partes al momento de decidir realizar la operación en cuestión. También es clave tener en consideración que aquellos inversionistas extranjeros que deseen comprar una parte o la totalidad de una empresa serán sometidos ante entidades exclusivas para ellos (por no ser nacionales y también dependiendo del rubro de la sociedad que se desea adquirir), lo cual deja en claro un alto profesionalismo a nivel legal. Lo descrito va de la mano con lo defendido anteriormente con respecto a la regulación a nivel nacional en temas societarios: la protección de los inversores es un factor clave para elegir un país donde hacer negocios. De igual forma, mientras mayor sea la población de una determinada nación (vale acotar, más actividades y tipos de negocios), mayor será la regulación, además de más específica (Mulligan y Shleifer, 2005). Esto último punto es importante sumarlo con la regulación estatal al tratarse de una nación sujeta a este régimen de estados federales.

Así, existen cuatro grandes divisiones en lo que respecta al gobierno corporativo y regulaciones a nivel general: leyes corporativas estatales que, en una gran parte toman como base la regulación de Delaware, leyes de seguridad federal, normas para las empresas que cotizan en bolsa, y normativa federal y estatal para determinados rubros empresariales (Niles y Robinson, 2022). Esto también es una explicación del por qué no es lo mismo para una empresa tanto

constituirse como apostar en general por el mercado norteamericano frente a naciones con regulaciones y seguimientos más laxos como es el caso de América Latina en materia de *compliance* y buen gobierno corporativo. Esto con el tiempo ha venido creciendo en lo que respecta al escrutinio de la actividad tanto las compañías como de quienes se encuentran a cargo de estas. Por ejemplo, existen propuestas por parte de la Comisión de Mercado de Valores (*SEC*, por sus siglas en inglés) con respecto a la presentación de información relacionada con el cambio climático (o bien huella de carbón como se le conoce), reportar incidentes con respecto a la ciberseguridad, diversidad de género en el directorio, entre otros (Gregory y Holland, 2022). Por lo tanto, frente a las naciones latinoamericanas en general, en los Estados Unidos existe mucha más regulación con respecto a las operaciones de fusiones y adquisiciones, lo cual genera dos puntos de vista: o bien para un inversionista extranjero es un control excesivo y que puede terminar desincentivando a que invierta en dicha nación, ya sea por ejemplo con la compra de alguna empresa o adquiera parte de otra; o bien podría ser visto como un sistema modelo que busca proteger a los inversores ante posibles fraudes y estafas, así como ayudarles a que el Estado se encargue de verificar la legalidad y documentación de la empresa adquirida. Sea cual sea la visión que uno tenga es evidente que, comparado a cualquier país de Latinoamérica, el control es notablemente más estricto, sumado a tener un estatus de potencia gracias a contar con una sólida economía, una moneda hegemónica a nivel global, y sumado al idioma hablado e influencia que tiene este país en todo el mundo.

2.3.6. La Unión Europea.

La Unión Europea (UE, por sus siglas) es una unión de carácter económico y político conformado por veintisiete (a la fecha) países europeos, de acuerdo con lo establecido en su propia página oficial, los cuales en su mayoría comparten una moneda en común denominada euro. Esto facilita el comercio y operaciones de todo tipo entre naciones, ya que no es necesaria la existencia de un tipo de cambio, sumado a la facilidad existente para distintos trámites de carácter migratorio, laboral e incluso empresarial. Así, se verán dos puntos importantes a ser analizados con respecto a las operaciones de *M&A* en este espacio: las operaciones transfronterizas y la regulación de estas desde un nivel supranacional.

Los inversionistas buscan entrar a mercados extranjeros con la finalidad de expandir su mercado, ya sea para vender sus productos y/o servicios, así como el diversificar estos. Así, gracias al encontrarse en un espacio dentro de la UE, se tienen ciertas facilidades y genera un

mayor ambiente de confianza, como por ejemplo el que los trabajadores y personas jurídicas puedan realizar actividades económicas establemente y de forma continua en otro Estado miembro (artículo 49 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea - TFUE). Asimismo, el poder ofrecer y ejecutar servicios desde el país de origen de la IED (artículo 56 del mismo cuerpo legal). Sumado a esto, existe libre circulación de capitales entre naciones miembros de la Unión Europea (artículo 63 del TFUE) y trabajadores (artículo 45 de la misma norma), lo cual facilita y abarata considerablemente costes al momento de decidir expandir una empresa a otro Estado.

El que se tenga como alternativa a una nación parte de la Unión Europea, por tanto, da un alivio a quienes realizan operaciones de *M&A* de forma internacional: no solo se trata de un aspecto geográfico en cuanto a la cercanía, a la moneda en común que se utiliza y el que existan comisiones supranacionales en las cuales ambas naciones se encuentran adheridas, sino además por los rigurosos requisitos que se exigen para poder entrar a ser parte de esta (El Tiempo, 2022). Esto, sumado a las facilidades para hacer negocios, como se detalló previamente.

En cuanto a las estadísticas sobre la popularidad de este tipo de transacciones en la UE, lo cierto es que con el tiempo han ido disminuyendo notablemente. Verbigracia, en el año 2007 (previo a la crisis financiera) el valor total de las operaciones de *M&A* dentro de este espacio llegaron a ser de US\$ 529 billones de dólares, es decir el equivalente al 51% del total de todas las operaciones a nivel mundial; sin embargo, en el año 2017 fue de solo US\$ 139 billones, lo cual representó el 20% a nivel global (Long y Marek, 2019). Peor aún, en el año 2020 comenzó el retiro del Reino Unido como parte de la UE a partir del referéndum realizado conocido popularmente como *Brexit*, siendo el conjunto de países que entre los años 2004 y 2017 más operaciones de *M&A* realizó con 1,490, con una amplia ventaja sobre Suecia que fue el segundo lugar con 292 transacciones (Andriuskevicius, 2019). Sumado a esto, las compañías europeas, en los últimos años, han estado preocupadas por el avance y proliferación de las empresas de capital chino en la UE, las cuales consideran que pueden significar una amenaza para la competitividad de los inversionistas europeos (Fountoukakos et. al, 2020).

Sin embargo, nada de esto ha realmente frenado a las operaciones inter europeas de *M&A*, debido principalmente a lo mencionado previamente, con lo cual se concluye que el tener una regulación transparente, ausente de corrupción, una economía fuerte ante choques externos, así como el compartir fronteras y utilizar una moneda en común puede incentivar a la inversión extranjera. Sobre el último punto, distintos autores coinciden en que la introducción del euro

ha permitido crear mayor liquidez en el mercado europeo, lo que les brinda a las compañías una mayor fuente de financiamiento (Moschieri y Campa, 2014), aumenta el número de transacciones y se ha logrado eliminar costos de transacción relacionados con la volatilidad de la moneda (Campa y Hernando, 2006). Empero, debido a la caída en la cantidad de operaciones con el pasar de los años, no puede asegurarse que, si bien haya incentivos, efectivamente se gestionen más fusiones y adquisiciones transnacionales dentro del espacio de la UE.

Por otro lado, con respecto a temas de competencia, el que el país *target* sea parte de la UE les da un denominador en común en lo que respecta a esta regulación. En primer lugar, sí existe por cada país una autoridad nacional encargada de supervisar los procesos de *M&A*, lo cual implica determinado grado de independencia (Moschieri y Campa, 2009). Empero, con el pasar del tiempo la UE ha buscado tener cierto grado de control entre sus miembros con respecto a las mencionadas operaciones. Por ejemplo, desde el año 2004 se introdujo la Regulación de Fusiones, la cual contiene las reglas principales con respecto a las concentraciones empresariales (Aquaro et. al, 2020). Actualmente existen dos principales entidades a nivel europeo para los miembros de la UE:

A. Comisión Europea: busca prevenir acuerdos anticompetitivos y abuso de posiciones de dominio. Esta, asimismo, va de la mano con los acuerdos y decisiones de entidades de cada país (Aquaro et. al, 2020). Por su parte, cuenta con la facultad de multar en el caso las empresas no cumplan con alguno de los requisitos exigidos (Bruneau et. al, 2020). Como es de esperarse, la regulación busca prohibir operaciones que puedan reducir la competencia significativamente en determinado sector de un mercado en específico, como podría ser el generar una posición dominante (Uría Menéndez, 2021). De lo contrario, si esta entidad no contempla la posibilidad de que pueda ocasionar un daño a nivel europeo, entonces la regulación se limita a nivel local (la autoridad de competencia del país miembro). Empero, los países miembros pueden de igual forma solicitar a la Comisión que se encargue de analizar una determinada transacción que consideren potencialmente peligrosa para la competencia a nivel local o entre los Estados correspondientes¹⁴⁰. Similar a los casos vistos en los otros países, desde la notificación las etapas se dividen en días máximos para que la entidad a cargo tome una decisión¹⁴¹: en la Fase 1 – Investigación – la Comisión tiene veinticinco días hábiles para poder analizar la operación, la cual en el

¹⁴⁰ De acuerdo con el artículo 23 de la Regulación del Consejo N° 139/2004.

¹⁴¹ Información obtenida del informe de julio del 2013 de la Comisión Europea.

90% de los casos se da por concluida y sin la implementación de alguna condición. En caso se trate de una operación compleja, se procede con la Fase 2, donde la autoridad cuenta con hasta noventa días hábiles para tomar una decisión final, plazo que puede ampliarse hasta por quince días hábiles adicionales. La decisión puede ser aprobar la fusión, con o sin algunos requisitos previos, o directamente prohibirla en caso no sea posible lograr lo anterior.

- B. Comité de Competencia de la OECD: se encarga de recomendar, dar sugerencias y puntos de vista sobre políticas anti competitivas a los distintos gobiernos, así como luchar contra la evasión fiscal (Bruneau et. al, 2020). Sin embargo, y a diferencia de la Comisión Europea, el Comité no se limita únicamente al espacio de la UE, ya que busca abarcar a toda nación que forme parte de la OECD. Empero, no tiene mayor intervención sobre la regulación local que en cada país pueda existir.

Respecto al buen gobierno corporativo, la Unión Europea ha buscado desde su integración mejorar la intervención e influencia de los accionistas en la empresa y en el desempeño económico (Dallas y Pitt-Watson, 2016). Así, y con la finalidad de aplicarlo en todos los países miembros de esta, ha buscado difundir y remarcar distintos problemas por solucionar, entre los cuales se incluyen lograr mayor transparencia corporativa, proteger los derechos de los accionistas, mejorar la efectividad del directorio, e incrementar el compromiso y la capacidad administrativa de los accionistas (Dallas y Pitt-Watson, 2016). Al igual que para el caso de la regulación en los Estados Unidos, en junio del 2023 el Parlamento Europeo aprobó la Directiva sobre la Debida Diligencia en Materia de Sostenibilidad Empresarial (CSDDD, por sus siglas en inglés). Mediante esta se requiere que, justamente, a través de la realización de un *due diligence*, se puedan visualizar conductas y decisiones que puedan afectar derechos humanos y generar potenciales daños ambientales, así como tomar responsabilidad por este accionar (Ringe y Gözlügöl, 2022). Estas políticas deberán de ser ejercidas por los directores de las empresas, quienes serán responsables de su ejecución, motivo por el cual nuevamente se observa cómo el buen gobierno corporativo en naciones parte de la Unión Europea, así como el caso visto para los Estados Unidos, abarcan un mayor alcance de responsabilidad, como también el tomar en cuenta temas medio ambientales y de género. Esta última incluso cuenta con su propia regulación propuesta en noviembre del año 2022, la cual se suma a las directivas adicionales que obligan a realizar reportes de sostenibilidad que vayan acorde a las políticas europeas, así como la elección de directores y comités para auditores que busquen verificar el cumplimiento (Huttunen, 2023).

A diferencia del caso latinoamericano, el conjunto de países de la Unión Europea está íntimamente conectados no solo por una moneda en común, sino además por políticas, libre movimiento entre naciones, incluso la posibilidad de poder trabajar en otro Estado miembro con mayor facilidad. De igual manera, para pertenecer a la Unión Europea se solicitan sendos requisitos que permitan demostrar que dicha nación cuenta con estándares mínimos de calidad, así como una solicitud previa de adhesión que toma años en ser respondida a partir de un análisis exhaustivo. Es, por tanto, muy complicado el poder compararlo con la región analizada en el presente trabajo, pero sí se tiene como objetivo el mostrar cómo la unión entre naciones facilita y llega a transparentar procesos como lo son las fusiones y adquisiciones transfronterizas, sin necesariamente aumentar la cantidad de estas.

Capítulo 3.- Los indicadores ajenos a la regulación y su relevancia.

3.1. Análisis general de Latinoamérica.

Llegados a este punto, queda más clara la situación histórica y presente de las distintas naciones latinoamericanas en lo que respecta a factores políticos, económicos y sociales. Se trata de un subcontinente que, en su gran mayoría, ha sufrido muchos altibajos en distintos sectores, donde persisten problemas como la pobreza, la corrupción, la inflación y sesgos políticos. Algunas naciones, como lo son Chile y Perú, han logrado mejorar a nivel general en los últimos treinta años, a partir de grandes cambios económicos, políticos y una mejor visión frente a la inversión extranjera, así como controles monetarios y de lucha inflacionaria, la disminución de la pobreza, y mantenerse estables y transparentes a nivel democrático (al menos comparada con naciones vecinas).

Ahora bien, con la finalidad de seguir un orden y tomando como base los indicadores del Banco Mundial y de Kaufmann (Kaufmann et al., 2010) detallados al inicio del presente trabajo, los puntos analizados por los potenciales inversionistas antes de querer hacer negocios en un país son los siguientes: voz y responsabilidad, estabilidad política y ausencia de violencia, eficacia del gobierno, calidad regulatoria – burocracia, Estado de derecho – imperio de la ley, y control de la corrupción. Por su parte, se procederá a desarrollar cada uno de estos, teniendo a su vez en consideración factores propios del trabajo, como lo es el factor histórico y comparativo.

A. Respecto a la voz y responsabilidad:

La polarización política es un fenómeno común en Latinoamérica, como ha podido verse en el capítulo anterior. A esto es importante sumarle la gran cantidad de dictaduras que han gobernado la región (y, como en el caso de Venezuela, algunas persistentes a la fecha) en épocas contemporáneas, las cuales se caracterizan justamente por la represión a la oposición y el control absoluto de las entidades estatales, e incluso la limitación a la libertad privada.

Sin embargo, de las investigaciones plasmadas puede verse que no toda dictadura ni control total tiene las mismas consecuencias. Dos ejemplos claves de la región son justamente el caso de Alberto Fujimori en el Perú y de Augusto Pinochet en Chile quienes, más allá de sus debatibles políticas, permitieron el ingreso de inversión extranjera directa de forma masiva. Esto se logró a partir de un cambio total de constitución, las cuales invitaban justamente a los inversionistas foráneos (e incluso locales) a apostar por sus respectivos países, a partir de garantizar seguridad jurídica a las transacciones, la libertad para negociar y de divisas, contratos ley, entre otras medidas analizadas.

Otro ejemplo histórico se encuentra en Paraguay, específicamente durante la dictadura de Alfredo Stroessner, quien gobernó entre los años 1954 y 1989. Al igual que en los casos de Fujimori y Pinochet, tanto la política, economía y cambios sociales tomaron como bases políticas anti comunistas y de libre mercado, lo cual incluyó la represión de todo opositor político (Canal Encuentro, 2017). Así, y como consecuencia, antes del inicio de esta dictadura, entre las décadas de los cuarentas y sesentas las inversiones extranjeras directas fueron ínfimas¹⁴², mas casi al final se verificó una notable mejora (Parquet, 1987). A partir de la década de los cincuentas, una vez que el dictador Stroessner logró la presidencia del país, se establecieron distintas normas que buscaban el ingreso de IED: la Ley N° 246, la cual estableció una regulación específica para el registro de capital extranjero, el aprobar un mercado de cambio de divisas libre, así como el detallar normativa específica para distintos sectores en cuanto a la inversión (Parquet, 1987). Esto generó una expansión y bonanza económica incluso hasta el decenio de los setentas, gracias sobre todo al aumento en los precios de las materias primas a nivel internacional, como también por el auge que fue creciendo con los años en cuanto a la cantidad de inversiones privadas, especialmente en este sector (Parquet,

¹⁴² Cabe acotar que, entre los años 1932 y 1935, Paraguay se enfrentó ante Bolivia la Guerra del Chaco, donde perdió gran parte de la población del país, además de, como cualquier batalla, generar grandes déficits del tipo económico, social y políticos (De Chazal, 2022).

1987). Como detalle no menor, en 1970 se promulga la Ley N° 216 sobre inversiones la cual, como señala Parquet: “(...) abarcaba tanto las inversiones de capitales nacionales como extranjeros y otorgaba numerosos incentivos para la radicación de estos últimos” (Parquet, 1987, p. 22). Se tiene, por tanto, el caso de otra dictadura latinoamericana donde, si bien hubo represiones y generó un gran daño social (Canal Encuentro, 2017), promulgó una gran cantidad de medidas que lograron elevar notablemente la IED.

Por el contrario, se tiene el caso de Venezuela donde, desde hace más de veinte años con la toma de poder de Hugo Chávez, se está ante una dictadura con políticas completamente opuestas a las aplicadas por Fujimori, Pinochet y Stroessner. En este caso, se buscó la represión y desincentivo de la inversión privada a partir de medidas políticas en contra de la IED, así como pocas garantías contra una potencial expropiación empresarial, ninguna libertad en cuanto a la tenencia libre de monedas extranjeras, limitación al movimiento de capitales, entre otras. Esto también desencadenó sanciones internacionales que terminaron por circunscribir la alternativa de quienes en algún momento pensaron en invertir en Venezuela. Así, y hasta la fecha, a pesar de que cada vez se buscan más esfuerzos por revertir este justificado rechazo a invertir, es poca o nula la cantidad de inversión privada.

Entonces bien, esto difiere de lo señalado por Kaufmann con respecto a que incluso en un gobierno dictatorial donde se limita la oposición política, la democracia y voz de los propios ciudadanos no llega a ser más importante (para los inversionistas nacionales y extranjeros) que las medidas políticas, normas y posición que el Estado tenga frente a la IED. Puede generar, inclusive, mayores incentivos si se compara a otras naciones que en la época contemporánea han vivido en democracia, como es el caso visto de Colombia o Argentina a partir de la década de los ochentas y luego de la dictadura militar de esta última.

El caso argentino es un claro ejemplo de polarización que termina demostrando lo señalado, y es que entre gobiernos de corte peronista y anti peronista no se tiene una posición clara con respecto a la IED, sumado a otros problemas económicos y financieros que no encuentran solución, como lo son la inflación y la devaluación monetaria. Así, para lo que es la visión de un extranjero que busca invertir en un país, temas como la democracia y la libertad de asociación (en cuanto al ámbito político y no a la libertad entre privados) quedan en un plano secundario frente a la posición y medidas del gobierno.

B. Estabilidad política y ausencia de violencia:

En cuanto a estabilidad política, salvo el caso de Venezuela, en los últimos quince años¹⁴³ Chile, Colombia, Perú y Argentina han sido naciones relativamente estables políticamente. Si bien como se señaló en cada caso ha habido episodios recientes de protestas y manifestaciones, ninguno ha durado lo suficiente como para afectar realmente la opinión de los inversionistas extranjeros. Justamente, y como parte de la investigación y posición que se toma en este trabajo, repentinos y cortos cambios no afectan el historial de un país, con lo cual, si bien es verdad que otra cualidad de la región es la baja aprobación del gobierno vigente de cada país, ninguna situación contemporánea ha hecho pensar en potenciales y viables golpes de estado.

En cuanto a la violencia, los peores resultados se encuentran en Venezuela y Colombia. Esta última nación, como se detalló en el Capítulo 2, ha sido enormemente afectada por el narcoterrorismo hasta la fecha, motivo por el cual, a pesar de ser una nación con un alto PBI y población en la región, no ha podido sobrepasar en cantidad de IED a otros Estados como Chile, ni si quiera el poder mantener una posición estable en cuanto a la cantidad de *M&A* del tipo *inbound* frente a países como Perú o Argentina. Y es que, justamente, las situaciones de violencia sí desincentivan a que empresarios opten por apostar por una nación, ya que más allá de que demuestre la falta de poder de un gobierno frente a este tipo de escenarios, es algo que puede terminar afectándoles directamente. Robos, secuestros, mafias e incluso extorsión son algunos de los hechos que ahuyentan a que capitales tanto nacionales como extranjeros apuesten por un país, lo cual también se ve en la antítesis que es Chile o Argentina que, comparadas a Venezuela y Colombia, tienen una inseguridad relativamente baja hasta la actualidad.

Sumado a esto, y como en el caso de la corrupción, la violencia también es una característica de Latinoamérica, siendo un factor tomado en consideración por quienes deciden invertir en un negocio.

C. Eficacia del gobierno:

En lo que respecta a la eficacia del gobierno para frenar distintos males que continuamente afectan a la región, solo algunos han logrado mantener controlados estos. En materia económica y financiera, los principales problemas son la inflación y el valor de la moneda local, que solo economías como la de Chile y Perú han mantenido un nivel estable desde la

¹⁴³ Tomando en consideración que la gran parte del análisis se realiza con datos antes de la aparición del Sars-Cov-2 en el 2019, el horizonte al que se hace referencia es desde el año 2004 hasta el 2019.

década de los noventa hasta la actualidad. Por otro lado, con respecto al caso de Colombia si bien no ha sufrido grandes quiebres de esta naturaleza en los últimos treinta años, por la información señalada en el capítulo anterior es posible ver cómo tanto la inflación como la depreciación de la moneda local han sido un mal persistente. Distinto al caso de Argentina, la cual incluso hasta la fecha de redacción del presente trabajo continúa con una historia contemporánea llena de devaluaciones monetarias y periodos inflacionarios. Justamente como se señaló, se trata de un mal que, si bien no ha mermado el ánimo de los inversionistas extranjeros para hacer negocios, sí ha sido problemático para tanto la población como para los emprendedores locales. Venezuela, claramente, es el peor ejemplo de cómo a consecuencia (parcialmente) de la falta de inversión extranjera puede generarse hiperinflación y una enorme devaluación de la moneda nacional, puesto que la falta de ingreso de dólares, sumado a la poca o nula inversión extranjera que pueda generar puestos laborales, no permiten al país ver una salida de estos males, al menos en el corto ni mediano plazo.

Un ejemplo no analizado en el capítulo anterior pero que es relevante para la hipótesis y comparativa del trabajo es el de Ecuador y el proceso de dolarización. Para el año 1999, esta nación se encontraba sumida en una crisis económica, política y social, con bastante desempleo, descontrol total en los precios, así como una fuerte devaluación monetaria¹⁴⁴ (Toscanini et. al, 2020). Como consecuencia, se retiraron a finales de dicho año aproximadamente 6,000 millones de dólares en inversión, con lo cual el país tuvo que endeudarse enormemente para poder sobrellevar esto (Lemoine, 2017, como se citó en Toscanini et. al, 2020). A razón de esta crítica situación, en ese mismo año el gobierno oficializó la dolarización de la economía, es decir que el dólar norteamericano pasaría a ser la moneda oficial del país. Si bien tomar esta medida tiene sus efectos positivos y negativos, únicamente en el presente trabajo se hará un enfoque en cuanto a sus consecuencias sobre la IED. De forma general, el PBI real creció anualmente de media un 3.5% (Toscanini et. al, 2020) hasta el 2019, lo cual lo situó dentro del promedio de la región, y la inflación pasó a ser de un dígito a partir del año 2002 (como en los casos de Perú y Chile). Sin embargo, el economista Xavier Ordeñana manifiesta que “Definitivamente se puede decir que la dolarización por sí sola no revierte el problema, no creo que eso sea muy seguro que explique la falta de inversión en el país” (Ordeñana, 2011, p.83), ya que es necesario que, a su vez, existan políticas que faciliten el ingreso y manejo de la IED. Por tanto, el uso de una moneda

¹⁴⁴ En ese entonces, la moneda oficial en Ecuador era el sucre.

hegemónica a nivel global y utilizada por antonomasia en los procesos de *M&A* como lo es el dólar norteamericano no garantiza (ni es el único factor) el que se invierta en una determinada nación, mas sí resulta importante sobre todo tomando en cuenta la debilidad de algunas monedas latinoamericanas y el alto nivel inflacionario.

Otro factor relevante para medir la eficacia de un gobierno a través de sus políticas, además de los niveles de corrupción y criminalidad como ya fueron analizados, es el nivel de pobreza. Como premisa del presente trabajo, además de encontrarse detallada en el primer capítulo, la inversión extranjera no solo beneficia directamente a la economía, sino además al ámbito laboral, generando empleos y mayores oportunidades para la población. Desde trabajos que no requieren de un nivel educativo muy avanzado hasta otros donde se solicita educación superior, la creación de puestos de trabajo permite a las sociedades reducir drásticamente los niveles de pobreza. Así, y de acuerdo con lo revisado, Chile es aquella nación con los menores niveles de este mal, considerando que su apertura al mundo data de mediados de la década de los setentas, con lo cual han tenido tiempo para reducir la misma a niveles mínimos en la región. Por su parte, Colombia y Perú nunca han podido bajar la misma a cifras de un solo dígito, a pesar de las constantes inversiones que han ido recibiendo a lo largo de la década de los noventas y dos mil. Esto, justamente, es un ejemplo de por qué la IED no es el único factor que ayuda a reducir los niveles de pobreza, ya que irá de la mano con las políticas tomadas por cada gobierno, además de otros factores exógenos. Argentina, como se vio, es un país con una cantidad de ciudadanos considerados pobres que ha incrementado notablemente en los últimos cinco años, además de poder visualizar el origen parcialmente, como la alta inflación y devaluación monetaria, puesto que terminan empobreciendo a sus pobladores. Venezuela, claramente, es el país de Latinoamérica que más padece esta situación, como se detalló en el Capítulo 2.

Ahora bien, cabe remarcar que los fenómenos descritos (inflación, devaluación monetaria y pobreza) no dependen exclusivamente de la ausencia de inversión extranjera directa, mas sí juega un rol importante como se ha detallado, sobre todo en lo que respecta a ingreso de dólares a una nación, la proliferación de puestos de trabajo, y un mercado más competitivo (mayor oferta). Por lo tanto, la falta de oportunidades, tanto para el país ante la ausencia del ingreso de flujos extranjeros como para las personas naturales por la carencia de empleos, mejores puestos laborales y/o altos niveles de inflación, sí terminan por desencadenar parte de los males descritos.

D. Calidad regulatoria:

Esta causal en Latinoamérica parte de una base similar para todos los países, ya que como se ha analizado, no cuentan con una regulación específica en cuanto a lo que las partes pueden negociar al momento de querer pactar una fusión o adquisición. Las mismas son, en gran medida, libres para redactar y acordar distintas cláusulas, obligaciones, responsabilidades, montos, condiciones, entre otros. Por ende, la ausencia de regulación termina siendo beneficiosa en lo que respecta a la libertad de poder negociar sin encontrar limitación alguna en la ley.

Sin embargo, la excepción se encuentra en los controles previos y posteriores a las operaciones de fusiones y adquisiciones. A nivel regional, se trata de un estándar que cada vez se viene implementando con más supuestos y otorgando más facultades a la entidad reguladora en cada caso (en el supuesto peruano es mediante el INDECOPI). El problema no solo radica en el tener que pasar por este tipo de procesos que finalmente determinarán si es posible o no realizar la operación, sino el largo trámite en el que puede terminar cada solicitud. Casos empíricos como el de Argentina nos demuestran la gran cantidad de tiempo que la entidad estatal puede tomarse para emitir algún pronunciamiento, como se señaló a partir de la lectura de Romero¹⁴⁵ y otros. Si bien en terceros países como el Perú es algo reciente, solo el tiempo dará señales sobre qué tan eficiente y acorde a la norma se ejerce la investigación y trabajo por parte del INDECOPI, así como el respeto de los plazos establecidos en la normativa vigente. Pero más allá del tiempo, el control previo y posterior ha tenido muchas críticas a nivel nacional, como se han podido comparar las posiciones de distintos autores en el Capítulo 1 del presente trabajo.

Respecto del factor histórico, cada país ha ido modificando sus políticas y puntos de vista sobre la IED. Chile comenzó en la década de los setentas con la dictadura de Pinochet, Perú a mediados de los noventas con Fujimori y cambios constitucionales importantes, al igual que el caso de Colombia y Argentina. Así, las cuatro naciones antes señaladas han sabido facilitar el acceso a los mercados domésticos a los inversionistas extranjeros, ya que como han podido comprender, es necesario el flujo exterior de dinero para poder salir adelante como país, tomando en consideración los beneficios previamente detallados (mayores ingresos, promoción de empleos, mejores oportunidades laborales, apertura al comercio exterior, mayor competencia en un determinado mercado, entre otros).

¹⁴⁵ Detallado en la página 106 y 107 del presente trabajo.

Venezuela, a diferencia de los demás países latinoamericanos mencionados, por distintas causales, principalmente políticas, ha buscado desde finales de la década de los noventa proteger la industria e identidad nacional, ahuyentando a potenciales inversionistas e incluso a quienes ya se encontraban operando en el país. Las consecuencias de dichas medidas son visibles hasta la actualidad y, debido a que estas perduraron durante más de veinte años, es complicado hoy en día se pueda convencer a tanto inversionistas nacionales como extranjeros de invertir en dicha nación.

Los resultados de las variables pueden ser vistos directamente en la cantidad de fusiones y adquisiciones que cada país ha recibido desde la década de los noventa, haciendo hincapié a partir de la segunda década del actual siglo. Sumado a esto, vale aclarar las diferencias que hay entre las inversiones provenientes desde el exterior frente a aquellas nacionales ya que, si bien ambas juegan papeles importantes para la economía de cada Estado, las primeras son justamente las que no solo suelen implicar una mayor inversión, sino también un nuevo empresario a nivel país, además de ser un buen augurio para otros potenciales inversores del exterior. Si bien entre Argentina, Perú y Colombia las cantidades de fusiones y adquisiciones como resultado de operaciones provenientes desde el exterior a nivel Latinoamérica son parecidas, Chile es, por lejos, el favorito, destacando aún más considerando el tamaño del país en términos de PBI, población, territorio, entre otros.

E. Estado de derecho:

Similar al indicador anterior, temas como la regulación a nivel local y los controles previos y posteriores en Latinoamérica suelen ser muy parecidos. Por lo tanto, principalmente son otros factores los que terminan convenciendo a los inversionistas extranjeros de si apostar o no por determinado país en la región.

Ahora bien, este índice va atado a la confianza que tienen las personas por las entidades y agentes encargados del orden, como lo son el sistema judicial, la policía, el respeto a los derechos de propiedad, entre otros. Sin embargo, salvo por el caso de Chile, de acuerdo con distintos indicadores internacionales plasmados en el capítulo anterior, en general la región está sumida en un sistema judicial lento, cuya percepción por parte de la población es bastante negativa. Empero, se cuenta con alternativas privadas como el arbitraje, el cual suele ser el método más común de resolución de controversias entre entidades privadas con capacidad de gasto, así como de estas frente el Estado.

Por tanto, si bien Latinoamérica cuenta con problemas en la celeridad judicial, se trata de un estándar. Sumado a esto, la alternativa de poder acudir a la justicia privada como lo son arbitrajes y la libertad y respeto para poder negociar, así como el reconocimiento de la propiedad privada, son finalmente los factores que terminan generando que los inversionistas se decanten por un país de la región en específico.

F. Control de la corrupción:

En primer lugar, la corrupción no es igual en todas las naciones. Si bien los niveles en el Perú no son tan positivos como en Chile, tampoco llegan al nivel de Venezuela, sino que son similares a los de Colombia y Argentina. La comparativa es un punto clave y, de hecho, parte de la hipótesis del presente trabajo, ya que más allá de las condiciones que una nación ofrezca, la clave se encuentra en destacar las ventajas frente a los otros países latinoamericanos.

Como parte del análisis realizado en el acápite A. sobre voz y responsabilidad, podemos ver que, a pesar de la existencia de altos niveles de corrupción, ésta no termina siendo del todo un impedimento para los potenciales inversionistas. Esto se debe, pues, a que los inversionistas saben del problema de corrupción en la región, al menos si se compara con la Unión Europea o incluso Estados Unidos, pero además importará si esto puede o no afectarle negativamente en cuanto a su negocio. Por tanto, quienes apuestan por algún país detallado en el presente trabajo (Chile en menor medida) conocen los riesgos a los que se podrían enfrentar. Pero, nuevamente, esto demuestra que la clave se encuentra en la posición y políticas que el gobierno de cada país tenga, y que se haya mantenido en el tiempo, frente a la IED, así como la existencia de otros factores exógenos.

Por otro lado, la gran polarización política existente, sumada a democracias endebles y en algunos casos dictaduras contemporáneas, no ha permitido tratar justamente el problema de la corrupción. Por el contrario, ha logrado hacer que la misma prolifere y se repita a lo largo de cada mandato presidencial o, directamente, sea el *modus operandi* de una dictadura.

De acuerdo con lo revisado en las fuentes y detallado en el presente trabajo, la mayoría de los autores¹⁴⁶ coincide en que la corrupción es inversamente proporcional a la cantidad de IED recibida: es decir, mientras mayor sea la corrupción en un país, menores serán los flujos que recibirá desde el exterior. Sin embargo, y siguiendo la misma lógica detallada en los párrafos

¹⁴⁶ Kaufmann (2010), Záborsky et. al (2021) y Vasco et. al (2014).

superiores, lo que finalmente determina el invertir o no en una nación es la posición del gobierno frente a la IED, más allá de que exista o no el mal descrito. Esto probablemente se debe a que a los empresarios esencialmente les interesa el respeto hacia sus bienes y que se les permita libremente negociar entre estos, así como contar con igualdad de condiciones frente a las empresas locales y la nula (o muy baja) existencia de un riesgo latente de ser expropiados.

3.2. La oportunidad brindada a Latinoamérica frente a naciones con economías más desarrolladas: ¿Por qué invertir en esta región y qué factores son los determinantes al momento de escoger?

Hasta el momento se han analizado los factores que tanto Kaufmann, el Banco Mundial y sendos autores consideran que influyen sobre la toma de decisión de invertir en un determinado país, mas cabe aclarar que no son los únicos índices. Otra base de datos como la *International Country Risk Guide* (ICRG) mide lo mismo utilizando otras variables, algunas de ellas coincidentes (Kiyamaz, 2013), así como estudios independientes de diversos autores. No existen parámetros estándares ni únicos a ser utilizados pues, muchos de estos se repiten entre los distintos autores.

Frente a la interrogante de por qué invertir en Latinoamérica, en realidad deben de considerarse los distintos orígenes del capital. Un primer supuesto es el de las multilatinas, es decir empresas que se constituyen en un país latinoamericano y que buscan iniciar su expansión internacional en naciones vecinas, usualmente a través de procesos de *M&A* o inversiones del tipo *greenfield*¹⁴⁷ (Penfold y Curbelo, 2013). Estas comenzaron a crecer en la región entre el periodo del 2006 y 2011, debido a que fue una época de baja inflación y estabilidad en Latinoamérica en su conjunto, con lo cual es una señal de cómo con el tiempo el sector empresarial logró mantenerse estable (Penfold y Curbelo, 2013). Sumado a esto, los tratados de libre comercio también han logrado que este tipo de empresas proliferen hasta el día de hoy (Véliz y D'Medina, 2022). Un detalle por considerar es que las transacciones de capital, entiéndase compras e inversión en general, a nivel regional suelen ser menores frente a las realizadas en

¹⁴⁷ De acuerdo con el portal Cuofano (2024), las inversiones *greenfield* son aquellas en las que una compañía establece una subsidiaria en suelo extranjero a partir de la inversión en facilidades como oficinas, plantas de producción, centros de distribución, y similares.

otras partes del mundo, como por ejemplo entre naciones de la Unión Europea (Fernández, 2010). Es decir, no son tan costosas, probablemente debido a un menor costo de vida y, sobre todo, monedas más débiles frente al euro y al dólar.

Ahora, son diversas las razones por las cuales los inversionistas deciden a nivel global invertir en Latinoamérica, a pesar de sus latentes problemas a nivel macro y microeconómico (así como político). Para comenzar, y como se estableció tanto en la primera parte como a lo largo de todo el trabajo, las empresas buscan ampliar sus mercados, lo cual puede lograrse mediante la compra de otras compañías o bien la búsqueda de distintos recursos, tangibles e intangibles (Daniels et. al, 2007).

Según el modelo gravitacional, la fuerza de atracción (cantidad de inversión) es proporcional al tamaño de la economía¹⁴⁸, algo que se verifica con las dos naciones que reciben más IED en la región, las cuales son Brasil y México, justamente las más grandes económicamente hablando (Vasco et. al, 2014). Sin embargo, el tamaño de la economía no es suficiente para explicar que el tercer país con más IED sea Chile, una nación con menor cantidad de habitantes y territorio que Argentina, Perú, Venezuela y Colombia, como se ha visto en el capítulo anterior. Los altos niveles de IED en Chile se explican en sus históricos índices de modelo corporativo, así como el trato a este tipo de inversión y en general el propiciar un ambiente comercial abierto y afable frente a terceros¹⁴⁹.

Por otro lado, la década de los noventa fue una época de nuevas oportunidades para los países latinoamericanos con respecto a la IED (Penfold y Curbelo, 2013), en las que muchas operaciones de *M&A* transnacionales se vieron motivadas por economías que no solo crecían de forma galopante, sino que, además y, sobre todo, garantizaban ambientes favorables para los inversionistas. Este fue el caso de naciones como Argentina y Perú (Bohada y Romero, 2019). Por tanto, es importante entender que los distintos inversionistas a nivel global ven en Latinoamérica una potencial oportunidad para expandir sus negocios al ser mercados emergentes.

¹⁴⁸ Según Vasco y los otros autores (2014), el modelo gravitacional toma en cuenta varios factores como la distancia entre las naciones (la compradora y la *target*), variables de buen gobierno corporativo, entre otras; sin embargo, con tamaño de la economía principalmente hacen referencia al PBI total, tamaño del país y población.

¹⁴⁹ Vasco et. al (2014) lo destacan en su texto como aquel que se encuentra por sobre todos en lo que respecta mejor gobierno corporativo, al punto de concluir a partir de su estudio estadístico que, en el año 2010, si naciones como México, Perú, Argentina y Colombia alcanzaran el estándar chileno en el mencionado estándar, sus actividades de *M&A* se hubiesen visto duplicadas.

Pasando a los factores exógenos: En primer lugar, tenemos a los impuestos pues, es lógico pensar que, reduciendo estos, se logrará captar más inversión extranjera. La realidad es que, de acuerdo con Agostini y Jalile (2009) y cuyo estudio se realizó tomando en cuenta distintas naciones latinoamericanas, la evidencia e investigaciones no concluye un resultado definitivo, o bien la relación negativa existente (es decir, a mayores impuestos, menor la inversión extranjera directa) es mínima. Con respecto a los resultados, de acuerdo con las investigaciones de los autores, aumentar en un punto los impuestos, por ejemplo, a las utilidades, disminuye la inversión directa entre un 0.76 y 0.93%, con lo cual no es realmente una variable que cause mayor impacto.

Sin embargo, una variable importante y poco analizada en la literatura es el alfabetismo. De acuerdo con Agostini y Jalile (2009), por cada punto porcentual en el que el país disminuye su analfabetismo, la inversión extranjera directa aumenta entre un 2.2% y 4.1%. Esto supera en relevancia a otras variables como la población (menos de un punto porcentual por cada punto que aumente la misma), infraestructura (aproximadamente un punto porcentual de aumento de IED por cada incremento de la misma a nivel nacional), e incluso frente a un aumento en los salarios. La idea básica del por qué un mayor nivel de alfabetización para una nación es vista con buenos ojos por los inversionistas extranjeros es la siguiente: potencialmente mejor y mayor cantidad de mano de obra calificada para los distintos rubros corporativos, pues junto con la variable del sueldo determinará si la empresa podrá contar con profesionales a quienes contraten en el país, así como a la par el monto total de planillas que deberá de pagar.

Otra variable podría ser la tasa de interés, pero en realidad no influye mucho sobre las decisiones de inversión extranjera ya que, si bien es cierto el aumento de esta vuelve más costoso un financiamiento, afecta de igual manera a todas las empresas dentro de un país, tanto nacionales como extranjeras (Cortés et. al, 2018)¹⁵⁰. Lo mismo sucede, de acuerdo con los señalados autores, con el índice bursátil: no se trata de una variable que realmente afecte la decisión o no de invertir.

Por otro lado, es importante señalar las típicas variables utilizadas en la literatura, y cuál es, en síntesis, la que más afecta a las decisiones de los potenciales inversionistas. Más allá del conocido y ya comentado índice de Kaufmann, avalado por sendos autores e incluso usado por el Banco Mundial, los riesgos pueden dividirse en subcategorías de lo que se entiende por

¹⁵⁰ Este estudio se realizó a nivel latinoamericano.

riesgo país: las reglas establecidas por cada gobierno, tanto en la regulación (entiéndase en el procedimiento de fusiones y adquisiciones, control previo, sobre las inversiones extranjeras, etc.), comercio, impuestos, leyes laborales, entre otras.

Por su parte, en materia de riesgos económicos se tienen a las siguientes variables: inflación, PBI per cápita (como se explicó en el caso de Chile, se trata de un factor esencial y más fiel a la realidad con respecto a la situación de un país frente a únicamente medir su PBI total), *ratio* entre ingresos y gastos por parte del gobierno, posibilidad de expropiación (como se vio en el caso de Venezuela con las medidas tomadas por Chávez a partir del inicio del siglo XXI), entre otras.

Respecto a riesgos financieros, se cuenta con el siguiente factor: las deudas gubernamentales (Schipperus, 2014). Un caso para destacar es el de Argentina, debido a su constante y creciente deuda con el Fondo Monetario Internacional, como ejemplo (Castro, 2022). Otras variables distintas a las determinadas por Kaufmann, pero reconocidas por otros autores, son el tamaño de la economía (como se vio con el efecto gravitacional), cercanía geográfica, similitudes lingüísticas, así como variables comerciales como los tratados de libre comercio (Penfold y Curbelo, 2013). Estas últimas dos son consideradas, para Agostini y Jalile (2009), como variables *dummy*, es decir aquellas que dependerán de si existe o no alguna relación comercial entre ambas naciones, teniendo como un claro ejemplo a la Comunidad Andina (CAN) o Mercosur. Estas dos son entidades supranacionales esenciales al momento de analizar a las multilaterales y su crecimiento a lo largo de los años, como se detalló en la sección anterior (Agostini y Jalile, 2009).

Para el caso de la corrupción, por su parte y como se vio, no existe un consenso de si genera un efecto positivo o no sobre la influencia de la inversión extranjera directa (aunque la mayoría de los autores considera que es negativa¹⁵¹), mas como se señaló a lo largo de todo el capítulo previo, es un problema recurrente en Latinoamérica. Asimismo, se trata de un fenómeno que afecta negativamente a la calidad de vida de una nación, tanto para sus pobladores (menos y peores obras en infraestructura, poca transparencia gubernamental, imposibilidad de salir adelante sin tener que incurrir en esta práctica, entre otros) como para el gobierno (mal visto a nivel internacional), motivo por el cual es imprescindible se siga combatiendo y castigando.

¹⁵¹ Kaufmann (2010), Zámorsky et. al (2021) y Vasco et. al (2014).

Una vez que se han visto estos factores típicos señalados por los distintos autores, es hora de acotar algunos a los que, a partir de la presente investigación, se pueden agregar en la literatura. El primero es el factor **histórico** en relación directa con la regulación, de allí que resulta importante la evolución a través del tiempo de la situación económica, política y social de cada país analizado. En Chile, si no hubiese sido por el golpe de Estado del año 1973 y la dictadura que rigió por más de diecisiete años, probablemente no hubiese existido interés por parte de los inversionistas, debido a la implementación de distintas políticas regulatorias que invitaban a la inversión y despegue de la economía. Lo mismo para el caso detallado de Paraguay con Alfredo Stroessner. Ahora bien, el factor histórico va, justamente, de la mano de la regulación, puesto que es a partir de esta se invita o no a la inversión, tal y como hizo Pinochet durante la mencionada dictadura. Esto también se vio reflejado, en menor medida (ya que todavía no era considerada como tal) con el gobierno de Alberto Fujimori en el Perú, a inicios de la década de los noventa. Así, y gracias a sus medidas económicas orientadas a la apertura de capitales extranjeros, se logró no solo salir de la hiperinflación que aquejaba al país, sino además mantener un modelo conocido como el “milagro económico”, al menos hasta el año 2019, brindando confianza y espacio para el ingreso de la IED.

Sin embargo, los mismos acontecimientos políticos no llevan a los mismos resultados, como es el caso de Venezuela la cual, como se detalló, a la fecha continúa en una dictadura por más de veinte años, pero tomando medidas que repelen e incluso restringen la inversión en general, siendo opuesta al caso chileno.

Otro caso es el de Colombia y Argentina, naciones que, considerando el tamaño de sus economías, PBI, cantidad de población e industrias, deberían de haber superado con creces a otras naciones como Perú o incluso Chile. Esto, debido a que no han logrado mantenerse por encima de estos Estados a lo largo de los últimos años en lo que respecta a cantidad de *M&A* e inversión extranjera, de acuerdo con los datos investigados y plasmados en el Capítulo 2. Esto se debe principalmente a que tanto Colombia como Argentina cuentan con un histórico y permanente problema con la inflación, sobre todo en el caso de la segunda nación, siendo esto un gran desincentivo para cualquier inversionista local y extranjero. La regulación en materia ajena a las reorganizaciones societarias aplicada por ambos países a lo largo de las últimas décadas no ha permitido que la economía de estas crezca de forma constante, sumado a que la población tenga que padecer de una moneda que se devalúa continuamente y no tiene estabilidad frente al dólar. Ejemplos detallados fueron las políticas argentinas de apertura económica que se vivieron durante la década del noventa, a partir de la invitación para la

privatización y fijar el tipo de cambio (que, lamentablemente, ayudó a desembocar en la enorme crisis generada al final de la década). Justamente durante ese periodo se vivió un auge en la cantidad de fusiones y adquisiciones, así como en general de IED, en este caso a partir de buscar cambiar la historia del país. Sin embargo, como se adelantó, esta bonanza no duró mucho, y Argentina volvió a recaer en el repetido problema inflacionario y con una alta devaluación de su moneda a fines de dicha década. Desde hace años que Argentina sigue padeciendo estos males, gracias justamente a que la historia muestra cómo los gobernadores no pueden dejar de depender del uso indiscriminado de la banca central, verbigracia, a través de medidas regulatorias que no permiten sea independiente y aplique políticas que considere beneficiosas a largo plazo.

Para el caso de Colombia, sumado al problema de la estabilidad monetaria, se le añade el factor de la violencia: desde hace muchos años que el conflicto con la FARC, así como el del narcotráfico, no se logra solucionar, como se ahondó en el Capítulo 2. Justamente al no haberse implementado medidas efectivas a lo largo de tantos años, ni crear una regulación ni entidades que cumplan la ley a cabalidad, es que siguen siendo problemas latentes y preocupantes en este país. No es de extrañar que sus niveles de *M&A* no hayan podido nunca repuntar frente a economías más pequeñas, como Chile, ni lograr superar a Perú, de la cual se encuentra más cerca económicamente. Autores como Schipperus (2014) y Kiyamaz (2013) consideran que, en primer lugar, al no observarse diferencias notables con respecto a las primas de inversión¹⁵², el mitigar el riesgo en general es lo que los inversionistas primero toman en cuenta. Asimismo, entre las variables del entorno consideradas por inversionistas extranjeros se tiene a la efectividad y orden que impongan las instituciones, así como el cumplimiento de la ley, lo cual evidentemente poco o nada se cumple si la violencia sigue viéndose como algo normalizado.

En cuanto al famoso término riesgo país, el mismo, dada su propia definición y lo relatado por los autores, incluye a las condiciones socioeconómicas, lo cual implica, además de violencia, otro problema persistente en el caso de Colombia: la pobreza. Finalmente, todo se encuentra conectado, pero no solo a nivel de factores (partiendo desde el riesgo político y las medidas regulatorias y políticas que toma el gobierno), sino también a partir de la historia contemporánea de cada nación.

¹⁵² Bajo la teoría de que mientras más riesgo haya significa que mayores podrán ser las ganancias.

Lamentablemente, es difícil para un país latinoamericano, el cual se encuentra en vías de desarrollo, poder eliminar por completo todo mal que lo haya aquejado a lo largo de los años: inflación, violencia, corrupción, poco o nulo orden por parte de las entidades a cargo, regulación deficiente, al encontrarse impregnados desde hace décadas. Esto termina haciendo real la existencia de un factor histórico tomado en consideración por quienes buscan invertir.

Como conclusión, la historia contemporánea de cada nación es determinante para considerar o no a cada una de estas como un potencial espacio de inversión, ya sea al momento de constituir, comprar o adquirir parte de una empresa. Así, se ha podido visualizar cómo algunos males se repiten a lo largo de la historia en determinadas naciones, independientemente del gobierno que se encuentre en un determinado momento.

Por otro lado, es importante la **comparación** entre los Estados pues, si tienen algo en común a lo largo de la historia reciente, es que se han repetido los distintos males mencionados. Naciones como Chile, Perú y Argentina se han mostrado abiertas a la inversión a partir de distintos puntos y eventos en sus respectivas historias contemporáneas. Para el caso peruano, luego de haber salido de la hiperinflación que afectó al país hasta finales de la década de los ochentas, se lograron consolidar mejores medidas que incentivaban a la IED, las cuales perduran hasta la fecha.

Otros factores sumamente relevantes para el ingreso de IED y no estudiados lo suficiente por la gran mayoría de autores es la **cercanía** de países vecinos (que explica a las multilaterales) y una variable que el autor del presente trabajo llama **similitud universal**, la cual se procederá a detallar.

En primer lugar, y como puede verificarse a lo largo del Capítulo 2, de acuerdo con distintos estudios realizados por consultoras como PricewaterhouseCoopers, Deloitte y Thomson Reuters, una gran parte de la inversión manifestada a través de operaciones de compra y venta de acciones proviene de la propia región latinoamericana. Inclusive, en algunas naciones llegan a superar a aquella proveniente de mercados más grandes como el europeo y norteamericano. Entre las fuentes verificadas se pudo hallar que esto tiene su origen en varios factores: el primero es, justamente, la cercanía geográfica, la cual facilita el comercio entre los países parte de la operación, lo que implica un mismo o muy similar huso horario, idioma, costumbres, e incluso podría existir una regulación migratoria facilitadora entre ambos.

Por su parte, podría fomentar la IED (bajo el mismo supuesto que la Unión Europea, salvando las diferencias) la existencia de distintas organizaciones subcontinentales que facilitan el

comercio en general, así como las buenas relaciones entre los gobiernos: la Comunidad Andina (CAN), el Mercado Común del Sur (MERCOSUR), la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC), y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Sumado a esto, la existencia de tratados de libre comercio y otros de carácter tributario (por ejemplo, que eviten la doble imposición en el cobro de impuestos) generarían un ambiente más propenso para la IED entre naciones latinoamericanas.

Como punto aparte, la regulación de *M&A*, competencia y defensa del consumidor es muy similar entre las naciones de la región latinoamericana, tal como se detalló, verbigracia, con respecto al caso de los umbrales para la evaluación de operaciones de compra de empresas, y la ausencia de regulación de figuras y cláusulas típicamente aplicadas en las fusiones y adquisiciones. Así, por ejemplo, en los Estados Unidos existe una gran cantidad de instituciones que resguardan operaciones transnacionales que tienen como objetivo dicho país, tal y como se vio en el Capítulo 2. Por su parte, a nivel latinoamericano no existen tantas entidades intervinientes en los procesos de *M&A* frente a lo que ocurre en los Estados Unidos y, además, todas tienen un funcionamiento muy similar entre naciones, lo cual facilita tanto el entendimiento como adaptación por parte de los inversionistas. Por ello, la similitud en la forma en la que operan las entidades termina explicando el éxito de la expansión de las multilatinas.

Se puede decir que existe una familiaridad entre los inversionistas regionales, sustentada en que los países latinoamericanos tienen una similar regulación *antitrust* en la mayoría de los casos, así como resulta escasa e insuficiente frente a, verbigracia, lo dictado por la Unión Europea y los Estados Unidos. Se concluye del presente trabajo que en todos los países de la región se tienen instituciones relativamente débiles, propensas a la corrupción, al poco entendimiento de operaciones complejas como lo son las fusiones y adquisiciones, si es que se comparan con naciones más avanzadas en materia de libre competencia y análisis del mercado.

Sin embargo, justamente quienes viven en naciones latinoamericanas entienden que, de alguna u otra forma, las operaciones de *M&A* y la IED en general terminan funcionando a pesar de los persistentes problemas de la región. Por su parte, también influyen las ventajas como el idioma, variables *dummy* como cercanías comerciales, tributarias y legales entre países, similitudes y buenas relaciones históricas. Asimismo, también se consideran los menores desembolsos frente a lo que sería gestionar una fusión o adquisición en un país con una moneda y economía más fuerte, un detalle no menor de acuerdo con lo revisado sobre las grandes devaluaciones monetarias que padecen algunos países de la región.

Si bien algunas naciones en Latinoamérica tienen mejores indicadores que otras en materias como la inflación, violencia, corrupción, pobreza, entre otros, el grado en común es promedio en la región, lo que termina manteniendo a todas dentro de un nivel similar. En los distintos *rankings* internacionales comentados en el capítulo anterior, donde a nivel de corrupción, ningún país (salvo Chile, Uruguay y Venezuela) se aleja mucho de la media regional, y lo mismo en cuanto a la pobreza, sensación de democracia, libertades, problemas en la implementación de entidades estatales fuertes, incluso con respecto a la inflación, entre otras variables.

En un contexto como el descrito, pudiera parecer que se desalienta a la IED, pero el fenómeno de las multilatinas es real y se debe a la variable llamada **similitud universal**. Justamente, esta encierra distintos factores que explican la expansión de empresas latinoamericanas dentro de la región pues, si bien es cierto que algunas naciones se encuentran en mejor situación con respecto a otras con las que colindan, existe un estándar entre estas, que incluso si es negativo en varios aspectos, en realidad facilita la comprensión y genera cierta confianza en el inversionista. Esto debido en parte a la *expertise* de los empresarios al haber constituido previamente una empresa en alguno de estos países.

Por otro lado, el factor histórico también complementa el sentir de los inversionistas junto con la variable de similitud universal, ya que la historia latinoamericana ha tenido puntos en común con respecto a etapas de crecimiento económico, verbigracia, la década de los noventa en Chile, Perú y Argentina.

3.3. Perú: análisis interno y a nivel regional.

Una vez analizada la situación de Latinoamérica desde un punto de vista político, económico y social, así como de su historia contemporánea hasta la actualidad, es más sencillo profundizar en el caso peruano.

En lo que respecta a los resultados, y de acuerdo con los datos empíricos y estadísticos descritos en el Capítulo 2 por parte de distintas consultoras, en el Perú la cantidad de inversión extranjera en forma de *M&A* está dentro del promedio regional. Sin embargo, es importante considerar las comparaciones que se realizaron frente a otras naciones y el tamaño de sus economías, destacando positivamente el caso de Chile, y negativamente el de Argentina, Colombia y, en mayor medida, Venezuela.

Se ha buscado realizar un análisis que va desde lo que corresponde a la regulación interna del país en este tipo de operaciones empresariales, hasta los factores que determinan el atractivo de una nación. Asimismo, la investigación arrojó como resultado que otros puntos claves están en la historia contemporánea de la nación, la similitud entre estas a nivel latinoamericano en lo que respecta a la regulación y males contemporáneos, y otros factores detallados y explicados por sendos autores (principalmente el Banco Mundial, Vasco y Kaufmann), los cuales fueron recopilados, analizados y algunos observados.

3.3.1. **Análisis con respecto a la regulación y las entidades a cargo de los procesos de M&A.**

Respecto de la regulación de fusiones y adquisiciones empresariales, el Perú sigue la misma línea que en la región: esto es el no regular en ninguna normativa o cuerpo legal las figuras utilizadas en este tipo de negocios, como las *explayadas* en el primer capítulo del presente trabajo. Empero, algunas de estas coinciden con la regulación local y supletoria que brinda el Código Civil Peruano, motivo por el cual la libertad de las partes prima en las negociaciones. Por ejemplo, para el caso de la cláusula de *Material Adverse Change* (MAC), se tiene el caso fortuito o fuerza mayor, tipificado en el artículo 1315 del mencionado texto legal; por otro lado, el incluir o no una cláusula del tipo *sandbagging* o *antisandbagging* dependerá de la voluntad de las partes, pero en caso de no establecerse, la regulación en el Perú, de acuerdo con lo tipificado en los artículos 1326 y 1327 del Código Civil, el criterio será el del *antisandbagging*. A esto se le añade la cláusula *earn out*, la cual no es más que una condición futura y la libertad de las partes de señalar esta o un monto determinable, como se permite en el cuerpo legal señalado anteriormente.

Por otro lado, es clave recalcar lo siguiente: la región compite constantemente por atraer IED, ya sea de naciones vecinas como de países con un nivel socioeconómico más desarrollado, lo cual explica también en parte la similitud en la regulación a nivel latinoamericano y el fenómeno de las multilatinas. Esto último, verbigracia y como se detalló, genera que ningún país busque regular específicamente el contenido de los acuerdos de fusiones y adquisiciones, puesto que una regulación restrictiva no solo limitaría a la negociación entre las partes, sino que sería distinta a cómo se manejan en las otras naciones de la región.

En cuanto al control previo de concentraciones empresariales, el Perú es uno de los últimos países en Latinoamérica que ha adoptado esta medida, regulándolo de modo muy similar al de

las naciones vecinas. Esto, por su parte, facilita en cierta forma el entendimiento de los inversionistas (específicamente aquellos latinoamericanos) sobre las figuras locales cuando desean expandir sus negocios a otras naciones, como se detalló con el caso de las multilaterales y el factor llamado similitud universal. De esta manera, el Perú logra mantenerse dentro del estándar regional en cuanto a la regulación y control de las concentraciones empresariales, lo que casi termina convirtiéndola en una variable *dummy* (salvo que, en la práctica, sea un proceso muy lento comparado con otros Estados vecinos). Asimismo, en este trabajo se discutieron y compararon posiciones de distintos autores nacionales sobre la conveniencia o no de que exista en el Perú este tipo de controles, algunos a favor y otros en contra, lo cual denota, justamente, que se trata de un tema controversial.

Por su parte, vale remarcar que, más allá de cómo se aplique en la teoría el control previo y *ex post*, lo importante es la forma en la que la entidad a cargo (en el caso peruano el INDECOPI) ejecute esta operación. Verbigracia, el tiempo real que le toma decidir si procede o no una operación, si condiciona esta a determinados requisitos previos, el tiempo que le toma evaluar si ha subsanado ciertas observaciones, entre otros. Debido a la reciente implementación del control previo y posterior a nivel nacional, el INDECOPI ha adquirido un papel protagónico con respecto a las operaciones de fusiones en los últimos años en el Perú.

Ahora bien, importa la forma en la que INDECOPI trabaje y respete lo establecido en la respectiva normativa, pues esto podría llegar o no a impactar en la duración de este tipo de operaciones y, así, en la atracción de IED. Un ejemplo se vio en el caso de Argentina, donde Romero y otros (2020), a partir de la recopilación de datos y comparativa de los mismos, logra concluir que el proceso en la práctica tarda considerablemente más de lo que debería demorar de acuerdo con la normativa, y de igual forma si es comparada con países como Brasil y Chile. Este es un tema que va más allá del factor regulatorio, ya que pasaría a ser un problema de la práctica antes que de la norma, debido a que esta última es muy similar a nivel regional. Así, en palabras de Guillermo Ferrero, Managing Director de PricewaterhouseCoopers en Perú, en el informe de esta empresa y Dealwatch del año 2019 (es decir, antes de la entrada en vigencia del control *ex ante* y posterior),

La experiencia en países vecinos como Colombia y Chile refleja que la regulación no ha generado un impacto negativo en el mercado ni una desaceleración de la economía. (...) Sin embargo, para el éxito del sistema resulta fundamental que los umbrales sean altos, que los funcionarios de INDECOPI se encuentren debidamente capacitados y que

las respuestas de dicho organismo sean céleres, claras y adecuadamente motivadas. (PricewaterhouseCoopers & Dealwatch, 2019, p. 11)

Por lo tanto, y dada su reciente implementación, sumado a la paralización económica generada por distintas causales tanto nacionales como internacionales, recién en unos años se podrá darse un veredicto sobre la eficiencia en el trabajo de INDECOPI en los procesos de controles *ex ante* y *ex post*.

Otra entidad clave es la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (SUNARP). Debido a que se procedió a detallar sobre el funcionamiento específico de la misma en el Capítulo 2, simplemente se hará un enfoque de críticas constructivas o bien puntos que, en su momento, tuvieron que ser aclarados. Así, el postulado base es el siguiente: “A mayor eficiencia del Registro en brindar seguridad jurídica, menores serán los costos de transacción” (Rey y Ríos, 2018, p. 255). Así, un detalle importante se encuentra en que, en el Perú, de acuerdo con lo establecido en el artículo VII del Título Preliminar del Reglamento General de los Registros Públicos, se reconoce el principio de legitimación¹⁵³. De acuerdo con Fernando Tarazona:

Como se indicó la presunción de exactitud del asiento registral es *iuris tantum*, es decir admite prueba en contrario, en razón a que el Registro es declarativo y no constitutivo, y por lo tanto, puede ser que lo que publicite no corresponda con la realidad. Pero mientras no se rectifique, se presume que el derecho publicitado es válido y exacto” (Tarazona, 2010, p. 156).

Esto se contrapone con que el registro sea constitutivo, con lo cual, como dato, podría generar problemas, verbigracia, con respecto a la fecha de constitución de una fusión o en general reorganización societaria.

Otro problema destacado en la primera parte del presente trabajo es cómo ni la Ley General de Sociedades actual ni ninguna otra norma detalla la posibilidad de que una sociedad peruana pueda ser redomiciliada en el extranjero, lo cual podría ser una alternativa para alcanzar una expansión del tipo multilatina. El mismo problema de ausencia regulatoria se encuentra en cuanto a la posibilidad de poder gestionar una fusión transfronteriza directa en el Perú, puesto

¹⁵³ “VII. Principio de legitimación: Los asientos registrales se presumen exactos y válidos. Producen todos sus efectos y legitiman al titular Registral para actuar conforme a ellos, mientras no se rectifiquen en los términos establecidos en este Reglamento o se declare judicialmente su invalidez.”

que las únicas alternativas reales, en caso la sociedad adquirente sea extranjera, es que o bien esta solicite ser redomiciliada al Perú, lo cual es un proceso complejo y laborioso, o bien establezca una sucursal en el territorio nacional.

Con respecto a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), como se señaló al inicio del trabajo, el impuesto a la renta se aplicará a las operaciones de *M&A* dependiendo de cada caso, lo que implica distintos montos y supuestos, mientras que el impuesto general a las ventas se aplicará únicamente en caso se compre o transfiera una empresa, por ejemplo, mediante un contrato (Morales, 2022). Asimismo, es importante tener en consideración el llevar las finanzas contables al día y considerando todo lo que este tipo de operaciones involucra. Por ejemplo, en caso las sociedades partícipes decidan reevaluar voluntariamente sus activos, la diferencia sí será gravable con el impuesto a la renta, salvo no se distribuya la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable que se determinó¹⁵⁴ (Hernández y Escribens, 2007). Asimismo, el impuesto general a las ventas no tendrá que pagarse como tal al no calzar en ningún supuesto detallado en el artículo 1 del Texto Único Ordenado de la Ley del IGV, salvo por las obligaciones previamente prestadas por la sociedad absorbida, de acuerdo con lo establecido en el Informe N° 061-2014-SUNAT/5D0000, o para el caso detallado de la compraventa de una sociedad.

Por su parte, la regulación en materia societaria se vio modificada durante la pandemia del Sars-Cov-2, es decir a partir del segundo trimestre del año 2020 en el Perú. Debido a las restricciones de libre tránsito, muchas operaciones del tipo *M&A* se encontraron en riesgo tanto de ser aplazadas como de directamente cancelarse. Una medida importante y sobre todo

¹⁵⁴ De acuerdo con el artículo 104 de la Ley del Impuesto a la Renta, las partes que intervienen en el proceso de *M&A* pueden optar por cualquiera de las siguientes alternativas:

“1. Si las sociedades o empresas acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable determinado de acuerdo con el Decreto Legislativo N° 797 y normas reglamentarias estará gravado con el Impuesto a la Renta. En este caso, los bienes transferidos, así como los del adquirente, tendrán como costo computable el valor al que fueron revaluados.

2. Si las sociedades o empresas acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable determinado de acuerdo con el Decreto Legislativo N° 797 y normas reglamentarias no estará gravado con el Impuesto a la Renta, siempre que no se distribuya. En este caso, el mayor valor atribuido con motivo de la revaluación voluntaria no tendrá efecto tributario. En tal sentido, no será considerado para efecto de determinar el costo computable de los bienes ni su depreciación.

3. En caso que las sociedades o empresas no acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, los bienes transferidos tendrán para la adquirente el mismo costo computable que hubiere correspondido atribuirle en poder de la transferente, incluido únicamente el ajuste por inflación a que se refiere el Decreto Legislativo N° 797 y normas reglamentarias. En este caso no resultará de aplicación lo dispuesto en el Artículo 32 de la presente Ley.

(...).”

conveniente fue la promulgación del Decreto de Urgencia N° 100-2020, mediante el cual se permitió que las sociedades puedan realizar juntas de accionistas de manera virtual, incluso si no se encontraba esto establecido en el estatuto. De esta manera, no solo no se perjudicó el derecho de los accionistas de poder reunirse y poder desarrollar los temas de la sociedad, sino que más específicamente esto impidió la paralización de operaciones de fusiones y adquisiciones, las cuales requieren de ser explicadas y aprobadas por los socios.

Así, la regulación debe de buscar facilitar las operaciones y negocios de las personas naturales y jurídicas, motivo por el cual es importante que el Perú siga adoptando las medidas necesarias en caso la realidad así lo exija. El equilibrio entre la regulación y la libertad de las partes es clave tanto para atraer IED como para facilitar las negociaciones en un proceso de *M&A*.

Como punto final, cabe señalar que el *compliance* y todo lo que implica las buenas prácticas corporativas ha ido creciendo a nivel regulatorio en los últimos tiempos, tanto a nivel nacional como internacional. Sin embargo, para el caso peruano, dependerá del rubro de la sociedad¹⁵⁵, verbigracia, si requiere o no la implementación de un Sistema de Prevención contra el Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo. Por su parte, toda persona jurídica es potencialmente imputable de responsabilidad penal.

3.3.2. Análisis con respecto a los factores exógenos a la regulación.

Luego de realizar un análisis a profundidad sobre la situación peruana comparada con distintos países de la región, se puede verificar que, de manera general, las condiciones para la promoción de la IED se encuentran dentro del promedio. Así, tomando en consideración sus puntos fuertes y débiles, el Perú no destaca frente a otras naciones como el caso de Chile, mas tampoco se encuentra en una situación crítica como Venezuela o Argentina, desde un punto de vista de tamaño de la economía.

Sin embargo, las crisis políticas que han azotado al país desde hace al menos un lustro a la fecha de redacción del presente trabajo, así como los efectos de la pandemia del Sars-Cov-2, la guerra entre Rusia y Ucrania, y la inflación global entre los años 2022 y 2023, de cierta forma han frenado la economía. Vale recalcar que este freno ha aparecido en el ámbito social,

¹⁵⁵ En el artículo 8 de la Ley N° 27693, ley que crea la Unidad de Inteligencia Financiera – Perú, se detallan a los sujetos obligados, es decir a las empresas que, dependiendo de su objeto social, tienen el mandato de informar a la Unidad de Inteligencia Financiera (UIF) de sus actividades e ingresos, así como cualquier actividad sospechosa.

económico y político, lo cual termina afectando la manera en la que los inversionistas miran al país, tal y como se explicó a lo largo del presente trabajo.

Por su parte, la situación política en los últimos años no ha generado un clima de confianza en los inversionistas: reiterativas vacancias presidenciales, cierres del congreso y un intento de auto golpe de Estado en menos de seis años terminaron afectando la imagen y credibilidad de la política peruana. A esto se suma la fuerte polarización política agravada con la elección presidencial del año 2021, un deficiente manejo de la crisis sanitaria y golpe a la economía entre los años 2020 y 2023, y finalmente la actual crisis política y social que, hasta la fecha, sigue vigente (Burt, 2023).

También la parte económica no solo se vio afectada, sino además expuesta por importantes evaluadoras internacionales. La calificación crediticia del Perú (Priale, 2023), antes de este último lustro, se encontraba relativamente bien a nivel regional (Andina, 2019). Es importante para el Perú el poder retornar a lo que logró históricamente a partir de la década de los noventas. El factor histórico es importante de poder preservar considerando cuánto logró crecer el país, así como la visión que se tuvo desde el exterior. Por ejemplo, Chile, en el último lustro, también padeció distintas crisis políticas que casi finalizan con una derogación y nueva constitución (en dos ocasiones), mas logró recuperar su estabilidad social y política, con lo cual ha podido mantenerse a la fecha como un estandarte latinoamericano en lo que respecta a atracción de IED.

La investigación realizada en el presente trabajo, en rasgos generales, gira en torno a la comparativa entre naciones latinoamericanas y su historia contemporánea. Si bien un país puede mejorar en la imagen que da al exterior, no puede garantizar que recibirá inversión extranjera, ni mucho menos que empresas nacionales serán compradas o absorbidas por este capital, como tampoco la constitución de nuevas. Así, la clave no radica únicamente en mejorar en distintos puntos como el ámbito social, económico y político, sino también el lograr superar a las naciones vecinas en estos parámetros.

Entonces bien, a manera de aprendizaje y conclusión, es necesario que el Perú logre recuperar su credibilidad histórica y contemporánea frente a inversionistas tanto locales como extranjeros. El brindar la confianza y facilidades necesarias a las micro y pequeñas empresas que buscan crecer es clave, puesto que, con el pasar del tiempo, podrían desarrollarse y expandirse, mediante operaciones de reestructuración empresarial y estrategias de expansión, así como terminar siendo multilatinas.

En cuanto a lo económico, el país ha logrado brindar la confianza necesaria, incluso tras haberse generado una mayor polarización política, problemas sociales y una paralización económica frente al crecimiento que se dio hasta el año 2019. El ver las decisiones en materia de IED de naciones vecinas debe de servir como ejemplo sobre qué hacer y qué no. Son, finalmente, las empresas y su expansión las que permiten el crecimiento sostenible de una nación en pleno siglo XXI.

Conclusiones del autor.

Luego de un trabajo de investigación que abarca distintas aristas, el autor ha decidido sintetizar lo revisado en las siguientes conclusiones:

- a. Las operaciones de fusiones y adquisiciones son fundamentales para que pueda ingresar inversión extranjera a un país (y dar confianza a la local). Esto genera nuevas y mejores oportunidades laborales para la población, ingreso de dólares americanos que disminuyen el tipo de cambio y revalúan la moneda nacional, pueden formar una mayor oferta en un determinado mercado, así como promover un ambiente de confianza para todos los inversionistas.**

- b. Las fusiones y adquisiciones, por su propia naturaleza, son operaciones complejas y requieren de bastante investigación por parte del potencial comprador. Este proceso es conocido como *due diligence*, se aplica a nivel global independientemente de la regulación de cada nación, e involucra todo un proceso detrás que incluye activos, pasivos, capital humano, obligaciones y derechos de la sociedad *target*.**

- c. Las entidades a cargo de resguardar y darle seguimiento a los procesos de *M&A* (SUNARP, SUNAT, SMV, INDECOPI, etc.), así como también el poder ejecutivo, legislativo y judicial, cuentan con un papel fundamental con respecto al poder incentivar a la inversión local y atraer IED. Así, deben de actuar de forma inmediata y correcta, lo cual incluye diversas medidas tomadas como el otorgar libertad para negociar entre las partes, el libre uso de divisas extranjeras, el**

limitar y analizar correctamente cada potencial operación sin llegar a paralizar innecesariamente esta (como puede ser un control previo), entre otros.

- d. No se ha podido demostrar, tal como lo señalan distintos autores como Cavalier, Straub, Mulligan y Shleifer, que el que un Estado sea unitario o federal influya en la decisión de los inversionistas extranjeros al momento de tomar decisiones sobre dónde invertir. Lo mismo aplica para el caso de las naciones cuyo sistema judicial tenga como base el *common law* o el *civil law*, ya que existen factores exógenos cuya importancia es superior.
- e. No se puede aseverar que el que dos Estados se encuentren adheridos a una misma entidad supranacional con facultades para influenciar sobre estos en determinados supuestos, como es el caso de la Unión Europea (UE), incentive la generación de fusiones y adquisiciones entre naciones. Empero, estas operaciones sí se ven facilitadas por otros factores de la unión, como lo son el contar con una moneda en común, y el garantizar que las naciones adheridas cumplan con mínimos estándares a nivel socioeconómico y político que les hayan permitido ser parte de la UE. Por su parte, esta entidad supranacional puede pronunciarse y recomendar o no sobre la regulación de cada país en materia de fusiones y adquisiciones transnacionales, e incluso sobre los efectos de la operación, como controles anti monopolio.
- f. Entre los factores exógenos a la regulación que terminan influyendo en la decisión de los potenciales inversionistas para optar por comprar o fundar una empresa en un determinado país, se toman como base índices que miden los niveles de democracia, de estabilidad política y violencia, la eficacia del gobierno, así como la propia regulación. Estos son factores reconocidos y utilizados por estudiosos a la fecha, por ejemplo, por el Banco Mundial y sendos autores citados a lo largo del trabajo, fueron señalados por Daniel Kaufmann.
- g. El factor histórico y comparativo entre naciones latinoamericanas juegan un rol fundamental al momento de invitar o no a la IED. No es suficiente con que el país *target* se encuentre en una buena posición socioeconómica y política en un determinado momento de su historia, sino que debe de mantener una posición a lo

largo del tiempo, además de destacar positivamente frente a los Estados vecinos. Se ha demostrado en el presente trabajo cómo los casos de Chile, Perú y de forma menos detallada Paraguay son el ejemplo de que la democracia pasa a un plano secundario mientras existan garantías, políticas, factores regulatorios y ajenos a estos que incentiven la atracción de inversión extranjera. Asimismo, otro ejemplo que sustenta la posición planteada con respecto a la importancia del factor histórico y comparativo por sobre otras variables se pudo probar con el caso de Argentina, específicamente debido a su alto y constante nivel inflacionario a lo largo de su historia contemporánea, y cómo se ha convertido en un problema recurrente.

- h. Otros factores, como lo son la violencia, el nivel de alfabetización y la estabilidad política sí pueden generar un desincentivo a la decisión de los inversionistas extranjeros (IED), tal y como se pudo demostrar con el caso de Colombia y, a nivel superlativo, el de Venezuela.**
- i. Existe una similitud universal entre todos los países latinoamericanos, al encontrarse en situaciones parecidas en cuanto a niveles de corrupción, pobreza, inflación, violencia, entre otros fenómenos socioeconómicos. La investigación de estos ha permitido concluir los siguientes dos puntos: a los inversionistas de esta región que busquen expandirse (el caso de las multilatinas), y dada su *expertise* y experiencia en sus propias naciones, estos factores socioeconómicos no les genera mayor preocupación, dado que se expandirán a un Estado con falencias similares a las suyas y saben cómo desarrollarse en estas; por otro lado, para aquellos inversionistas de naciones económicamente más desarrolladas, les permite entender los riesgos en general que existen no en un país en específico, sino a nivel regional al momento de decidir si invertir o no en Latinoamérica.**

Referencias bibliográficas.

- ABC Internacional. (2003, 7 febrero). *Chávez anuncia el control de cambio de divisas y de precios de productos básicos*. Recuperado 13 de junio de 2024, de

https://www.abc.es/internacional/abci-chavez-anuncia-control-cambio-divisas-y-precios-productos-basicos-200302070300-160458_noticia.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.abc.es%2Finternacional%2Fabci-chavez-anuncia-control-cambio-divisas-y-precios-productos-basicos-200302070300-160458_noticia.html

- Abuelafia, E., & Saboin, J. (2020, agosto). *Una mirada a futuro para Venezuela*. BID. Recuperado 7 de enero de 2024, de <https://publications.iadb.org/es/una-mirada-futuro-para-venezuela>
- Acevedo, A. (2017). El riesgo de incurrir en «gun jumping» en las fusiones y adquisiciones de empresas en Colombia. *Revista de Derecho de la Competencia CEDEC*, 13(13), 301-356.
- Acevedo, F. (2022, 4 enero). *PwC: Chile fue el segundo país de Latinoamérica con mayor cantidad de M&A en 2021*. Diario Financiero. Recuperado 7 de septiembre de 2022, de <https://www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/pwc-chile-fue-el-segundo-pais-de-latinoamerica-con-mayor-cantidad-de>
- Adams, K. (2004). A Legal Usage Analysis of "Material Adverse Change" Provisions. *Fordham Journal of Corporate y Financial Law*, 10, 9 - 53.
- Adams, K. (2006). Understanding “Material Adverse Change” Provisions. *The M&A Lawyer*, 10, 3 - 10.
- Agostini, C., & Jalile, I. (2009). Efectos de los impuestos corporativos en la inversión extranjera en América Latina. *Latin American Research Review*, 44(2), 84-108. <https://doi.org/10.1353/lar.0.0127>
- Águila, C., Núñez, G., & Pereira, M. (2017). *Gobiernos corporativos e inversión extranjera directa en América Latina: las fusiones y adquisiciones transfronterizas* (1.a ed.). NU CEPAL. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/41739-gobiernos-corporativos-inversion-extranjera-directa-america-latina-fusiones>
- Aguilar-Tablada, C. (2020). *Historia de Venezuela - El chavismo: nacimiento y arraigo de una transgresora corriente ideológica* [Trabajo de fin de grado]. Universidad Pontificia Comillas.

- Aguirre, W. (2019). Etapas de una adquisición empresarial desde la óptica del comprador y el impacto de la ley de control de fusiones y adquisiciones. *Revista de Actualidad Mercantil*, 6, 14 - 25.
- Alarco Tosoni, G. (2019). El impacto de las fusiones y adquisiciones en la distribución del ingreso y el PIB: América Latina, 1990-2014. *Investigación Económica*, 78(307), 54–89. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2019.307.68449>
- Alfageme, A., Rebaza, A., & Zúñiga, T. (2018). Control de fusiones, ¿Una necesidad? *Advocatus*, 36, 291-313. <https://doi.org/10.26439/advocatus2018.n036.4760>
- Alfaro, M. (2013). El know how y su aplicación práctica en el contrato de franquicia. *Revista Judicial*, 109, 233-273. <https://www.corteidh.or.cr/tablas/r31084.pdf>
- Álvarez, R. (2021). El Sistema Político Venezolano en el período 1999-2020: ¿persistencia o ruptura? *Reflexión política* 23(48), 81-96. <https://doi.org/10.29375/01240781.4188>
- Amézquita-Zárate, P. (2010). La política de Industrialización por Sustitución de Importaciones: El contexto Colombiano. *Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 4(2), 40-53. <https://doi.org/10.3232/GCG.2010.V4.N2.03>
- Amin, M., & Ranjan, P. (2008, diciembre). *When Does Legal Origin Matter?* World Bank Group. Recuperado 27 de junio de 2024, de <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/855391468340870469/when-does-legal-origin-matter>
- Amorín, M. (2012). Convenios de sindicación en las sociedades comerciales. *Revista de Derecho de la Universidad de Montevideo*, 12, 153-206.
- Anderson, J. (2018, 10 abril). *Argentina sí fue el país más rico del mundo*. Libertad y Progreso. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.libertadyprogreso.org/2018/04/10/argentina-si-fue-el-pais-mas-rico-del-mundo/>
- Andina. (2019, 25 junio). *MEF: Perú es el único país en la región que mantiene su calificación crediticia*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://andina.pe/agencia/noticia-mef-peru-es-unico-pais-la-region-mantiene-su-calificacion-crediticia-756664.aspx>
- Andriuskevicius, K. (2019). Comparison of Value Creation through M&A in European Union. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 30(2), 187-194.

- Aprueban Reglamento de Organización y Funciones de la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV. D.S. N° 216-2011-EF, 2 de diciembre de 2011 (Perú).
- Aquaro, M., Damioli, G., & Lengyel, B. (2020). *Innovative mergers and acquisitions and the integration of European regions*. JRC Publications Repository. Recuperado 4 de julio de 2024, de https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC122436/jrc122436_final_network.pdf
- Arévalo, A. (2014). *El control de concentraciones: ¿Es necesaria su regulación en el Perú? Una reflexión a propósito del caso Epena y Maestro* [Trabajo de investigación anual]. Universidad San Martín de Porres. <https://hdl.handle.net/20.500.12727/2487>
- Auten, T., & Risseuw, A. (2017). *The Basics of an M&A Letter of Intent*. Wyrick Robbins. Recuperado 5 de enero de 2022, de <https://www.wyrick.com/news-insights/the-basics-of-an-ma-letter-of-intent>
- Avery, D. (2022). *Trends in M&A Provisions: Stand-alone Indemnities*. Bloomberg Law. Recuperado 2 de marzo de 2023, de <https://perspectives.goulstonstorrs.com/post/102itpt/stand-alone-indemnities>
- Barría, C. (2022, 25 julio). *Por qué el actual «boom» de las materias primas no está enriqueciendo a América Latina*. BBC News Mundo. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-62259890>
- Barros, E., & Rojas, N. (2010). *Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales* [Informe en un juicio ante un panel arbitral, Universidad de Chile]. https://www.ucursos.cl/derecho/2010/1/D122A0627/1/material_docente/bajar?id_material=281510
- Belton, T. (2016, 23 marzo). *Basics in M&A: Indemnification Provisions*. Arnold&Porter. Recuperado 2 de marzo de 2022, de https://www.arnoldporter.com/en/perspectives/publications/2016/03/20160323_basics_in_ma_indemnification_pr_12768
- Biblioteca Nacional de Chile. (2009). *Gobierno de Patricio Aylwin (1990-1994)*. Memoria Chilena. Recuperado 4 de septiembre de 2022, de <https://www.memoriachilena.gob.cl/602/w3-article-92974.html>

- Bnamericas. (2020, 19 octubre). *Sudamérica tiene 4 de los 10 países con mayores impuestos a empresas a nivel mundial*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.bnamericas.com/es/noticias/sudamerica-tiene-4-de-los-10-paises-con-mayores-impuestos-a-empresas-a-nivel-mundial#:~:text=En%20Sudam%C3%A9rica%2C%20Brasil%20y%20Venezuela,20%2C3%25%20de%20Europa.>
- Bnamericas. (2023, 28 diciembre). *Los proyectos mineros que se pondrán en marcha en 2024 en la región de Antofagasta*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.bnamericas.com/es/reportajes/los-proyectos-mineros-que-se-pondran-en-marcha-en-chile-para-2024>
- Bohada, M., & Romero, H. (2019). Mergers and acquisitions in Latin America: a literature review. *ESPACIOS*, 40(22), 13-25.
- Bracho, Y., Ariza, B., González, M., & Jiménez, E. (2002). Fusiones bancarias en el sistema financiero venezolano. *Revista de Ciencias Sociales*, VIII(2), 300-311. <https://www.redalyc.org/pdf/280/28080208.pdf>
- Braga, P. (2021, 31 marzo). *Earn-out, locked box and retention Q&A: Brazil*. KLA Advogados. Recuperado 8 de enero de 2022, de <https://www.klalaw.com.br/wp-content/uploads/2021/06/Earn-out-locked-box-and-retention-QAndA-Brazil.pdf>
- Braun, L., Richardson, M., Kaye, J., & Bishop, L. (2008, 23 septiembre). *Earnouts: Love 'em or Leave 'em*. Sheppard Mullin. Recuperado 8 de enero de 2022, de https://www.sheppardmullin.com/media/publication/598_Earnouts%20-%20Love%20em%20or%20Leave%20em.pdf
- Bravo, S. (2019, 21 enero). *Adquisiciones Apalancadas ¿Qué es LBO?* Gestión. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://gestion.pe/blog/inversioneinfraestructura/2019/01/adquisiciones-apalancadas-lbo.html/>
- Bricker, R., Beemer, C., & Newman, J. (2008). *Living In a Material World: The Evolution, Purpose, and Future of Material Adverse Change Clauses*. Jenner & Block LLP. Recuperado 3 de abril de 2022, de https://www.jenner.com/a/web/8dwzGkD89x8GwD2hwjwSyq/4HRMZQ/Bricker_Newman_Bloomberg.pdf?1319787636

- Bruneau, M., De Rohan, A., & Rountou, A. (2020, abril). *EU competition law considerations in M&A transactions in light of recent enforcement trends: when procedural breaches present significant risk*. K&L Gates. Recuperado 4 de julio de 2024, de https://files.klgates.com/webfiles/EU_Competition_Law_Considerations.pdf
- Bruner, R. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions* (1.a ed.). Wiley Finance Series. https://www.researchgate.net/publication/228318533_Applied_Mergers_and_Acquisitions
- Bugallo, B. (2017, 20 mayo). *Cláusulas MAC o MAE*. Derecho Comercial Beatriz Bugallo. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://derechocomercialbeatrizbugallo.blogspot.com/2017/05/clausulas-mac-o-mae.html>
- Buitrago, D. (2017, 23 enero). *Presidente de Venezuela reemplaza con un diputado a jefe del Banco Central*. Reuters. Recuperado 12 de enero de 2023, de <https://www.reuters.com/article/economia-venezuela-bancocentral-idLTAKBN156132>
- Bullard, A., Falla, A., & Roldán, N. (2012). In god we trust, all other bring data. ¿Debe haber un control de fusiones empresariales en el Perú? *THEMIS*, 62, 83-122. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9015>
- Burt, J. (2023, 9 marzo). *Crisis política de Perú reaviva ecos de conflicto civil*. Wola. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.wola.org/es/analisis/crisis-politica-peru-boluarde/>
- Campa, J., & Hernando, I. (2006). M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking y Finance*, 30(12), 3367–3392. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.06.006>
- Campos, A. & Veloz, W. (2018). *Fusiones y adquisiciones: Experiencias en Venezuela* [Tesis de maestría en finanzas]. Universidad Santa Maria.
- Canal Encuentro. (2017, 4 agosto). *Dictaduras Latinoamericanas: Paraguay (capítulo completo) - Canal Encuentro* [Video]. YouTube. Recuperado 25 de junio de 2024, de https://www.youtube.com/watch?v=GDkBpct9ksk&ab_channel=CanalEncuentro
- Carhuavilca, D. (2022). *Perú: Percepción ciudadana sobre gobernabilidad, democracia y confianza en las instituciones (Nº3)* [Conjunto de datos; Virtual]. INEI. <https://m.inei.gob.pe/biblioteca-virtual/boletines/gobernabilidad-democracia-y-confianza-en-las-instituciones-9866/1/#lista>

- Carreño, S. (2024). *Fusiones y adquisiciones: Asimetría informativa y gestión de la incertidumbre* (1.a ed.). Uniandes. <https://doi.org/10.51573/Andes.9789587985818>
- Casais, E. (2009). *Políticas económicas y pobreza: México 1982-2007* [Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid]. Repositorio Institucional UCM. <https://eprints.ucm.es/id/eprint/9633/>
- Castro, J. (2015). Caso fortuito o fuerza mayor como causal de término de la relación laboral. Requisitos del caso fortuito ¿se confunden con la inimputabilidad del empleador? Autores/as. *Revista Chilena de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social*, 6(11), 13-35. <https://doi.org/10.5354/0719-7551.2015.37688>
- Castro, J. (2022, 22 septiembre). *Deuda externa de Argentina sigue alta y el Gobierno apuesta al mercado local*. Swissinfo. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.swissinfo.ch/spa/deuda-externa-de-argentina-sigue-alta-y-el-gobierno-apuesta-al-mercado-local/47922846#:~:text=En%20tanto%2C%20el%20%22stock%22,al%20primer%20trimestre%20del%202022.https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/10/07/pr22344-imf-executive-board-completes-second-review-argentina>
- CEPAL (23 de noviembre de 2021). *Desafíos en la medición de la inversión extranjera directa y principales tendencias en América Latina y el Caribe*. <https://www.cepal.org/es/eventos/desafios-la-medicion-la-inversion-extranjera-directa-principales-tendencias-america-latina>
- Chahine, S., Hasan, I., & Mazboudi, M. (2018). The role of auditors in merger and acquisition completion time. *International Journal Of Auditing*, 22(3), 568-582. <https://doi.org/10.1111/ijau.12142>
- Christensen, C., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*, 89(3). <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=39920>
- Cifuentes, M. (2023, 26 julio). *El desastre económico de la Unidad Popular*. El Libero. Recuperado 24 de junio de 2024, de <https://ellibero.cl/columnas-de-opinion/el-desastre-economico-de-la-unidad-popular/>
- Ciobanu, R. (2015). Mergers and Acquisitions: Does the Legal Origin Matter? *Procedia Economics And Finance*, 32, 1236-1247. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01501-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01501-4)

- Cisneros, G. (2003). *Diccionario de frases y aforismos latinos: Una compilación sencilla de términos jurídicos*. Universidad Nacional Autónoma de México. <https://biblio.juridicas.unam.mx/bjv/detalle-libro/1093-diccionario-de-frases-y-aforismos-latinos>
- Coalición Nicaragua Lucha. (2023). Dictadura y represión en Nicaragua: Lucha contra la impunidad. En *NicaraguaLucha.org*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://nicaragualucha.org/>
- Coca, J. (2020, 8 julio). *Derecho civil: Obligaciones de dar (artículo 1132 del Código Civil)*. LP. Recuperado 5 de marzo de 2022, de <https://lpderecho.pe/derecho-civil-obligacion-dar-articulo-1132-codigo-civil/>
- Código Civil de Chile. D.F.L. 1 del Ministerio de Justicia de la República de Chile, 16 de mayo de 2000 (Chile).
- Código Civil de Colombia. Ley N° 84 de 1873, 26 de mayo de 1873 (Colombia).
- Código Civil de la Nación Argentina. Ley N° 340, 25 de setiembre de 1869 (Argentina).
- Código Civil y Comercial de la Nación Argentina. Decreto N° 1795/2014, 1 de agosto de 2015 (Argentina).
- Código Civil. Decreto Legislativo N° 295, 14 de noviembre de 1984 (Perú).
- Código de Comercio de Colombia. Decreto N° 410 de 1971, 27 de marzo de 1971 (Colombia).
- Código de Comercio Español. Real Decreto, 22 de agosto de 1885 (España).
- Concurrences. (2024). *US Department of Justice Antitrust Division*. Recuperado 27 de junio de 2024, de <https://www.concurrences.com/fr/auteurs/antitrust-atr-usdoj-gov>
- Conde, J. (2014). Alcances y operatividad de los convenios de accionistas en las sociedades anónimas. *Foro Jurídico*, 13, 26-37.
- Constitución de la República Bolivariana de Venezuela [Const], 20 de diciembre de 1999 (Venezuela).
- Constitución Política de Colombia [Const], 4 de julio de 1991 (Colombia).
- Constitución Política del Perú [Const], 12 de julio de 1979 (Perú).
- Constitución Política del Perú [Const], 29 de diciembre de 1993 (Perú).
- Cooperación Suiza. (2020, 13 febrero). *SMV aprueba nuevo Reporte de Sostenibilidad Corporativa*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.cooperacionsuiza.pe/smv-aprueba-nuevo-reporte-de-sostenibilidad->

[corporativa/#:~:text=El%20nuevo%20Reporte%20de%20Sostenibilidad,Mercado%20de%20Valores%20\(SMV\).](#)

- Córdova, A. (2010). El Régimen Fiscal de las Fusiones y Adquisiciones de Empresas. *Revista del Instituto Peruano de Derecho Tributario*, 49, 7 - 69.
- Corrales, J. (2017). ¿Cómo explicar la crisis económica en Venezuela? *Tribuna*, 177(1), 30-34. <http://hdl.handle.net/1992/7546>
- Cortés, L., García, J., & Aristizábal, B. (2018). Fusiones Y Adquisiciones En América Latina: Un Análisis De Los Factores Macroeconómicos. *Ensayos Sobre Política Económica*, 36(86), 178-192. <https://doi.org/10.32468/espe.8602>
- Cortés, R. (2003). La crisis argentina de 2001-2002. *Cuadernos de Economía*, 121(1), 762-767. <https://doi.org/10.4067/S0717-68212003012100049>
- Cotizalia. (2022, 25 mayo). El precio del trigo vuela un 50% este año al estar almacenado en Ucrania por falta de actividad. *El Confidencial*. Recuperado 4 de julio de 2024, de https://www.elconfidencial.com/empresas/2022-05-25/precio-trigo-almacenado-ucrania-guerra-rusia-falta-actividad-maritima_3430549/
- Crail, C., Watts, R., & Haskins, J. (2024, 15 febrero). *Why Incorporate In Delaware? Benefits & Considerations*. *Forbes Advisor*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.forbes.com/advisor/business/incorporating-in-delaware/>
- Cueto, D. (2020, 9 noviembre). *Los costos hundidos y su impacto en la toma de decisiones*. *ESAN*. Recuperado 6 de junio de 2024, de <https://www.esan.edu.pe/conexion-esan/los-costos-hundidos-y-su-impacto-en-la-toma-de-decisiones>
- Cueva, J., & Torres, W. (2018). Efecto de las exportaciones de materias primas en el crecimiento económico en los países de América del Sur: un análisis de cointegración y causalidad. *Revista Económica*, 5(1), 11-26. <https://revistas.unl.edu.ec/index.php/economica/article/download/766/611/2221>
- Cuofano, G. (2024, 2 abril). *¿Qué es una inversión Greenfield?* *FourWeek MBA*. Recuperado 12 de enero de 2024, de <https://fourweekmba.com/es/inversiones-greenfield/>
- Dal Bianco, M., Celeste, M., Haring, A., Iparraguirre, M., Manías, J., & Sorensen, G. (2019, 5 febrero). *Situación Argentina. Primer trimestre 2019*. *BBVA Research*. Recuperado 8 de julio de 2024, de

<https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-argentina-primer-trimestre-2019-2/>

- Dallas, G., & Pitt-Watson, D. (2016). Corporate Governance Policy in the European Union. En CFA Institute (ISBN: 978-1-942713-26-5). *CFA Institute*. Recuperado 13 de julio de 2023, de <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/policy-positions/corporate-governance-policy-in-the-european-union>
- Daniels, J., Krug, J., & Trevino, L. (2007). Foreign direct investment from Latin America and the Caribbean. *Transnational Corporations*, 16(1), ISSN 1014-9562. <https://digitallibrary.un.org/record/605069?ln=en>
- Datta, D., Pinches, G., & Narayanan, V. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis Deepak K. Datta, George E. Pinches., *Strategic Management Journal*, 13(1), 67-84.
- De Chazal, A. (2022). La política visual de la Guerra del Chaco (1932-1935): Apropiación territorial, construcción nacional y disputas de sentido a través del dispositivo fotográfico en Paraguay. *Folia Histórica del Nordeste*, 45, 91-126. <https://doi.org/10.30972/fhn.0456301>
- De Gregorio, J. (2005). Crecimiento económico en Chile: Evidencia, fuentes y perspectivas. *Estudios Públicos*, 98, 19-86. <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/637>
- De la Piedra, R. (2018). Consideraciones prácticas sobre las cláusulas de ajuste de precio en contratos de compraventa de acciones. *Advocatus*, 36, 99 - 114.
- De Riz, L. (2017). Problemas de gobernabilidad política en Argentina. *Estudios Sociales*, 53(julio-diciembre 2017), 2250-6950.
- Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Inversiones Extranjeras. Decreto N° 1438, 17 de noviembre de 2017 (Venezuela).
- Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Precios Justos. Decreto N° 2092, 8 de noviembre de 2015 (Venezuela).
- Decreto de Urgencia que establece el control previo de operaciones de concentración empresarial. Decreto de Urgencia N° 013-2019, 19 de noviembre de 2019 (Perú).
- Decreto Legislativo que amplía la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas. Decreto Legislativo N° 1352, 7 de enero de 2017 (Perú).
- Decreto Ley N° 211, 22 de diciembre de 1973 (Chile).
- Decreto Ley N° 444 de 1967. 22 de marzo de 1967 (Colombia).

- Decreto N° 1265, 10 de julio de 1987 (Colombia).
- Defensa de la Competencia. Ley N° 25156, 16 de setiembre de 1999 (Colombia).
- Del Risco, L. (2011). El caso fortuito y la fuerza mayor en las obligaciones pecuniarias y genéricas. *Revista de Análisis Especializado de Jurisprudencia*, 40, 41 - 45.
- Deloitte. (2015a). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Tercer Trimestre de 2015* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/Informe%20MA%20Latinoam%C3%A9rica%20S3%202015.pdf>
- Deloitte. (2015b). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2014* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/arg_fas_mercado-fus-y-adq-lat-2014_15012015.pdf
- Deloitte. (2015c). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Primer Trimestre de 2015* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/bo/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-para-latinoamerica-primer-tr.html>
- Deloitte. (2016). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Primer Trimestre de 2016* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/Mercado%20de%20Fusiones%20y%20Adquisiciones%20de%20Latinoam%C3%A9rica%20Primer%20trimestre%20de%202016.pdf>
- Deloitte. (2017). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Primer Trimestre de 2017* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/MA-Mayo2017.pdf>
- Deloitte. (2018a). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Tercer Trimestre de 2018* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/2018_Fusiones-Adquisiciones_Tercer-Trimestre.pdf
- Deloitte. (2018b). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Informe Anual 2017* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/financiera/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>

- Deloitte. (2019a). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Informe Anual 2018* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/Mercado%20de%20Fusiones%20y%20Adquisiciones%20de%20Latinoamerica%20Informe%20Anual%202018.pdf>
- Deloitte. (2019b). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica Tercer Trimestre de 2019* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/financiera/articulos/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-latinoamerica-tercer-trimestre-2019.html>
- Deloitte. (2020a). *Fusiones y Adquisiciones al primer trimestre del 2020* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cl/Documents/mergers-acquisitions/cl-M&A_Fusiones&AdquisicionesT1-2020.pdf
- Deloitte. (2020b). *Winds of change for M&A deals in Latin America February 2020* [Conjunto de datos]. Deloitte Touche Tohmatsu Limited. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/arg-2020-latam-future-of-the-deal.pdf>
- Denis, D. & McConnell, J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1–36.
- *Desafíos en la medición de la inversión extranjera directa y principales tendencias en América Latina y el Caribe*. (2021, 23 noviembre). CEPAL. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.cepal.org/es/eventos/desafios-la-medicion-la-inversion-extranjera-directa-principales-tendencias-america-latina>
- Díaz-Pinzón, J. (2021). Valoración de la incidencia del COVID-19 en Colombia del COVID-19 en Colombia para el año 2020. *Repertorio de Medicina y Cirugía*, 30(1), 1-9. <https://revistas.fucsalud.edu.co/index.php/repertorio/article/view/1174/1424>
- Dictan medidas para la convocatoria y celebración de Juntas de Accionistas y Asambleas no presenciales o virtuales. Decreto de Urgencia N° 100-2020, 27 de agosto de 2020 (Perú).
- Díez, J., & Torija, S. (2016). Modelo de estrategia para fomentar la integridad y prevenir la corrupción. *Revista Internacional de Transparencia E Integridad*, 2, 1-23. http://www.encuentros-multidisciplinares.org/revista-65/jose-enrique-diez_susana.pdf

- Ding, F., Di Vittorio, A., & Zhou, Y. (2021). *Chinese Investment in Latin America: Sectoral Complementarity and the Impact of China's Rebalancing*. En IMF Working Paper (WP/21/160). International Monetary Fund. Recuperado 14 de febrero de 2023, de <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2021/English/wpica2021160-print-pdf.ashx>
- Duksaitė, E., & Tamošiūnienė, R. (2009). Why companies decide to participate in mergers and acquisitions transactions. *Mokslas-Lietuvos Ateitis*, 1(3), 21-25. <https://doi.org/10.3846/145>
- Egan, B. (2013, 21 marzo). *M&A Agreements: Opportunities and Perils in Asset Acquisitions*. Jackson Walker LLP. Recuperado 3 de febrero de 2022, de <https://www.jw.com/wp-content/uploads/2016/05/1838.pdf>
- El Cronista. (2008, 12 junio). *Chávez, contra la inversión extranjera*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.cronista.com/impres-general/Chavez-contr-la-inversion-extranjera-20080612-0092.html>
- El Fakih, N. (2020, diciembre). *Aproximación al Régimen de Sanciones internacionales y al caso de Venezuela*. Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado 11 de diciembre de 2023, de <https://publications.iadb.org/es/aproximacion-al-regimen-de-sanciones-internacionales-y-al-caso-de-venezuela>
- El Peruano. (2022, 28 diciembre). *Ratifican legalidad: Poder Judicial da la razón al Indecopi sobre el control posterior de fusiones*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://elperuano.pe/noticia/199986-ratifican-legalidad-poder-judicial-da-la-razon-al-indecopi-sobre-el-control-posterior-de-fusiones>.
- El Tiempo. (2022, 1 marzo). *¿Qué se necesita para que un país haga parte de la Unión Europea?* Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.eltiempo.com/mundo/europa/union-europea-que-necesita-un-pais-para-ser-parte-de-ella-655097>
- Elías, E. (2008). *Derecho Societario Peruano* (1ra ed.). Lima, Perú: Gaceta Jurídica.
- Elías, E. (2015). *Derecho Societario Peruano* (2da ed.). Gaceta Jurídica.
- Eliminan las prácticas monopólicas, controlistas y restrictivas de la libre competencia. Decreto Legislativo N° 701, 7 de noviembre de 1991 (Perú).
- Ellner, S. (2010). La primera década del gobierno de Hugo Chávez: Logros y desaciertos. *Cuadernos del Cendes*, 27 (74), 27-50. Recuperado en 04 de diciembre de

2023, de http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1012-25082010000200003&lng=es&tlng=es.

- El mundo.es. (2001, 8 abril). *Stein reconoce que hubo fraude en la reelección de Fujimori*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.elmundo.es/elmundo/2001/04/07/internacional/986663916.html>
- Esis, I. (2015). Comentarios sobre la nueva Ley de Inversiones Extranjeras de Venezuela. *Revista de la Secretaría del Tribunal Permanente de Revisión*, 3(5), 295-315. <https://doi.org/10.16890/rstpr.a3.n5.295>
- Estatuto de la Inversión Extranjera. Decreto N° 600, 13 de julio de 1973 (Chile).
- European Commission. (2022, 24 mayo). *EU cohesion policy: Commission adopts €21.4 billion Partnership Agreement with Czechia for 2021-2027*. Recuperado 4 de julio de 2024, de https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_3209
- Falappa, F., & Andrenacci, L. (2009). *La política social de la Argentina democrática (1983-2008)* (1.a ed.) [Repositorio en línea de la Biblioteca Nacional Mariano Moreno]. Universidad General de General Sarmiento. <https://www.bn.gov.ar/micrositios/libros/ensayo-ciencia-humanidades/la-politica-social-de-la-argentina-democratica-1983-2008>
- Falcone, M. (2022, 2 diciembre). *Billetes sin valor en la Argentina: un problema autoinfligido*. FORBES. Recuperado 12 de enero de 2023, de <https://www.forbesargentina.com/money/billetes-valor-argentina-problema-autoinfligido-n25864>
- Farnsworth, E. (2004). *Contracts* (4.a ed.). Aspen Publishers.
- Fernández, O. (2010, 21 septiembre). *Private equity in Latin America*. Thomson Reuters. Recuperado 12 de febrero de 2023, de [https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I2ef12b061ed511e38578f7ccc38dcbee/Private-equity-in-Latin-America?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I2ef12b061ed511e38578f7ccc38dcbee/Private-equity-in-Latin-America?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default))
- Fernández, P. (2008, noviembre). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School. Recuperado 11 de enero de 2024, de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

- Fountoukakos, K., Katrana, D. & Célarié, A. (2020). *European Union: Merger Control*. GCR. Recuperado 30 de septiembre de 2022, de <https://globalcompetitionreview.com/review/the-european-middle-eastern-and-african-antitrust-review/2021/article/european-union-merger-control>
- *Fusiones y Adquisiciones (M&A) en Argentina: Cierre año 2023 y perspectivas 2024*. (2024). PwC Argentina. Recuperado 4 de junio de 2024, de <https://www.pwc.com.ar/es/publicaciones/fusiones-adquisiciones-perspectivas-argentina.html>
- Galarza, C. & Lucci, A. (2018). *La evolución de la Inversión en la Argentina* [Tesis de licenciatura]. Universidad de San Andrés.
- Gallegos Zúñiga, J. (2016). Nuevos escenarios de la inversión extranjera en Chile. *Revista Tributaria Internacional*, 5(9), ISSN 0719-482X.
- Garavito, A., Iregui, A., & Ramírez, M. (2012). Inversión Extranjera Directa en Colombia: Evolución reciente y marco normativo. *Borradores de Economía*, 713(1), 1-63. https://www.researchgate.net/publication/254399719_Inversion_Extranjera_Directa_en_Colombia_Evolucion_reciente_y_marco_normativo
- García, A. (2015). Nueva regulación de inversiones extranjeras en Venezuela. *CEDICE*. Recuperado 4 de julio de 2023, de <https://cedice.org.ve/observatoriolegislativo/wp-content/uploads/2015/09/ACB-Ley-de-Inversiones-Extranjeras-AR.pdf>
- García, J. (2011). Inflación y política monetaria: Argentina 2006-2011 [en línea], *Ensayos de Política Económica*, 5. Disponible en: <https://repositorio.uca.edu.ar/handle/123456789/2029> [Fecha de consulta: 05 de enero del 2024].
- García, P. (2006). *Fusiones comentadas: Análisis de las fusiones más importantes de los últimos años*. Prentice Hall, Financial Times.
- Garrigues. (2021, 13 abril). *Cláusulas de 'sandbagging' y 'antisandbagging' en operaciones de M&A: ¿cómo están reguladas en Latinoamérica?* Recuperado 4 de enero de 2022, de https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/clausulas-sandbagging-antisandbagging-operaciones-ma-estan-reguladas-latinoamerica

- Gasparini, L., Tornarolli, L., & Gluzmann, P. (2019, agosto). El desafío de la pobreza en Argentina. Diagnósticos y Perspectivas (I). *CEDLAS*. Recuperado 6 de octubre de 2022, de <https://www.cedlas.econo.unlp.edu.ar/wp/el-desafio-de-la-pobreza-en-argentina-diagnosticos-y-perspectivas-i/>
- Georges, C. (2008). *Comparing Civil Law and Common Law Systems for Mergers and Acquisitions - An Economic Analysis* [Paper Académico, Escuela de Derecho de Cornell, la Escuela de Derecho de la Universidad de Nueva York, y la Escuela de Derecho de la Universidad de Texas]. https://www.researchgate.net/publication/281219245_Comparing_Civil_Law_and_Common_Law_Systems_for_Mergers_and_Acquisitions_-_An_Economic_Analysis
- Gerencia General de Estadísticas Sociales y Ambientales. (2011). República Bolivariana de Venezuela: Síntesis Estadística de Pobreza e Indicadores de Desigualdad: 1er semestre 1997 - 1er semestre 2011. En *Instituto Nacional de Estadística*. Instituto Nacional de Estadística. Recuperado 27 de junio de 2024, de http://www.ine.gob.ve/documentos/Boletines_Electronicos/Estadisticas_Sociales_y_Ambientales/Sintesis_Pobreza_e_Indicadores/pdf/2011Semestre1.pdf
- Gestión. (2024, 8 enero). *Fusiones y adquisiciones en Perú llegarían a cifra récord este 2024*. DF SUD. Recuperado 23 de abril de 2024, de <https://dfsud.com/ripe/fusiones-y-adquisiciones-en-peru-llegarian-a-cifra-record-este-2024>
- Gili, M. (2013). Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas. *Indret: Revista Para el Análisis del Derecho*, 1, 1-19. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4121300>
- Giménez, J. (2024, 27 marzo). *La pobreza fue del 41,7% en el segundo semestre de 2023 y la indigencia llegó al 11,9%*. Chequeando. Recuperado 7 de junio de 2024, de <https://chequeado.com/el-explicador/el-indec-da-a-conocer-los-datos-de-pobreza/>
- Global Competition Review. (2024). *Antitrust Division, US Department of Justice*. Recuperado 27 de junio de 2024, de <https://globalcompetitionreview.com/organisation/antitrust-division-us-department-of-justice>
- Gómez, P., & González, R. (2001). *La autonomía administrativa de las instituciones gubernamentales en Venezuela: El caso de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SUDEBAN)* [Trabajo de Investigación, Banco

[https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-Autonom%C3%ADa-Administrativa-de-las-Instituciones-Gubernamentales-en-Venezuela-El-Caso-de-la-Superintendencia-de-Bancos-y-Otras-Instituciones-Financieras-\(SUDEBAN\).pdf](https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-Autonom%C3%ADa-Administrativa-de-las-Instituciones-Gubernamentales-en-Venezuela-El-Caso-de-la-Superintendencia-de-Bancos-y-Otras-Instituciones-Financieras-(SUDEBAN).pdf)

- González, J. (2020, 31 julio). *La pobreza en Venezuela*. La República. Recuperado 18 de diciembre de 2022, de <https://www.larepublica.co/analisis/jorge-ivan-gonzalez-506394/la-pobreza-en-venezuela-3038617#:~:text=Entre%202005%20y%202019%2C%20la,para%20adquirir%20los%20alimentos%20b%C3%A1sicos.>
- Gonzalez, J. (2024, 16 mayo). *Sobre la inflación en el Perú: un nuevo recuento II*. Centro de Investigación - Universidad del Pacífico. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://ciup.up.edu.pe/analisis/jorge-gonzalez-izquierdo-sobre-la-inflacion-en-el-peru-un-nuevo-recuento-segunda-parte/>
- Gregory, H., & Holland, C. (2022, 1 octubre). *Corporate Governance and Directors' Duties in the United States: Overview*. Thomson Reuters. Recuperado 13 de julio de 2023, de <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-011-8693?transitionType=Default&firstPage=true&contextData=%28sc.Default%29>
- Grench, J. (2003). «Opting Out»: Defining the Material Adverse Change Clause in a Volatile Economy. *Emory Law Journal*, 52, 1483-1486.
- Gribens, B., Johnson, B., Strahle, R., Andrews, J., & Wilson, T. (2017). *M&A due diligence workshop*. Deloitte. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/Real%20Estate/us-engineering-construction-ma-due-diligence.pdf>
- Griffith, S. (2020). Deal Insurance: Representation y Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions. *University Of Minnesota Law Review*, 104, 1839-1920. https://ir.lawnet.fordham.edu/faculty_scholarship/973/
- Grimson, A. (2018, febrero). Argentina y sus crisis. *Nueva Sociedad*. Recuperado 26 de noviembre de 2022, de <https://nuso.org/articulo/argentina-y-sus-crisis/>
- Guajardo, J. (2024, 1 febrero). *Perspectivas para la minería en 2024: Navegando entre oportunidades y desafíos*. PortalMinero. Recuperado 23 de abril de 2024, de <https://www.portalminero.com/wp/perspectivas-para-la-mineria-en-2024-navegando-entre-oportunidades-y-desafios/>

- Guaniz, R. (2009). Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición. *Ius et veritas*, 41(1), 170-184. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12117>
- Guarniz, R. (2010). Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición. *Ius Et Veritas*, 20(41), 170-184. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12117>
- Guarniz, R. (2021). ¿Esquizofrenia colectiva? El rol de los Registros Públicos en las reorganizaciones societarias en el Perú. *Ius Et Praxis*, 53, 175-193.
- Guerra en Colombia: ¿Única alternativa? (2002). *Theologica Xaveriana*, 142(1), 173-175. <https://www.redalyc.org/pdf/1910/191018079001.pdf>
- Guerra, J. (1995). La inflación en Venezuela: Evidencias Empíricas sobre las Teorías Estructuralistas y Monetarias. *Revista de Ciencias Sociales, FCES-LUZ, Nueva Época*, 1(1), 61-75.
- Guerra, J. (2008, julio). *La inflación en Venezuela: propuestas para su enfrentamiento*. Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales. Recuperado 22 de noviembre de 2022, de <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/caracas/05561.pdf>
- Guevara, A. (2016). *Política monetaria e inflación en Venezuela*. CEDICE LIBERTAD. Recuperado 25 de noviembre de 2022, de <https://cedice.org.ve/observatoriolegislativo/portfolio-items/propuestas-2017-politica-monetaria-e-inflacion-en-venezuela/?portfolioCats=8>
- Ha, J., Ivanova, A., Ohnsorge, F., & Unsal, F. (2019). *Inflation: Concepts, Evolution, and Correlates* [Paper de investigación, World Bank Group]. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8738>
- Hanke, S. (2013). *El “castillo de naipes” venezolano por Steve H. Hanke*. runrun.es. Recuperado 20 de abril de 2022, de <https://runrun.es/noticias/93361/el-castillo-de-naipes-venezolano-por-steve-h-hanke/>
- Harroch, R., Lipkin, D., & Smith, R. (2018, 27 agosto). *What You Need To Know About Mergers & Acquisitions: 12 Key Considerations When Selling Your Company*. Forbes. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2018/08/27/mergers-and-acquisitions-key-considerations-when-selling-your-company/?sh=3d05f2de4102>

- Hernández Gazzo, J., & Escribens Olaechea, J. (2007). Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano. *Derecho PUCP*, (60), 281-324. <https://doi.org/10.18800/derechopucp.200701.010>
- Hernandez, C. (2003, 22 enero). *Chávez suspende el mercado de divisas para frenar la fuga de capitales de Venezuela*. El País. Recuperado 13 de junio de 2024, de https://elpais.com/diario/2003/01/23/internacional/1043276408_850215.html
- Herrera, S. (2023, 3 octubre). *Minería en Perú y Chile: conflictos sociales sin resolver y aumento de impuestos en la mira*. América Economía. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.americaeconomia.com/negocios-e-industrias/mineria-en-peru-y-chile-conflictos-sociales-sin-resolver-y-aumento-de>
- Hill, C., & Jones, G. (2011). *Administración Estratégica: Un enfoque integral* (9.a ed.). CENGAGE Learning. <https://clea.edu.mx/biblioteca/files/original/dedf2b5fa50a2747a702bd8121c4f08e.pdf>
- Holz, E. (2010). Convenios de Sindicación. *Manual de Derecho Comercial Uruguayo*, 5, 119-121.
- Hommes, R., Montenegro, A., & Roda, P. (1994). *Una apertura hacia el futuro: [balance económico 1990 - 1994]* (1.a ed.). Tercer Mundo.
- Hornedo, I., Peña, C., Sáez, R., Mendes, R., & Frasquet, A. (2020, mayo). *Las cláusulas MAC regresan a los contratos de M&A, cada vez más sofisticados*. CMS. Recuperado 5 de enero de 2022, de <https://cms.law/es/media/local/cms-asl/files/news-information/press-coverage/cap-corp-mayo-2020-f?v=2>
- Huaman, J. (2021). Impacto económico y social de la Covid-19 en el Perú. *Revista de Ciencia E Investigación En Defensa*, 2(1), 31-42. <https://doi.org/10.58211/recide.v2i1.51>
- Hull, D., & Flocos, P. (2010). Drafting And Enforcing Complex Indemnification Provisions. *The Practical Lawyer*, 21(27), 21-37. https://files.klgates.com/files/publication/4fff23f1-3315-4425-b6ad-56e54bea55f0/presentation/publicationattachment/fba1faaa-91de-4849-8a8f-6678e1cad2b2/youngblood_flocos_practicallawyer.pdf
- Huttunen, O. (2023, 24 marzo). *ISS Discusses Big EU Changes to Corporate Governance*. The CLS Blue Sky Blog. Recuperado 13 de julio de 2023, de

<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2023/03/24/iss-discusses-big-eu-changes-to-corporate-governance/>

- Indicadores de coyuntura. (1998). *Coyuntura Económica*, XXVIII(4). <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/3271>
- Infobae. (2021, 11 noviembre). *Precio del dólar hoy, jueves 11 de noviembre de 2021: tipo de cambio se mantiene por sobre los S/ 4*. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.infobae.com/america/peru/2021/11/11/precio-del-dolar-hoy-jueves-11-de-noviembre-de-2021/>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2022). *Estadísticas de la criminalidad, seguridad ciudadana y violencia: Una visión desde los registros administrativos* [Conjunto de datos; Informe Técnico N° 05 - Diciembre 2022]. INEI. <https://m.inei.gob.pe/biblioteca-virtual/boletines/estadisticas-de-seguridad-ciudadana/1/#lista>
- IPE & El Comercio. (2020, 30 noviembre). *La Constitución de la economía peruana*. IPE. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.ipe.org.pe/portal/la-constitucion-de-la-economia-peruana/>
- IPE. (2021, junio). *Global Peace Index 2021*. Reliefweb. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://reliefweb.int/report/world/global-peace-index-2021>
- Jiménez, J. (2010). Caso Fortuito y Fuerza Mayor Diferencia Conceptual. *Revista de Ciencias Jurídicas*, 123, 69 - 98.
- Jofré, F. (2024, 22 enero). *Argentina cerró el 2023 con la inflación más alta en el mundo*. CNN Español. Recuperado 6 de junio de 2024, de <https://cnnespanol.cnn.com/2024/01/22/argentina-inflacion-orix/>
- Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and acquisitions. En *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*. Recuperado 5 de enero de 2022, de https://www.researchgate.net/publication/333389497_Mergers_and_acquisitions
- Kang, E., Nantharath, P., & Hwang, H. (2020). The Strategic Process of Merger and Acquisition (M&A) Market Using Integrating Change Management. *Journal Of Distribution Science*, 18(6), 57-62. <https://doi.org/10.15722/jds.18.6.202006.57>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). *Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996–2008* [Paper de investigación, The World Bank]. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1424591

- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010, septiembre). *The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues*. Brookings. Recuperado 9 de enero de 2024, de https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/09_wgi_kaufmann.pdf
- Kiyamaz, H. (2013). Cross-Border Mergers and Acquisitions and Country Risk Ratings: Evidence from U.S. Financials. *The International Journal Of Business And Finance Research*, 7(1), 17-29. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2148679
- Konarski, H. (2003, enero). Force Majeure and Hardship Clauses in International Contractual Practice. *International Business Law Journal*. Recuperado 6 de agosto de 2023, de https://www.researchgate.net/publication/284968473_Force_Majeure_and_Hardship_Clauses_in_International_Contractual_Practice
- Kooli, C., & Lock, M. (2021, 16 agosto). *Impact of COVID-19 on Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings*. MDPI. Recuperado 9 de enero de 2022, de <https://www.mdpi.com/2673-7116/1/2/8>
- Kornbluh, P. (2003). Track II: La CIA y el proyecto FUBELT. En *Los EEUU y el derrocamiento de Allende: una historia desclasificada* (B, p. 11). Ediciones B Chile.
- Kulfas, M. (2001). El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local. *CEPAL - SERIE Estudios y perspectivas*, 2, 1-84.
- Kulfas, M., Porta, F., & Ramos, A. (2002). *Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina* (Vol. 10). CEPAL. <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/fb9a1428-5177-492a-94c5-36fd910a5b37/content>
- Kwashie, E. & Kim, C. (2020). Post-M&A Performance and Failure: Implications of Time until Deal Completion. *Sustainability*, 12, 1 - 31.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). “The quality of government”, *Journal of Law, Economics and Organization* 15, 222 – 279.
- La República. (2013, 8 marzo). *Hugo Chávez expropió casi 1,200 empresas en diez años*. El Economista. Recuperado 13 de junio de 2024, de

<https://www.eleconomista.com.mx/empresas/Hugo-Chavez-expropio-casi-1200-empresas-en-diez-anos-20130307-0045.html>

- Lahera, E. (1981). Las empresas transnacionales en la economía chilena. *Revista de la CEPAL*, 14 (1), 107 - 124.
https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/12167/014009034_es.pdf?sequence=1
- Ledesma, V. (1998). La Junta Militar Chilena y su modelo económico. En *Tebeto: Anuario del Archivo Histórico Insular de Fuerteventura* (pp. 267-294). Cabildo Insular de Fuerteventura.
- León, P., & Llontop, F. (2019). Las reducciones de capital por absorción de pérdidas y sus efectos en el costo computable de accionistas no domiciliados. *THEMIS*, 76(1), 261-269.
<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/download/22641/21802/>
- Ley 222 de 1995, 20 de diciembre de 1995 (Colombia).
- Ley Antimonopolio y Antioligopolio del Sector Eléctrico. Ley N° 26876, 19 de noviembre de 1997 (Perú).
- Ley Constitucional de Inversión Extranjera Productiva. Gaceta Oficial N° 41310, 29 de diciembre de 2017 (Venezuela).
- Ley de defensa de la competencia. Ley N° 27442, 9 de abril de 2018 (Argentina).
- Ley de Represión de Conductas Anticompetitivas. Decreto Legislativo N° 1034, 24 de junio de 2008 (Perú).
- Ley de Sociedades de Capital. Real Decreto Legislativo 1/2010, 2 de julio de 2010 (España).
- Ley de Títulos Valores. Ley N° 27287, 19 de junio de 2000 (Perú).
- Ley General de Sociedades. Ley N° 26887, 9 de diciembre de 1997 (Perú).
- Ley N° 1340, 24 de julio de 2009 (Colombia).
- Ley N° 1390 de 2009. 24 de julio de 2009 (Colombia).
- Ley N° 23696, 18 de agosto de 1989 (Argentina).
- Ley N° 9 de 1991. 17 de enero de 1991 (Colombia).
- Ley Orgánica de Precios Justos. Decreto Ley N° 600/13, 21 de noviembre de 2013 (Venezuela).
- Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia. Gaceta Oficial N° 34880, 13 de enero de 1992 (Venezuela).

- Ley que establece el control previo de operaciones de concentración empresarial. Ley N° 31112, 7 de enero de 2021 (Perú).
- Ley que modifica la denominación y los artículos 1, 9 y 10 de la Ley 30424, Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas por el delito de cohecho activo transnacional. Ley N° 30835, 2 de agosto de 2018 (Perú).
- Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas por el delito de cohecho activo transnacional. Ley N° 30424, 21 de abril de 2016 (Perú).
- Ley Sherman Antitrust. 2 de julio de 1890 (Estados Unidos).
- Linares, A. (2014). La validez de la cláusula pro-sandbagging pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico colombiano. *Revista de Derecho Privado*, 52, 1 - 25.
- Long, H., & Marek, P. (2017). A review of the European Union countries on cross-border mergers and acquisitions market. *European Financial And Accounting Journal*, 13(4), 59-71. <https://doi.org/10.18267/j.efaj.219>
- Lora, E., Ocampo, J., & Steiner, R. (1989). *Introducción a la macroeconomía colombiana* (1.a ed.). Tercer Mundo Editores.
- Majaski, C. (2024, 22 mayo). *Letter of Intent vs. Memorandum of Understanding: What's the Difference?* Investopedia. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://www.investopedia.com/ask/answers/042715/what-difference-between-letter-intent-and-memorandum-understanding.asp>
- Marrocco, A. (2016). Negotiating Critical Representations and Warranties in Franchise Mergers and Acquisitions—Part I. *Franchise Law Journal*, 36, 107 - 122.
- Martínez, R., & Soto, E. (2012). El Consenso de Washington: la instauración de las políticas neoliberales en América Latina. *Política y Cultura*, 37(1), 35-64. https://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0188-77422012000100003&lng=es&tlng=es
- Masullo, H. (2015). Shareholder Agreements in publicly traded companies: a comparison between the U.S. and Brazil. *Revista de Direito Internacional*, 12(2), 401-419.
- Maya, M. (2016). La crisis del chavismo en la Venezuela actual. *Estudios Latinoamericanos, Nueva Época*, 38, 159-185.
- Mejía, D. (2014). Los acuerdos de accionistas. Evolución y aplicación en Colombia. *Revista de Derecho Privado*, 52, 1-30.

- Mejorada, M. (2014). La decisión de expropiar. *IUS ET VERITAS*, 49, 202-206. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/viewFile/13625/14248>
- Meldrum, D. (2000). Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics: the Journal of the National Association for Business Economists*, 35 (2000), 33-40.
- Menduïña, J. (2022). *Evolución de la pobreza monetaria en Colombia: Un análisis de descomposiciones* [Trabajo de título de maestría]. Universidad Nacional de La Plata.
- Meyer, K. (2015). What is “strategic asset seeking FDI”? *Multinational Business Review*, 23(1), 57-66. <https://doi.org/10.1108/MBR-02-2015-0007>
- Miziolek, A. & Angelakos, D. (2013). From Poker to the World of Mergers and Acquisitions. *Michigan Bar Journal*, 92 (6), 30 - 34.
- Mogrovejo, J. (2005). Factores determinantes de la inversión extranjera directa en algunos países de Latinoamérica. *Revista Latinoamericana de Desarrollo Económico*, 5, 51-82. Recuperado en 19 de febrero de 2023, de http://www.scielo.org.bo/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2074-47062005000200003&lng=es&tlng=es
- Moleiro, A. (2023, 28 agosto). *Las sanciones internacionales a Venezuela se convierten en un problema crónico*. El País. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://elpais.com/internacional/2023-08-28/las-sanciones-internacionales-a-venezuela-se-convierten-en-un-problema-cronico.html>
- Molina, E., & Victorero, E. (2018). *Las fusiones y adquisiciones en la actualidad* [Artículo académico, Centro de Investigaciones de Economía Internacional]. <http://biblioteca.clacso.edu.ar/Cuba/ciei-uh/20180123125309/FyA1.pdf>
- Molina, L. (2007). La conservación del patrimonio cultural en Venezuela: Nuevas oportunidades a partir de 1999. *Revista Venezolana de Economía y Ciencias Sociales*, 13(3), 129-141. Recuperado en 06 de diciembre de 2023, de http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1315-64112007000300009&lng=es&tlng=es
- Monahan, M. (2003). Survey of Illinois Law: Contracts-The Disagreement Over Agreements: The Conflict in Illinois Law Regarding the Parole Evidence Rule and Contract Interpretation. *Southern Illinois University Law Journal*, 27, 688-694.

- Montealegre, A., & Pineda, M. (2021). Capítulo 12: Colombia. En *The Mergers & Acquisitions Review* (15.a ed., Vol. 1, pp. 118-132). Mark Zerdin y Law Business Research.
- Montero, A., & Janghun, Y. (2014). *¿Qué es el Kirchnerismo?: Interpreting Political Economy of Kirchnerismo (2003-2013) Based on Elements of Contemporary Populism* [Paper de investigación, Academia.edu]. https://www.academia.edu/109661831/Que_es_el_Kirchnerismo_Interpreting_Political_Economy_of_Kirchnerismo_2003_2013_Based_on_Elements_of_Contemporary_Populism?uc-sb-sw=5672701
- Montoya, C. (2006). La inversión extranjera como determinante del desarrollo en América Latina. *Ciencias Estratégicas*, 14(15), 21-31. <https://www.redalyc.org/pdf/1513/151320329002.pdf>
- Morales, A. V. (2022). *El Tráfico Jurídico de las Empresas: La transferencia definitiva. Hacia la compraventa.* (1.a ed.). Fondo Editorial de la Universidad de Lima.
- Morales, M. (2009). Inversión extranjera directa en América Latina. El caso de Mercosur y México. *Trayectorias*, 11(29), 98-116. <https://www.redalyc.org/pdf/607/60712749007.pdf>
- Morales, M. (2020). Estallido social en Chile 2019: participación, representación, confianza institucional y escándalos públicos. *Análisis Político*, 98 (enero-abril 2020), 3-25.
- Moschieri, C., & Campa, J. (2009, noviembre). *The European M&A Industry: A Market in the Process of Construction.* Academy Of Management. Recuperado 15 de junio de 2022, de https://www.researchgate.net/publication/228118905_The_European_MA_Industry_A_Market_in_the_Process_of_Construction
- Moschieri, C., & Campa, J. M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478–1485. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.018>
- Motis, J. (2007). Mergers and Acquisitions Motives. *The ICFAI Journal Of Mergers And Acquisition*, 4, 52-66. <https://ideas.repec.org/p/crt/wpaper/0730.html>

- Motta, M. (2004). *Competition Policy: Theory and Practice* (1.a ed.). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511804038>
- Mulligan, C., & Shleifer, A. (2005). The Extent of the Market and the Supply of Regulation. *The Quarterly Journal Of Economics*, 120(4), 1445-1473. <https://doi.org/10.1162/003355305775097579>
- Municipalidad de Lima. (2022, 18 abril). *SAT de Lima: conoce todo sobre el impuesto de alcabala y cuánto se paga*. Munlima. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.munlima.gob.pe/2022/04/18/sat-de-lima-conoce-todo-sobre-el-impuesto-de-alcabala-y-cuanto-se-paga/#:~:text=El%20Servicio%20de%20Administraci%C3%B3n%20Tributaria,sea%20su%20forma%20o%20modalidad.>
- Naciones Unidas & CEPAL. (2020). *Panorama Social de América Latina* [Página web]. CEPAL. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/46687-panorama-social-america-latina-2020>
- Naranjo, C. (2020). Sustitución de Importaciones e Industrialización. Desde el siglo XX hasta al Socialismo del Siglo XXI, caso Ecuador. *Páginas*, 12(30). <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7545799>
- National Archives. (2022, 15 marzo). *Sherman Anti-Trust Act (1890)*. Recuperado 27 de junio de 2024, de <https://www.archives.gov/milestone-documents/sherman-anti-trust-act>
- Niles, S., & Robinson, J. (2022). *Corporate governance in the United States: overview and outlook*. The Legal 500. Recuperado 13 de julio de 2023, de <https://www.inhouselawyer.co.uk/legal-briefing/corporate-governance-in-the-united-states-overview-and-outlook/>
- Nishith Desai Associates. (2020). Mergers and Acquisitions. STUDOCU. Recuperado 4 de julio de 2021, de <https://www.studocu.com/in/document/b-k-birla-college/business-law-company-law-iii/mergers-acquisitions-in-india/52939496>
- Norma para la prevención del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo aplicable a los sujetos obligados bajo supervisión de la UIF-Perú, en materia de prevención del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo. Resolución SBS N° 789-2018, 3 de marzo de 2018 (Perú).

- NU CEPAL. (2021). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2020* (1.a ed.). CEPAL. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/46501-balance-preliminar-economias-america-latina-caribe-2020#:~:text=En%20su%20edici%C3%B3n%202020%2C%20el,la%20crisis%20del%20COVID%2D19>
- Ocampo, E. (2015). *Commodity Price Booms and Populist Cycles An Explanation of Argentina's Decline in the 20th Century* [Working paper, Universidad Del Cema (UCEMA)]. <https://ideas.repec.org/p/cem/doctra/562.html>
- Ocampo, E. (2024, 2 marzo). *La Magia del Banco Central Independiente*. Infobae. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.infobae.com/opinion/2024/03/02/la-magia-del-banco-central-independiente/>
- Ocaña, C., & Peña, J. (1992). *Fusiones, adquisiciones y separaciones: teorías y evidencia en España y en EEUU* [Paper académico, Universidad Carlos III de Madrid]. https://www.researchgate.net/publication/254435494_Fusiones_adquisiciones_y_separaciones_teorias_y_evidencia_en_Espana_y_en EEUU
- Ochoa, H., & Martínez, A. (2005). *El comportamiento de la inflación en Colombia durante el periodo 1955-2004* [Paper académico, Universidad Icesi]. https://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/163/html#:~:text=Ya%20en%20los%20inicios%20de,del%2025%25%20y%2030%25
- OECD. (2013, octubre). *Estudios económicos de la OCDE. Chile. 2013*. OECD.org. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.informeticplus.com/estudios-economicos-de-la-ocde-chile-2013-ocde>
- OECD. (2014, 26 enero). *Evaluación del Régimen de Control de Concentraciones en Chile*. OECD Library. Recuperado 4 de noviembre de 2022, de https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/evaluacion-del-regimen-de-control-de-concentraciones-en-chile_8590ad30-es
- Oliveros, A. & Navarro, P. (2016, 29 de noviembre). *El dólar paralelo y la esquizofrenia del mercado cambiario*. Prodavinci [blog]. Disponible en: <http://prodavinci.com/blogs/el-dolar-paralelo-y-la-esquizofrenia-del-mercado-cambiario-por-asdrubal-oliveros-y-pilar-navarro/>

- Ordeñana, X. (2011). El impacto de la dolarización en la economía ecuatoriana, once años después de su implementación. *RETOS. Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 1(2), 79-85. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=504550952006>
- Ortiz, L., Puppo, I. & Lagomarsino, L. (2020). *La relación entre la devaluación de la moneda local y la inflación en Argentina* [Trabajo de actuación profesional]. Universidad Nacional de San Martín.
- Osorio, D., & Acosta, J. (2018). *Cláusula de efectos Adversos Relevantes en el sistema Jurídico Colombiano* [Tesis para optar al título de abogado, Universidad Pontificia Bolivariana]. <https://repository.upb.edu.co/handle/20.500.11912/4046>
- Osorio, L. (2016). La nueva historia oficial en Venezuela: el discurso historiográfico en el libro de la historia contemporánea de la colección bicentenario. *Tiempo y Espacio*, XXXV(66), 173-189.
- Owen, S. (2006). *The history and mystery of mergers waves: A UK and US perspective* [Paper académico, Universidad de Nueva Gales del Sur]. <https://www.yumpu.com/en/document/view/43424439/the-history-and-mystery-of-merger-waves-university-of-new-south->
- Parquet, R. (1987). Las empresas transnacionales en la economía del Paraguay. *Estudios E Informes de la CEPAL, LC/G.1434*.
- Parra, J. (2022). Importancia de la independencia del banco central. En *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú 1990-2020: La recompensa de los tamías* (1.a ed., pp. 45-56). Universidad del Pacífico. <https://repositorio.up.edu.pe/handle/11354/3343>
- Pejovic, C. (2001). *Civil Law and Common Law: Two Different Paths Leading to the Same Goal*. Research Gate. Recuperado 18 de septiembre de 2022, de https://www.researchgate.net/publication/265244573_Civil_Law_and_Common_Law_Two_Different_Paths_Leading_to_the_Same_Goal
- Penfold, M., & Curbelo, J. (2013). *Hacia una nueva agenda en inversión extranjera directa Tendencias y realidades en América Latina*. Publicaciones.Caf.Com. Recuperado 9 de febrero de 2023, de <https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/381/inversionextranjeradirecta.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- Pérez, A. (1996). *Los sindicatos de voto para la junta general de sociedad anónima*. Tirant lo Blanch.
- Pérez, J. (1999). La inflación colombiana: una perspectiva empírica. *Semestre Económico*, 3(6), 51-59.
- Pérez-Llorca. (2020, 19 marzo). Especial COVID-19 (Nº6): *Las consecuencias legales en el ámbito civil por eventuales incumplimientos contractuales a causa del COVID-19*. Recuperado 27 de junio de 2024, de <https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2020/03/perez-llorca-nota-informativa-especial-covid-19-n-6-incumplimientos-contractuales.pdf>
- Piesse, J., Lin, L., Lee, C., & Kuo, H. (2013). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. En *Encyclopedia of Finance* (pp. 411-420). https://doi.org/10.1007/978-1-4614-5360-4_28
- PNUD. (2018). *Desiguales.: Orígenes, cambios y desafíos de la brecha social en Chile* [Página web]. <https://www.undp.org/es/chile/publicaciones/desiguales-origenes-cambios-y-desafios-de-la-brecha-social-en-chile> (Obra original publicada 2017).
- Posner, R. (2001). *Antitrust Law* (2.a ed.). Universidad de Chicago.
- Prialé, J. (2023, 1 febrero). *Moody's no descarta bajar calificación de Perú si gobernabilidad se afecta de manera permanente*. Gestión. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://gestion.pe/economia/moodys-no-descarta-bajar-calificacion-de-peru-si-gobernabilidad-se-afecta-de-manera-permanente-noticia/>
- PricewaterhouseCoopers & Dealogic. (2017). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2017* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Consultores, Auditores SpA. https://www.pwc.com/cl/es/publicaciones/assets/2017/MA_en_Chile_2017.pdf
- PricewaterhouseCoopers & Dealwatch. (2018). *Fusiones y Adquisiciones Estudio 2018 (M&A)* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada. <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-deals-survey-2018.pdf>
- PricewaterhouseCoopers & Dealwatch. (2019). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2019* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada. <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-Deals-Survey-2019.pdf>
- PricewaterhouseCoopers & PAD. (2015). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2014* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad

Limitada. <https://www.pwc.pe/es/estudio-fusiones-y-adquisiciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones-2014.pdf>

- PricewaterhouseCoopers & Refinitiv. (2022). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones Perú 2022* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada. <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/PwC-Estudio-M&A2022.pdf>
- PricewaterhouseCoopers Argentina. (2024). *Fusiones y Adquisiciones (M&A) en Argentina: Cierre año 2023 y perspectivas 2024*. PwC Argentina. Recuperado 7 de julio de 2024, de <https://www.pwc.com.ar/es/publicaciones/fusiones-adquisiciones-perspectivas-argentina.html>
- PricewaterhouseCoopers Chile. (2020, 6 enero). *Fusiones y Adquisiciones en Chile cayeron 18% durante 2019 y la actividad local de empresas chinas volvió a ser uno de los factores de dinamismo para el mercado*. Facebook. Recuperado 7 de septiembre de 2022, de <https://www.facebook.com/pwc.cl/photos/a.184843485038453/1252479484941509/?type=3>
- PricewaterhouseCoopers, Refinitiv & Dealogic (2020). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones Perú 2020* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada. <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/estudio-fusiones-y-adquisiciones.html>
- PricewaterhouseCoopers. (2017). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2016* [Conjunto de datos]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada. <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>
- PricewaterhouseCoopers. (2024). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones Perú 2024* [Conjunto de datos; Informe de PwC Perú]. PricewaterhouseCoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada. <https://www.pwc.pe/es/pwc-estudio-sobre-fusiones-y-adquisiciones-peru-2024.pdf>
- Prieto Zamora, O. (2014). Principio de igualdad de trato entre inversionistas nacionales y extranjeros, en los casos de aporte de industria o trabajo con estimación de su valor. *Revista de Derecho Privado*, 52, ISSN 1909-7794.

- Protiviti. (2016). *Guide to Mergers and Acquisitions: Frequently Asked Questions*. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://davidhoglund.typepad.com/files/guide-to-mergers-acquisitions-faqs-protiviti.pdf>
- Puente, J. (2016). Petróleo y revolución: Venezuela 1999-2013. En *La Nación Petrolera: Venezuela, 1914-2014* (1.a ed., pp. 319-332). Universidad Metropolitana de Caracas. <https://www.unimet.edu.ve/unimetsite/wp-content/uploads/2023/09/La-Nacion-Petrolera-Venezuela-1914-2014.pdf>
- Quinde, B. (2023, 19 diciembre). *Análisis de los riesgos y oportunidades de la minería para el 2024*. Rumbo Minero. Recuperado 23 de abril de 2024, de <https://www.rumbominero.com/peru/noticias/mineria/riesgos-y-oportunidades-de-la-mineria/>
- Quinn, B. (2013). Putting Y Putting Your Mone our Money Where Your Mouth Is: The P our Mouth Is: The Performance of formance of Earnouts in Corporate Acquisitions. *University of Cincinnati Law Review*, 81, 126 - 172.
- Quyet, N. (2022). Macroeconomic Factors Affecting Merger and Acquisition (M&A) Activity in Vietnam. En *Global Changes and Sustainable Development in Asian Emerging Market Economies* (Vol. 1, pp. 439-447). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-81435-9_31
- Radio Mitre. (2023, 30 octubre). *Renovaron el cupo para comprar 200 dólares: quiénes pueden acceder en noviembre*. Recuperado 18 de junio de 2024, de <https://radiomitre.cienradios.com/economia/renovaron-el-cupo-para-comprar-200-dolares-quienes-pueden-acceder-en-noviembre/>
- Ramírez, C. (2011). Marco Jurídico de la inversión extranjera en Colombia. *SABER, CIENCIA y Libertad*, 6(1), 163-177. <https://doi.org/10.18041/2382-3240/saber.2011v6n1.1770>
- Rebaza, A. & Ochoa, B. (2015). Controversias principales en contratos de compraventa de acciones. En *Fusiones & Adquisiciones* (1.a ed., pp. 53-70). Instituto Pacífico. <https://www.ipa.pe/pdf/Fusiones-y-Adquisiciones.pdf>
- Rebaza, A. (2007). Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión. *THEMIS*, 54, 101-111.

- Recart, J. (2020). Sobre el conocimiento del comprador, antes de la firma del contrato o del cierre, de la falsedad de las declaraciones y garantías. *Revista Chilena de Derecho*, 47(2), 565-588.
- Redacción Gestión. (2023, 2 junio). *Fusiones: en 38% cayó número de transacciones en el primer trimestre del 2023*. Gestión. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://gestion.pe/economia/fusiones-en-38-cayo-numero-de-transacciones-en-el-primer-trimestre-del-2023-adquisiciones-indecopi-noticia/>
- Rees, N. (2014, 25 marzo). M&A in Russia under English law: Are we bound by this term sheet? Clifford Chance. Recuperado 5 de enero de 2022, de https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/03/m_a_in_russia_underenglishlawar_eweboundb.html
- *Refugiados y migrantes de Venezuela*. (2024, 3 junio). R4V: Plataforma de Coordinación Interagencial Para Refugiados y Migrantes de Venezuela. Recuperado 4 de junio de 2024, de <https://www.r4v.info/es/refugiadosymigrantes>
- Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada. Resolución SMV N° 005-2014-SMV/01, 17 de marzo de 2014 (Perú).
- Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta. D.S. N° 122-94-EF, 21 de setiembre de 1994 (Perú).
- Reglamento de la Ley N° 31112 – Ley que establece el control previo de operaciones de concentración empresarial. D.S. N° 039-2021-PCM, 4 de marzo de 2021 (Perú).
- Resolución de Superintendencia Nacional de los Registros Públicos N° 200-2001-SUNARP-SN, 24 de julio de 2001 (Perú).
- Rey, A., & Ríos, S. (2018). La interpretación errónea del Tribunal Registral respecto a la enajenación de activos de un valor contable superior al 50% del capital social. *THEMIS - Revista de Derecho*, 74(1), ISSN: 1810-9934. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/download/21253/20948/>
- Ringe, W., & Gözlügöl, A. (2022, 18 marzo). *The EU Sustainable Corporate Governance Initiative: Where are We and Where are We Headed?* Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Recuperado 13 de julio de 2023, de <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/18/the-eu-sustainable-corporate-governance-initiative-where-are-we-and-where-are-we-headed/>

- Rivas, L., & Londoño-Correa, D. (2017). Revisión del tema de sinergias corporativas: origen, resultados y beneficiarios. *Estudios Gerenciales*, 33, 153-162. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/6072232.pdf>
- Rivera, O. (2020). *La ubérrima buena fe en los contratos de seguro a la luz de la Corte Constitucional*. Repositorio Institucional de la Universidad de Antioquia. Recuperado 30 de octubre de 2023, de <https://hdl.handle.net/10495/24153>
- Rodríguez, E. (2022). Colombia: desafíos para un nuevo gobierno. *Análisis Carolina*, 12(1), 1-20. https://doi.org/10.33960/AC_12.2022
- Rodríguez, F. (2020). La madre de todas las tormentas: Venezuela frente a la crisis de la Covid-19. *Análisis Carolina*, 17, 1-20. https://doi.org/10.33960/AC_17.2020
- Rodríguez, J. (2021). Inflación, memoria e institucionalidad del Banco Central. *Observatorio Económico*, 164, 9-13. <https://fen.uahurtado.cl/2022/articulos/inflacion-memoria-e-institucionalidad-del-banco-central/>
- Romero, C., Petrecolla, D., & Cardinale, J. (2020). 20 años de control de fusiones y adquisiciones en Argentina (1999-2019): Indicadores de desempeño. *Ensayos de Política Económica*, III(2), 1-36. <https://doi.org/10.46553/ensayos.3.2.2020.p1-36>
- Roppo, V. (2009). *El Contrato* (1.a ed.). Gaceta Jurídica. <https://andrescusiarrredondo.files.wordpress.com/2020/10/el-contrato-vincenzo-roppo.pdf> (Obra original publicada 2001).
- Rossi, S. & Volpin, P. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277–304.
- Rubio, R. (2013). Los desafíos del arbitraje en Perú. *Ius et Praxis*, 44, 253 - 276.
- Ruppert, E. (2015). Earn Outs: ¿Una solución para la fijación del precio? *En Fusiones & Adquisiciones* (1.a ed., pp. 71-83). Instituto Pacífico. <https://www.ipa.pe/pdf/Fusiones-y-Adquisiciones.pdf>
- Salinas, G. (2020, 11 febrero). *El pacto de sindicación de acciones*. Gimenez-Salinas Abogados. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://gimenez-salinas.es/pacto-sindicacion-acciones/>
- Sánchez-Calero, J. (2016, 15 diciembre). Cláusulas MAC. *Juan Sánchez-Calero Guilarte*. Recuperado 4 de marzo de 2022, de <https://jsanchezcalero.com/clausulas-mac/>

- Santeliz, A. & Contreras, J. (2016). La crisis del crecimiento económico venezolano: la inversión extranjera directa (IED) como parte de la solución. *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, XXII(1), 11-46.
- Sawyer Duncan, King & Spalding LLP. (2020, noviembre). *Problems With M&A Earnouts*. Bloomberg Law. Recuperado 5 de enero de 2022, de https://www.kslaw.com/attachments/000/008/342/original/Problems_with_M_A_Earnouts.pdf?1605804205
- Schipperus, O. (2014). *Country risk in cross-border acquisitions* [Trabajo de investigación, Universidad de Erasmus]. <https://thesis.eur.nl/pub/16762>
- Schmidt-Hebbel, K. (2006). *El crecimiento económico de Chile* [Paper de investigación, Banco Central de Chile]. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2112278.pdf>
- Serrano, F. (2017). *Session II: Merger Control in Latin America and the Caribbean - Recent Developments and Trends* [Paper de investigación, OECD]. [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/LACF\(2017\)5/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/LACF(2017)5/en/pdf)
- Sherman, A. (2011). *Mergers & Acquisitions from A to Z* (3.a ed.). American Management Association.
- Shim, J. (2012). *A Practical Guide to Mergers, Acquisitions and Divestitures*. Global Professional Publishing.
- Shoesmith, T., & Siu, W. (2009, 19 julio). *From «Let's Go Shopping» to Closing: U.S. M&A Process*. Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://www.pillsburylaw.com/a/web/2723/3073312162216A6B4C46B04D9A0BE990.pdf>
- Sibbeth, B. & Kim, H. (2022). Cross-Border M&A: A Checklist of US Issues for Non-US Acquirers. *Business Law Review*, 43, 24-31.
- Silva, J. (2013) *Deberes de vigilancia y compliance empresarial. Compliance y Teoría del Derecho Penal*. Lothar Kuhlen, Juan Pablo Montiel e Iñigo Ortiz, editores. Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales.S.A. Madrid.

- Singer, F. (2019, 15 octubre). *Venezuela cerrará el año con una inflación del 200.000%*. El País. Recuperado 13 de junio de 2024, de https://elpais.com/economia/2019/10/15/actualidad/1571150056_773127.html
- Sommer, C. (2013). *La aplicación de estándares de protección de inversiones extranjeras. Una mirada desde los casos argentinos*. Anuario Colombiano de Derecho Internacional, 6, ISSN: 2145-4493.
- Stalter, K. (2021, 7 enero). *Por qué los bonos de alto rendimiento no son la solución para aumentar tus ganancias*. Forbes. Recuperado 30 de enero de 2022, de <https://forbes.es/empresas/85018/por-que-los-bonos-de-alto-rendimiento-no-son-la-solucion-para-aumentar-tus-ganancias/>
- Steffen, B. (2018). The Earnout Provision: A Tool for Mitigation, or a Path to Litigation? *American Bankruptcy Institute Journal*, 37, 62-64.
- Stigler, G. (1950). Capitalism and Monopolistic Competition: I. The Theory of Oligopoly. *The American Economic Review*, 40, 23-34.
- Straka, T. (2016). *La nación petrolera: Venezuela, 1914-2014* (1.a ed.). Universidad Metropolitana de Caracas. <https://www.unimet.edu.ve/unimetsite/wp-content/uploads/2023/09/La-Nacion-Petrolera-Venezuela-1914-2014.pdf>
- Tarazona, F. (2010). El folio real y personal y su trascendencia en los registros jurídicos. En *Manual de los procedimientos registrales* (1.a ed., pp. 145-175). Gaceta Jurídica. http://dataonline.gacetajuridica.com.pe/resource_gcivil/PubOnlinePdf/05072013/07%20Manual%20de%20Procedimientos%20Registrales.pdf
- Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta. D.S. N° 179-2004-EF, 8 de diciembre de 2004 (Perú).
- Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo. D.S. N° 055-99-EF, 15 de abril de 1999 (Perú).
- Texto Único Ordenado del Reglamento General de los Registros Públicos. Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos N° 126-2012-SUNARP-SN, 18 de mayo de 2012 (Perú).
- *The Antitrust Laws*. (2022). Federal Trade Commission. Recuperado 4 de julio de 2024, de <https://www.ftc.gov/advice-guidance/competition-guidance/guide-antitrust-laws/antitrust-laws>

- The Legal 500. (2021). *United States: Mergers & Acquisitions*. The Legal 500. Recuperado 4 de septiembre de 2022, de <https://www.legal500.com/guides/chapter/united-states-mergers-acquisitions/>
- Toledo-Leyva, C. (2020, 17 junio). Coronavirus: ¿quiénes ayudan a Venezuela y cómo? DW. Recuperado 2 de enero de 2023, de <https://www.dw.com/es/qui%C3%A9nes-ayudan-a-venezuela-en-su-lucha-contr-el-coronavirus/a-53847310#:~:text=Para%20contener%20la%20expansi%C3%B3n%20de,de%20migrantes%20y%20refugiados%20venezolanos.>
- Tomarelli, F. (2019, 18 noviembre). *Las cláusulas sobre cambios materiales adversos y la coyuntura nacional*. El Mercurio. Recuperado 6 de septiembre de 2022, de <https://www.elmercurio.com/legal/movil/detalle.aspx?Id=907919&Path=/0D/DA/>
- Torres, J. M. (2019). *La hiperinflación en Venezuela: ¿Se cumple la paridad de poder adquisitivo?* [Trabajo de fin de grado]. Universidad Politécnica de Cartagena.
- Toscanini, M., Lapo-Maza, M., & Bustamante, M. (2020). La Dolarización en Ecuador: resultados macroeconómicos en las dos últimas décadas. *Información Tecnológica*, 31(5), 129-138. <https://doi.org/10.4067/S0718-07642020000500129>
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, 30 de marzo de 2010.
- Trombetta, M. (2012). Inflación en Argentina y limitaciones del “modelo” kirchnerista. *Hic Rhodus. Crisis capitalista, polémica y controversias*, 2, 19-29.
- Tschäni, R. (2005). Post-Closing Disputes on Representations and Warranties. *ASA Special Series*, 24. <https://globalarbitrationreview.com/guide/the-guide-to-arbitration/4th-edition/article/conflicts-between-expert-determination-clauses-and-arbitration-clauses>
- Tsuboyama, L. (2014). Due diligence laboral: Herramienta imprescindible en las fusiones y adquisiciones. *Themis Revista de derecho*, 65, 259-267.
- Uría Menéndez. (2021, 21 abril). *The European Commission’s new policy to broaden the scope of merger control*. Uria. Recuperado 7 de julio de 2022, de <https://www.uria.com/documentos/circulares/1396/documento/12251/UM-Nesletter.pdf?id=12251>
- Uribe, M. (1995). Crisis política y gobernabilidad en Colombia 1980-1995. *Estudios Políticos*, 7(1), 39-59. <https://doi.org/10.17533/udea.espo.15991>

- Urrutia, M. (1996). inversión Extranjera en Colombia: Un recuento. *Revista del Banco de la República*, 69(829), 5-32. <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/11575>
- Vasco, M., Cortés, L., Gaitán, S., & Durán, I. (2014). Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelo gravitacional. *Journal Of Economics Finance And Administrative Science*, 19(37), 108-117. <https://doi.org/10.1016/j.jefas.2014.10.003>
- Véliz, S., & D'Medina, P. (2022). Aproximaciones y comentarios a las reorganizaciones societarias transfronterizas: la fusión y la redomiciliación. *THEMIS*, 81, 187-203. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/26499/24947>
- Venturi, L. (2019, febrero). *Dinámica de la Pobreza en Argentina: Una estimación con Múltiples Paneles Sintéticos*. CEDLAS. Recuperado 21 de noviembre de 2022, de https://www.cedlas.econo.unlp.edu.ar/wp/wp-content/uploads/doc_cedlas242.pdf
- Verástegui, C., Ortiz, A., & Parra, R. (2018). El proceso de evaluación previa en las fusiones y adquisiciones empresariales en el Perú. *Quipu Kamayoc*, 26(51), 119-129. <https://doi.org/10.15381/quipu.v26i51.14536>
- Vidales, C. (1974). *Contrarrevolución y dictadura en Chile*. Ediciones Tierra Americana.
- Vismara, F. (2019). *Inversión en la Argentina: Qué medimos y cómo lo medimos* (1.a ed.) [Repositorio en línea de la Universidad Nacional de Quilmes]. Adys González de la Rosa y María Esther Walas. <https://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/2571>
- Wang, J. (2008). The Macro determinants of FyA timing in china. *International Journal of Business and Management*, 3(9), 141–146. doi:10.5539/ijbm.v3n9p141
- Waryjas, M. (1998). *Letters of Intent in the Acquisition or Sale of the Privately Held Company*. Katten Muchin Rosenman LLP. Recuperado 3 de febrero de 2022, de https://katten.com/files/20833_letters%20intent.pdf
- West, G. & Shah, K. (2007). Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to AntiSandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?. *The M&A Lawyer*, 11, 1 - 10.

- Whitehead, C. (2011). Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. *Delaware Journal Of Corporate Law*, 36, 1081-1115. <https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/919/>
- Williamson, M., Kirkman, I & Scott, B. (2010) *M&A Letters of Intent* [Webinar]. Strafford. <https://www.yumpu.com/en/document/view/42901224/ma-letters-of-intent-strafford>
- World Tourism Organization. (2020, 14 enero). *Most Dangerous Countries for Travel*. Alarms.org. Recuperado 13 de junio de 2024, de <https://www.alarms.org/most-dangerous-countries-for-travel/>
- Záborský, P., Joseph, Z., Sbaï, E., & Larsen, M. (2021). Cross-Border M&A Motives and Home Country Institutions: Role of Regulatory Quality and Dynamics in the Asia-Pacific Region. *Journal Of Risk And Financial Management*, 14(10), 1-24. <https://doi.org/10.3390/jrfm14100468>
- Zozaya, N. (2007). Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa - Ministerio de Industria, Turismo y Comercio de España. Recuperado 4 de abril de 2022, de <https://www.udocz.com/apuntes/549119/las-fusiones-y-adquisiciones-como-formula-de-creci>