

## CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE ACCIONES: EL DESAFÍO DE GENERAR VALOR A PARTIR DE UNA ADECUADA ESTRUCTURACIÓN CONTRACTUAL

Guillermo Burman y Diego A. Chighizola<sup>♦</sup>

### Resumen

Los contratos de compraventa de acciones son operaciones en las que, como cualquier transferencia de activos a cambio de una contraprestación, el vendedor intentará obtener el mayor beneficio económico posible, mientras el comprador pretenderá pagar el menor precio a cambio. A su vez, ambas partes procurarán disminuir sus riesgos y asegurarse un resarcimiento ante cualquier posible daño que sufran. Este tipo de operación es una oportunidad para los abogados, quienes serán los encargados de generar valor y asumir el papel de ingeniero de la transacción, sobre una base jurídica, económica y de sentido común.

En cuanto a la estructura del negocio, podría decirse que consta de etapas diferenciadas a fin de disminuir los riesgos y potenciales conflictos futuros: una selección racional de la contraparte, un acuerdo de confidencialidad y exclusividad, redacción de un acuerdo de intención (u otros documentos similares, preliminares), un concienzudo proceso de *due diligence* acompañado de la expedición de garantías y declaraciones por parte del vendedor y finalmente la redacción, negociación e implementación de un

---

<sup>♦</sup> Guillermo Burman es miembro de Marval, O'Farrell & Mairal desde el año 2005 y socio desde el año 2009, es especialista en derecho societario y financiero.

Asesora legalmente a empresas locales y extranjeras de distintas ramas en materia de derecho comercial y societario general, y en particular, en el diseño, planeamiento y estructuración de operaciones financieras tales como adquisiciones de empresas, financiación de proyectos y securitización de activos. Es profesor de Sociedades Comerciales en la carrera de abogacía de la Universidad de San Andrés. Se ha desempeñado como profesor de las materias de su especialidad en la Universidad de Palermo, se graduó como abogado, con honores, en la Universidad de Buenos Aires en el año 1994, y en 1999 obtuvo una Maestría en Derecho en la Universidad de Columbia.

Diego Chighizola se especializa en bancos y finanzas, mercado de capitales, fusiones y adquisiciones, y desarrollo y financiamiento de proyectos inmobiliarios. Es miembro de Marval, O'Farrell & Mairal desde el año 2001 y socio desde el año 2012. Antes de ingresar a Marval, trabajó como asociado extranjero en Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton en Nueva York. Graduado de la Facultad de Derecho de la Universidad Católica Argentina en 2001, obtuvo una Maestría en Derecho de la Escuela de Derecho de la Universidad de Columbia, en 2004, y una Maestría en Fianzas de la Universidad del CEMA en 2007.

Es miembro del New York State Bar, profesor de Derecho de los Negocios en la carrera de abogacía de la Universidad de San Andrés y dicta cursos en la Universidad del CEMA y en la Universidad Austral.

acuerdo de compraventas que buscará alinear los incentivos de las partes y maximizar el valor de la operación para las mismas.

Otro importante punto a destacar es la modalidad de precio que se seleccione, dado que el objeto del contrato es de un valor altamente incierto. Puede determinarse un precio contingente, ajustándolo a un parámetro contable que sea representativo de la situación financiera y patrimonial de la Sociedad cuyas acciones se venden; o un precio diferido en cuotas.

## 1. Introducción

En toda operación de compraventa, el vendedor pretende obtener el mayor precio posible por el activo del que se desprende, mientras que el comprador perseguirá el resultado opuesto. Adicionalmente, en la mayoría de los casos el vendedor querrá, una vez producida la venta, minimizar su contacto con el comprador. El comprador, por su parte, pretenderá que el vendedor esté disponible cuando lo que haya adquirido no dé el resultado esperado, para que lo repare o resarza el daño generado. Asimismo, ambas partes pretenderán que los costos asociados con la venta sean los menores posibles y, en ese sentido, minimizar la participación de terceros.

Los contratos de compraventa de acciones<sup>1</sup> (o partes de interés equiparables en otro tipo de personas jurídicas) suelen generar un ámbito dentro del cual los abogados que asesoran a las partes (dueño de la sociedad – en adelante “Sociedad” – cuyas acciones se planean enajenar por un lado, y el potencial adquirente de las mismas por otro), pueden crear valor para sus clientes. El análisis que sigue identificará algunos de los riesgos e incertidumbres existentes en estas operaciones, que afectan su viabilidad, y describirá mecanismos contractuales tendientes a mitigar estos riesgos, favoreciendo en primer lugar la posibilidad de que estas operaciones se concreten, y colaborando luego para que el precio que se pacte se acerque al valor real del activo que se cede (o al menos al estimado y pretendido por las partes).

El abogado transaccional tiene una inmejorable oportunidad para generar valor convirtiéndose en una suerte de “ingeniero” de la transacción, aportando experiencia y conocimiento a la estructuración de la operación, favoreciendo una adecuada alocaión de riesgos y eficiencia de costos.<sup>2</sup> Se espera asimismo que el abogado pueda ser un promotor del diálogo y la comunicación entre las partes a efectos de facilitar la consumación del negocio, objetivo principal del cliente en este contexto.<sup>3</sup>

Muchos de los conceptos que desarrollaremos son de sentido común. Resulta precisamente el desafío del abogado que asista en este negocio, permitir que las soluciones que propone dicha lógica puedan ser implementadas. Como base de análisis de las problemáticas comunes a los contratos de compraventa de acciones, recurriremos a ciertos conceptos desarrollados por

---

<sup>1</sup> En adelante nos referiremos siempre a “acciones” de sociedades anónimas, por ser este tipo de sociedad la más utilizada para el desarrollo de negocios en la Argentina.

<sup>2</sup> Ronald J. Gilson, “Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing”, *Yale Law Journal*, 94, 2 (1984): 239.

<sup>3</sup> Lee C. Buchheit, *How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements* (Londres: London Euromoney Publ., 2000), 158. En dicho trabajo se describen distintos roles que puede tomar el abogado en el contexto de una negociación contractual y la necesidad de desarrollar técnicas y aptitudes acordes con los objetivos del cliente.

autores que han utilizado herramientas de economía y de la teoría de los juegos,<sup>4</sup> para describir y comprender los comportamientos humanos en materia contractual de negociación.<sup>5</sup>

## 1.2) Los principios tomados de la teoría de los juegos

### Asimetría de información

La premisa es la siguiente: no todas las partes de un determinado negocio cuentan con la misma información. Además, producirla suele ser costoso y, en general, una de las partes se encuentra en mejor posición de lograrlo. Por último, la cantidad y calidad de información disponible será uno de los elementos determinantes de la estructura de un negocio y de la negociación de un contrato.<sup>6</sup>

George Akerlof,<sup>7</sup> ha demostrado que la asimetría de información puede dar lugar a una selección adversa o negativa en el mercado. El ejemplo clásico que suele graficar esta problemática es el de la venta de autos usados. Este proceso de venta ocurre comúnmente de la siguiente manera: el vendedor como paso previo a poner en venta su automóvil, le realizará ciertas reparaciones básicas, exteriores mayormente. La mayoría de las veces las hará al menor costo posible y con la finalidad de mejorar, a corto plazo, la apariencia de su vehículo, de modo de poder defender un mejor precio. Paso siguiente, publicará la venta con fotos y descripciones que resulten atractivas o contratará a un tercero para que lo haga por él (ej. una agencia de venta de autos usados). Asimismo, fijará un precio que surgirá de comparar precios de vehículos similares. El precio estará condicionado, además de por el mercado y la calidad particular del vehículo, por el apuro que tenga el vendedor para desprenderse del automóvil. Un menor precio debiera permitir una venta más rápida, pero sin llegar al extremo donde un valor que no sea “de mercado” pueda generar suspicacias en el potencial comprador, y en consecuencia, desinterés. Por su parte, el potencial comprador recorrerá el camino inverso: se formará en primer lugar una idea del automóvil que le interesa en términos de prestación, antigüedad, precio, entre otros, y a partir de allí, recorrerá los distintos canales a

---

<sup>4</sup> Thomas J. Miceli, *Economics of the Law: Torts, Contracts, Property and Litigation* (Nueva York: Oxford University Press, 1997). En dicho trabajo el autor sostiene que la aplicación de la teoría económica a cuestiones legales e instituciones del derecho se basa en el reconocimiento de que la eficiencia económica es útil en estos campos, eficiencia entendida como “maximización de la riqueza”. Trasladado a nuestro análisis, podríamos decir que la eficiencia se traducirá en mayor valor de la transacción considerando a ambas partes (comprador y vendedor) en conjunto.

<sup>5</sup> Douglas G. Baird et. al, *Game Theory and The Law* (Cambridge: Harvard University Press, 1998).

<sup>6</sup> Miceli, *Economics of the Law...*, 78.

<sup>7</sup> George A. Akerlof, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics* 84, 3 (2009): 488.

través de los cuales se comercializan, incluyendo publicidad (generalmente de internet) o eventualmente visitando una agencia de ventas. En el primer encuentro que tengan las partes (encuentro que quizá no se repetirá), el vendedor describirá las bondades del vehículo y el motivo de la venta. Al comprador le será sumamente dificultoso o incluso imposible comprobar la mayor parte de las afirmaciones que formule el vendedor. No obstante, podrá requerir documentos que acrediten la titularidad sobre el vehículo, o revisar el automóvil con un especialista que pueda validar ciertos elementos relativos a su “calidad”. Ambas partes saben que una vez cerrada la venta, probablemente no volverán a verse y que los remedios (post venta) con los que podría contar el comprador, son limitados. Algunas de las incertidumbres referidas podrían mitigarse involucrando a terceros, como una agencia de venta de autos con reputación o incluso que otorgue garantías, o talleres especializados. Pero esta circunstancia encarecería el proceso para ambas partes y por lo tanto disminuiría el valor que cada una de ellas pretenda extraer del negocio.

La situación descrita se reproduce en alguna medida toda vez que se pretende vender un bien cuyo valor es incierto, tal es el caso de las acciones, cuyo precio fluctúa en función de diversas variables, algunas de las cuales no son conocidas de igual manera por los sujetos del mercado relevante.

La venta de acciones de una Sociedad puede plantear una situación de incentivos contrapuestos donde el vendedor intentará limitar la información que le proporcionará al comprador, en especial, en aquellas áreas donde la operatoria de la Sociedad importe riesgos que puedan impactar sobre el precio pretendido. Veamos un ejemplo: la sociedad podría tener un determinado pasivo ambiental. El vendedor debería conocer el riesgo de tal pasivo generado por su operatoria, los mecanismos empleados para mitigar posibles daños ocurridos y potenciales, y eventuales reclamos existentes. Por su parte, el comprador, aun perteneciendo a la misma industria, no contará con dicha información con la amplitud con que la tiene el vendedor. Incluso cuando el comprador decida recorrer un costoso proceso de auditoría ambiental sobre la empresa, dicha situación solo le permitirá tener una foto de la situación actual pero poco le dirá sobre prácticas pasadas, daños ya generados y posibles reclamos. En consecuencia, si el vendedor entiende que las contingencias en este campo pueden ser significativas, pretenderá un “descuento” sobre el precio que le permita generar una reserva para afrontar eventuales pérdidas en tal sentido. Además, del precio acordado habrá que descontar los costos incurridos por el comprador en el marco de su auditoría ambiental.

Veremos más adelante las alternativas con que cuentan las partes para alinear sus incentivos en materia de producción de información.

### **Reputación y transacciones sin vocación de repetición en el tiempo**

Las partes de una transacción pueden tener distintos incentivos para adoptar conductas más agresivas (en términos de riesgo-oportunidad) cuando la relación entre ellas no tiene vocación de repetirse en el tiempo. No obstante, cuando esto último sí sucede, la actitud que se tome en las primeras interacciones podrá condicionar a las siguientes.<sup>8</sup> En el marco de los contratos de compraventa de empresas, solemos encontrarnos en situaciones donde el vendedor buscará una salida definitiva del negocio, y por ese motivo pretenderá maximizar el precio que obtenga al momento de celebrar la venta, aun cuando lo haga a costa de herir su reputación. Por cierto, esto no ocurrirá donde comprador y vendedor deban mantener cierta relación a futuro ya sea bajo acuerdos de gerenciamiento, provisión, comercialización, u otros.

En este contexto, analizaremos distintos mecanismos contractuales que permiten alinear los incentivos de las partes, incluso en aquellos casos de transacciones que no se repetirán en el futuro, que por cierto son las más comunes cuando se venden empresas.

## **2. Proceso de Compraventa de Acciones**

El proceso de compraventa de acciones no se agota en el contrato de compraventa. Implica un proceso que comienza informalmente y suele abarcar distintas fases hasta su concreción, e instrumentarse en distintos y variados contratos.

### **2.1) Selección de contraparte**

El primer paso, incluso anterior a la celebración de un acuerdo de confidencialidad o carta de intención, es la elección de la contraparte. Aquí es donde uno de los puntos más obvios del proceso se torna determinante, ya que mucha de la estructuración legal disponible tendrá un efecto limitado frente a un contratante inescrupuloso. Sin llegar tan lejos, el “carácter” de la

---

<sup>8</sup> Baird et. al, *Game Theory and The Law*, 159.

contraparte condicionará la negociación y señalará desde la primera instancia los resguardos a desarrollar contractualmente.

En buena medida, la elección de la contraparte estará condicionada por su reputación. En algunos casos, la seriedad de una parte, de la mano de su solvencia patrimonial y de declaraciones bien formuladas, hacen innecesarios costosos procesos de auditoría. La reputación del vendedor es así una de las cuestiones más sensibles en el análisis que realiza el potencial comprador.

## **2.2) Acuerdo de intención y otros instrumentos preliminares**

El acuerdo de intención, también conocido como “memorando de entendimiento” suele ser el primer documento escrito que vinculará formalmente a las partes de cara al proceso de compraventa. Es discutible en qué medida resulta conveniente la instrumentación formal de este tipo de acuerdos, dado que en muchos casos podrá ser materia de discusión su carácter vinculante, aun cuando algo se diga al respecto en el propio documento. Sin perjuicio de ello, lo cierto es que servirá al menos para limitar las posibilidades de las partes de renegociar aquellas cuestiones que, pactadas originalmente, servirán de base para la negociación posterior. Además, si las partes fracasan en este desafío menor (al menos en términos de cantidad de páginas), difícilmente podrán llevar la transacción a estadios mayores, siendo esta instancia una oportunidad interesante para que las partes comiencen a conocerse y fijen ciertos lineamientos de la negociación y de la transacción. En efecto, con la suscripción de este acuerdo, suele comenzar el proceso formal de evaluación de la Sociedad por el potencial adquirente.

Debe tenerse en cuenta que la carta de intención es ya un acto de naturaleza contractual, aun cuando no tenga los elementos necesarios para ser todavía un contrato de compraventa. El objeto de este contrato es la celebración ulterior del contrato de compraventa. Si bien el propio instrumento deberá determinar cuán obligadas las partes estarán a celebrar la compraventa definitiva de las acciones, no hay duda de que las mismas están constreñidas al menos a negociar de buena fe. En otras palabras, la suscripción de este tipo de acuerdos hace que cualquier reclamo que las partes se efectúen en el futuro en base al mismo, recaiga ya en la órbita contractual sin la necesidad de acreditar los extremos más exigentes que se requieren en materia de responsabilidad extracontractual, y aplicándose el plazo de prescripción decenal.

La carta de intención suele trazar la hoja de ruta de la transacción definiendo los tiempos e hitos que deberán cumplirse, distribuyendo responsabilidades entre las partes en materia de negociación y redacción de los contratos definitivos y fijando las bases comerciales, aún de manera provisoria, del acuerdo comercial. Es usual que este tipo de acuerdos tenga naturaleza no vinculante en lo que respecta a la obligación del vendedor de vender y del comprador de pagar determinado precio. Es decir, no habrá todavía contrato de compraventa que obligue a entregar la cosa y pagar precio. Es recomendable que el propio texto del documento indique con claridad la naturaleza vinculante o no, para evitar engorrosas discusiones posteriores sobre su alcance. En otras palabras, no hay valor en la ambigüedad.

De todas formas, sí es posible fijar en esta instancia el precio por las acciones o al menos un rango de precio, dentro del cual se acordará el monto definitivo durante el proceso de negociación, o establecer pautas objetivas para su fijación. Aun cuando se acuerde expresamente el derecho de las partes a no celebrar el contrato de compraventa sin tener que fundar tal decisión, la carta de intención genera acuerdos obligatorios respecto de ciertas cuestiones críticas en lo que hace a las pautas con las cual las partes deberán manejarse durante la negociación:

### **Confidencialidad**

Es usualmente requerida la inclusión del acuerdo de confidencialidad dentro de la carta de intención, o la firma de un documento independiente con este alcance (incluso previo a la carta de intención), como condición para que el vendedor ponga a disposición del comprador información sensible y confidencial<sup>9</sup> de la Sociedad. La realización de esto a favor del comprador implica el primer paso camino a reducir la asimetría de información de origen a la que se enfrentan las partes. Este proceso presenta diversos desafíos originados en **(a)** la importancia de proteger información sensible entre contrapartes que pueden ser competidoras o tener relaciones comerciales distintas a las relativas al acuerdo de compraventa, verbigracia, la que podría existir entre un fabricante y su proveedor o distribuidor donde la información

---

<sup>9</sup> La Ley de Confidencialidad en su artículo 1, define como información confidencial a aquella que (a) sea secreta en el sentido de que no sea, como cuerpo o en la configuración, reunión precisa de sus componentes, generalmente conocida ni fácilmente accesible para personas introducidas en los círculos en que normalmente se utiliza el tipo de información en cuestión; (b) tenga un valor comercial por ser secreta; y (c) haya sido objeto de medidas razonables, en las circunstancias, para mantenerla, secreta, tomadas por la persona que legítimamente la controla. Ley 24.766 de confidencialidad sobre información y productos que estén legítimamente bajo control de una persona y se divulgue indebidamente de manera contraria a los usos comerciales honestos, B.O. 30/12/1996.



sobre “el producto” puede alterar las bases comerciales de acuerdos preexistentes o futuros; **(b)** la dificultad para proteger el uso de la información confidencial y evitar su divulgación sin autorización o su uso para fines distintos a los de analizar la transacción de venta (por ejemplo, la utilización que un actual o nuevo competidor pudiera hacer de esa información); y **(c)** las dificultades probatorias respecto a un uso no autorizado o abusivo y la consiguiente dificultad para calcular los daños causados por dicha utilización ilegítima.

Respecto al primer punto, todo potencial vendedor deberá agudizar su sentido comercial para saber hasta dónde mostrar información sensible. Acá no hay reglas ni fórmulas preestablecidas, y frente a la imposibilidad del comprador de generar confianza, en lo que respecta al aprovechamiento que hará de la información suministrada, el vendedor intentará diferir el intercambio de esta información para una etapa ulterior en la cual ya exista un compromiso vinculante del comprador en lo que respecta a la compraventa. Así, el intercambio de información confidencial podría darse a través de declaraciones y garantías del vendedor sobre las bondades o cualidades de determinado producto en el propio contrato de compraventa de acciones, tal como lo analizaremos más adelante.

En lo que hace a las medidas concretas para la protección de la información y su posterior utilización, en los casos de proceso de ventas de empresas de cierta envergadura, es común la implementación de los llamados “*data room*” en los cuales en un espacio de acceso restringido, el vendedor dispondrá información para consulta en persona por parte del comprador y sus asesores, limitando la posibilidad de retirar copias. Esto puede darse de manera física o también virtual a través de distintos sistemas que de manera electrónica permiten el acceso a la información de ciertas personas previamente identificadas y sujetas a deberes de confidencialidad. En todos los casos, la práctica recomienda que los deberes de confidencialidad asumidos por el comprador **(a)** se hagan extensivos a los asesores del comprador, incluso requiriéndole al comprador que acredite la suscripción de acuerdos de confidencialidad expresos con cada uno de sus asesores; **(b)** que tengan como beneficiario de dicho deber al propio vendedor; **(c)** que se limite el número de personas con acceso a la información confidencial y se los identifique; y que finalmente **(d)** exista un compromiso del vendedor de destruir o devolver toda la documentación recibida si fracasare la transacción.

Por último, dada la dificultad que implica probar la medida del daño consecuente de la violación al acuerdo de confidencial, es usual acordar una cláusula penal que sirva de

disuasivo suficiente y permita tener tasado el eventual daño de antemano, limitando así las cuestiones a discutirse en un eventual pleito.

### **Exclusividad**

La sola participación de las partes en un proceso de compraventa genera efectos diversos. Más allá de los costos vinculados con la auditoría y negociación de los documentos de la transacción, el vendedor estará privilegiando a un potencial comprador por sobre otros, y hacia adentro, dando el mensaje de que tomó la decisión de venta con su consiguiente impacto en los planes futuros y la estabilidad de los empleados de mayor categoría. Del lado del comprador, embarcarse en estos procesos con un vendedor puntual implica posponer negociaciones con otros potenciales vendedores, señalar un apetito expansivo y alocar recursos al proceso de compra, que de otra manera estarían concentrados en el negocio existente.

Estas razones justifican la incorporación de cláusulas referidas a la exclusividad que las partes se darán recíprocamente durante el plazo que duren las negociaciones. Conjuntamente con el acuerdo de exclusividad, suele pactarse el compromiso por parte del comprador de no contratar personal de la empresa que analiza ni de competir con ella en caso de no celebrarse definitivamente la compraventa.

La excepción a la exclusividad se da en los procesos donde existen múltiples interesados, que participarán de un proceso licitatorio o competitivo. Esta variante podrá maximizar el precio o provocar el desinterés de potenciales compradores. Dependerá en gran medida de las características de la Sociedad que se vende, la conveniencia o no de este tipo de procesos.

### **Reserva, seña o muestra de seriedad**

Aun cuando no suele ser tan común como en otros negocios (el inmobiliario por ejemplo), el vendedor podría requerir el pago de cierta suma de dinero inicial. Este pago inicial servirá para hacer más onerosa la salida de la negociación para el potencial comprador y así balancear, al menos parcialmente, la inicial disparidad entre un vendedor que abre las puertas de su empresa gratuitamente (con el único incentivo de la posible venta) y un comprador que, en un principio, solo arriesga su tiempo y gastos limitados. Toda vez que exista un pago

inicial, las partes deberán ser claras en la determinación de la naturaleza o función de dicho pago.

La jurisprudencia muestra un reciente fallo<sup>10</sup> en el cual un potencial comprador realizó una oferta que denominó irrevocable y reforzó con la entrega de un cheque a un escribano de su confianza como muestra de seriedad. Los propios términos de la oferta y las negociaciones posteriores de las partes dejaron claro que la consumación de la transacción se encontraba condicionada a la realización de un *due diligence* satisfactorio por parte del interesado. A resultas del mismo, el interesado decidió no avanzar con la transacción y solicitó la devolución del valor dado como garantía de mantenimiento de la oferta. El vendedor cuestionó dicho proceder y reclamó el cheque en cuestión como compensación por la terminación de las negociaciones. El juez dirimió la cuestión en beneficio del comprador privilegiando la literalidad y el espíritu de la negociación, donde resultaba claro que la operación en su conjunto se encontraba condicionada al *due diligence* satisfactorio y que el actor había, en su demanda, omitido cuestionar la entidad de las causas que motivaron dicha salida del negocio por parte del interesado, cuestión que hubiera quizás dado acción al actor de comprobarse que tal salida era infundada e inconsistente con la buena fe negocial que debía regir el proceso.

Lo interesante del caso es la discusión que omite por no haber sido una cuestión controvertida, pero que está en la génesis del conflicto entre las partes: la naturaleza del negocio jurídico celebrado. Parados frente a la disyuntiva de elegir el mejor instrumento legal para iniciar una relación que tiene como objetivo culminar con la compra de las acciones de la Sociedad y en la cual las partes requieren que exista cierto desembolso inicial por parte del comprador, surgen diversas alternativas.

Así, el desembolso inicial podría encontrar encuadre claro en alguna de las figuras usualmente utilizadas en el campo inmobiliario como pueden ser la reserva o seña, y la opción. Sin ánimo de hacer un análisis exhaustivo de cada una de estas figuras recordamos que la reserva suele ser el instrumento principal a través del cual un interesado demuestra interés y propone un cierto precio para la compra de un activo. La misma puede estar dirigida al propio vendedor o a un intermediario. Se suele asimismo establecer un plazo durante el cual la reserva estará vigente (es decir, dentro del cual no podrá ser revocada por el interesado). Una vez aceptada

---

<sup>10</sup> CNCom., Sala D, 2010/10/28, “Vicente Norberto Carlos José y otro c. Sociedad Latinoamericana de Inversiones S.A.”, *La Ley* 2011-B-12

por el vendedor, tiene como efecto principal sacar al activo del mercado en el sentido de habilitar una negociación exclusiva entre interesado y vendedor sobre la base del precio y demás condiciones detalladas en la reserva. Una reserva no constituye un contrato de compraventa, no obstante, produce importantes efectos: del lado del interesado, si luego este se arrepiente, perderá la suma entregada como penalidad por retirarse del negocio; del lado del comprador, una vez aceptada la misma, genera el mismo efecto de una seña penitencial<sup>11</sup>, es decir, el deber de devolver la suma entregada más otro tanto. Esta mecánica, que suele funcionar sin problemas en materia inmobiliaria, puede generar mayores complicaciones en el ámbito de una compraventa de acciones donde las cuestiones a acordar por las partes y los documentos que implementan la operación son múltiples y complejos. En efecto, la instrumentación de una operación inmobiliaria suele ser más lineal y los documentos que la vertebran más estandarizados. Por el contrario, aun existiendo un primer acuerdo en lo que hace a precio y otros términos y condiciones básicas del negocio, las partes deberán recorrer un largo camino para materializar la operación de compra de una empresa, lo que puede generar discusiones respecto al funcionamiento de la reserva (aun luego de convertida en seña) ya que la salida del negocio puede deberse a desacuerdos sobre cuestiones que todavía no eran objeto de negociación o sobre la implementación de las ya acordadas.

Otra alternativa disponible en esta instancia para las partes es suscribir una opción de compra, la que podría implementarse como paso posterior a la carta de intención o simplemente servir como el puntapié inicial del proceso. En una opción, el interesado (tomador) pagará una determinada suma de dinero inicial (prima) al vendedor (dador) a efectos de que este le otorgue el derecho de decidir en un momento futuro si adquirirá o no las acciones de la Sociedad. La prima no es en principio reembolsable por el vendedor, independientemente de que se ejerza o no la opción, con lo cual le servirá para compensar parte de los gastos y costos vinculados con el proceso de venta. El precio al que se ejercerá la opción de compra suele estar fijado de antemano y la prima puede ser o no a cuenta del mismo. En las formulaciones más puras de los contratos de opción, la prima suele ser calculada en función de la volatilidad del activo subyacente, siendo mayor la prima cuanto más volátil sea el activo, de modo que aquella compense el mayor riesgo asumido por el vendedor en caso de tener que enajenar un activo a un valor inferior a su valor de mercado.

---

<sup>11</sup> Artículo 1.202, Código Civil.

En relación a la estructura de opción, cabe una breve referencia al artículo 13, inciso 5 de la Ley 19.550,<sup>12</sup> que establece la nulidad de las estipulaciones que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva. Dicha norma y las interpretaciones extensivas de la misma, hace que se deba actuar con suma prudencia al estructurar una compraventa de acciones sobre la base de acuerdos de opción de compra, en particular, cuando el precio de ejercicio de la opción está fijado de antemano de un modo rígido (es decir, cuando la opción funciona en su forma más pura como un contrato aleatorio).

Sea cual sea la alternativa seguida, siempre que exista un desembolso inicial y anterior a la celebración de un acuerdo de compraventa, las partes deberán cuidar de darle al mismo un encuadre adecuado y ser precisos respecto a los mecanismos de devolución o pérdida de los fondos según se avance o no con la transacción. Como corolario de este punto, concluimos que la pericia del abogado en esta instancia se centrará en permitir a las partes una negociación lo menos condicionada posible para su propio cliente y una salida clara y de bajo costo, en caso de no proceder con el negocio.

### **2.3) El proceso de *due diligence***

Una vez celebrada la carta de intención o documento similar, es esperable que el comprador realice un proceso de auditoría, conocido como *due diligence*. En este proceso, se intentará reducir la asimetría de información existente entre las partes. Al comprador, el acceso a información de la Sociedad le permitirá confirmar su decisión de compra y valorar o confirmar la valuación del activo que adquirirá. Por este motivo, el comprador pretenderá que la información sea lo más completa posible, aun cuando su análisis implique costos relevantes. El vendedor, por su parte, se mostrará reticente a abrir por completo las puertas de su empresa, consciente de la posibilidad de que la compraventa no se materialice y del riesgo de que la información suministrada pueda ser utilizada en el futuro de una manera que lo impacte negativamente. El *due diligence* suele abarcar las áreas legal, contable, impositiva, financiera y técnica. El alcance de la auditoría dependerá de varios factores, como el tiempo y el costo asignado, y estará finalmente condicionado por la actividad que desarrolle la Sociedad.

El primer punto a auditar en el caso de venta de acciones es el propio activo a ceder, es decir, las acciones objeto de la compraventa. Será entonces el punto de partida analizar los libros

---

<sup>12</sup> Ley 19.550, Ley de Sociedades Comerciales, B. O. 30/03/1984 y sus modificatorias (“Ley de Sociedades”).

societarios de modo de confirmar la efectiva titularidad de las acciones, su nivel de integración, la vigencia de la Sociedad y la debida registración de aquellos actos registrables (tales como modificaciones estatutarias y designaciones de autoridades). La revisión de dichos documentos (en particular del libro de actas del directorio), permitirá también tener una referencia concreta y específica de los negocios realizados y proyectados.

Luego, el *due diligence* se centrará en la actividad de la empresa. Así encontramos como capítulos relevantes del proceso de auditoría: **(i)** la revisión de los contratos celebrados (suelen incluirse solo contratos materiales definidos según determinada pauta); **(ii)** la revisión del cumplimiento de la normativa en materia laboral y previsional (área en la que es común encontrar luego pasivos ocultos); **(iii)** análisis de registros de marcas y patentes; **(iv)** revisión de derechos reales (en particular de dominio sobre inmuebles); **(v)** cumplimiento de normativa impositiva; **(vi)** cumplimiento de normativa cambiaria; **(vii)** litigios (podrán describirse con un dictamen legal del abogado a cargo, estimando la probabilidad de éxito del reclamo). Finalmente, resulta aconsejable pactar plazos acotados y criterios de materialidad razonables para el desarrollo de la auditoría, de modo que la misma no implique una traba al proceso de venta.

### **3. El contrato de compraventa de acciones**

La Ley de Sociedades Comerciales poco dice respecto de los requisitos y estructura que debe contener el contrato de compraventa de acciones. En efecto, el artículo 215 indica que se debe notificar a la Sociedad la existencia de la cesión para que esta efectúe las inscripciones pertinentes del nuevo accionista, y nada más. Ni siquiera el instrumento público requerido para las sociedades de responsabilidad limitada es exigido en este caso. En este sentido, el contenido del contrato de compraventa de acciones estará enmarcado dentro del principio de autonomía de la voluntad.

Los capítulos principales del contrato de compraventa de acciones regulan las siguientes cuestiones: **(a)** la determinación del activo que se cede (acciones, derechos vinculados a las acciones tales como créditos de los accionistas y dividendos no cobrados); **(b)** precio y mecanismo de ajuste incluyendo posible precio variable o contingente; **(c)** mecanismos para el perfeccionamiento de la operación incluyendo los pasos que deben tomar cada una de las partes al momento de la firma y de cierre de la operación (es decir, al momento en que se hayan cumplido las condiciones precedentes o pasos previos a los que se ha supeditado el

perfeccionamiento de la operación); **(d)** condiciones previas, incluyendo cuestiones vinculadas a las autorizaciones regulatorias a las que se sujete la operación (en particular, autorización por parte de las autoridades de defensa de la competencia cuando por el volumen de la transacción esta sea requerida); **(e)** declaraciones y garantías de las partes; **(f)** indemnidades; y **(g)** otras obligaciones de las partes y cuestiones misceláneas.

La finalidad del acuerdo de compraventa para el comprador radica en obtener seguridades respecto a que recibirá aquello que él piensa haber adquirido. Esta inquietud se torna todavía más relevante cuando el precio se paga al momento de la celebración del contrato. El vendedor, por su parte, no necesitará en ese caso garantías sobre el pago. Esta falta de equivalencia de origen explica por qué la mayoría de los mecanismos bajo el contrato de compraventa de acciones tienden a proteger los intereses del comprador.

Las cuestiones que se desarrollan a continuación son en alguna medida paliativas de esa indefensión de origen a la que está expuesto el comprador, reconociendo de antemano que un comprador sofisticado y racional entenderá que incertidumbre y riesgo son siempre a costa de un menor precio.

### **3.1) Fijación de precio y mecanismos de ajuste**

Hay determinados activos cuyo precio tiene un valor altamente incierto: el caso de las acciones es uno de ellos. En efecto, aun para aquellas sociedades cuyas acciones cotizan en algún mercado autorregulado y que, por lo tanto, tienen un “precio de mercado”, determinar su valor puede resultar muy complejo. Del lado del comprador este analizará y asignará valor a la potencialidad de incorporar a la Sociedad a su grupo económico en términos, por ejemplo, de volumen de ventas o compras, así como desarrollos de sinergias variadas (incluyendo integración de la administración). Así, el precio que asigne el potencial comprador será subjetivo y podrá incluso diferir del precio que otros asignen al mismo activo. El vendedor por su parte, condicionará la fijación del precio a distintos factores, que incluirán su vocación de responder en caso de pasivos no conocidos y su permanencia en el mercado relevante.

Consecuencia de lo anterior es que la distancia entre el precio pretendido por cada parte puede resultar tal que el negocio se frustre antes de comenzar. Este es uno de los ámbitos donde el abogado puede contribuir de manera determinante. Una herramienta disponible consiste en la fijación de un precio dinámico, permitiendo generar mecanismos que contemplen las bases y

proyecciones tenidas en cuenta por el comprador para fijar su precio, entre otros factores que hayan sido tomados en cuenta por cada parte en su análisis subjetivo de valuación.

Desde otra óptica, los mecanismos de precio contingente pueden relativizar el principio mencionado por el cual la posición relativa del vendedor, una vez cerrada la operación, es la más favorecida ya que, salvo que exista falsedad en sus declaraciones, el comprador no tendrá recurso contra él. En este sentido, es común que el precio se ajuste de dos maneras. En primer lugar, puede preverse como mecanismo de ajuste la utilización de un parámetro contable que sea representativo de la situación financiera y patrimonial de la Sociedad. Se comparará dicho parámetro según el último balance de referencia preparado por el vendedor con anterioridad a la venta, contra un balance post-cierre preparado ya bajo la órbita del comprador. Este proceso puede complementarse con la designación de un tercero (usualmente una firma contable) que determinará de manera definitiva cualquier diferencia existente entre ambos estados contables frente al cuestionamiento de una de las partes. Una vez acordadas las bases de comparación (es decir, cada uno de los estados contables), se tomará en cuenta la variable elegida y se ajustará el precio generando una obligación de pago de precio adicional, reembolso, o neteo de pagos futuros, según corresponda. Estos mecanismos apuntan principalmente a validar la consistencia de lo informado por el vendedor en el marco de las negociaciones previas y proceso de auditoría, así también como la veracidad y calidad con la cual la Sociedad confeccionaba su información contable.

Como variante, es común que el precio tenga un componente contingente vinculado con un hito propio del negocio como podrían ser las ventas, ganancias netas de ciertos gastos (conocidas como EBITDA, según sus siglas en inglés<sup>13</sup>), u otro similar. Este tipo de mecanismos de re-determinación de precio incluyen en su consideración no solo el pasado y la calidad de la información suministrada sobre el activo, sino también cuestiones posteriores a la fecha de cierre de la operación, que indican de qué modo las expectativas del comprador en materia de sinergias, integración comercial u otras pudieron materializarse. Esta circunstancia hace también que la identidad y características propias del comprador resulten relevantes para que el vendedor defina la venta. Cierta activo podrá ser explotado con mayor eficacia y éxito por determinado comprador, mejor, incluso, que por el propio vendedor. Esta

---

<sup>13</sup> En castellano, ingresos antes de interés, impuestos, depreciación y amortización. Esta suele ser una de las medidas más comunes para medir los ingresos generados por la operación de una sociedad y, consecuentemente, su rentabilidad. Más aún, una de las fórmulas más comunes de valuación de empresas, determina el precio de una determinada empresa aplicando un múltiplo al EBITDA que surgirá de la valuación de empresas comparables, riesgo de mercado, riesgo del país en que opera la empresa u otros.



variante tiene la ventaja de alinear los intereses de las partes una vez producida la venta, con el objeto de una administración eficiente de potenciales pasivos y reclamos de terceros. La contracara de esta alternativa es que, cerrada la transacción, el comprador será quien, con sus decisiones comerciales y de negocio, influirá en mayor medida en el cumplimiento de los hitos previstos y en el éxito o fracaso del negocio, y así en el precio final a pagar.

Es común que se pacte la prestación de algún tipo de asesoría por parte del vendedor al comprador durante los períodos en los cuales se encuentre vigente un pago contingente. Esto permite balancear mejor el flujo de información durante el proceso de venta e incluso con posterioridad, y prolongar la relación entre las partes aun luego de operada la venta, con su consiguiente efecto positivo en los incentivos de las mismas para comportarse adecuadamente en la génesis del negocio. También permite una transición ordenada, reduciendo la posibilidad de competencia por parte del vendedor. No obstante, asesorar y controlar no son la misma cosa y en tal sentido los incentivos de cada una de las partes tampoco serán los mismos, ya que el vendedor (devenido en asesor) estará mayormente interesado en que se tomen decisiones comerciales que le permitan maximizar su precio contingente, mientras que el nuevo controlante analizará dichas acciones dentro de un contexto más amplio de generación de valor y eventualmente a un plazo más largo.

La inclusión de un precio contingente implica, desde la perspectiva del comprador, un signo de confianza del vendedor respecto de la calidad del activo que está cediendo, favoreciendo la fijación de un mayor precio.

Finalmente debe mencionarse la alternativa del precio diferido, aun siendo una solución obvia. El precio fijo, pero dividido en cuotas, permite al comprador compensar cualquier menor valor futuro del activo adquirido con saldo de precio. La sola circunstancia de la existencia de este mecanismo de pago, genera en el vendedor el incentivo concreto de identificar con precisión los pasivos que conoce de modo de que queden excluidos de cualquier pretensión indemnizatoria. Nuevamente, el vendedor capaz de aceptar este tipo de acuerdos generará en su contraparte un nivel de confianza tal que favorecerá (i) la minimización de los costos asociados con la transacción (auditoría y estructura de garantías), y (ii) la fijación de un precio mayor. La desventaja de este tipo de mecanismos puede estar en el incentivo que creará a favor del comprador para identificar e iniciar reclamos indemnizatorios pobremente fundados, ya que la discusión redundará en su beneficio toda vez que le permita dilatar el pago del saldo de precio (para limitar este riesgo suele acordarse el

desembolso integral del precio al momento de la transferencia, pero el depósito de una parte en una cuenta de garantía a liberarse luego de transcurrido cierto plazo).

### 3.2) Declaraciones y garantías

Como mencionamos, la producción de información suele ser cara y requerir mucho tiempo. Incluso asumiendo estos costos, la información que puede ser obtenida por el comprador a través de su producción independiente suele ser imperfecta.<sup>14</sup>

El otorgamiento de declaraciones y garantías por parte del vendedor es, conjuntamente con el procedimiento de auditoría, uno de los mecanismos principales tendientes a balancear la asimetría de información. Consiste sencillamente en la descripción del activo que se está vendiendo. En el caso bajo análisis, la descripción no se limita a las acciones sino que se extiende a la Sociedad cuyas acciones son objeto de transferencia. Así, esta sección del contrato suele ser extensa y detallada, siendo común que se incluyan anexos que describan los activos y pasivos identificados. A mayor detalle, menor espacio para reclamar que cierto pasivo o contingencia haya sido ocultado. Sin embargo, en algunos supuestos, más información no redundará en una reducción de la exposición por parte del vendedor. Como ejemplo, veamos lo que sucede con respecto a la declaración sobre la existencia de litigios: ¿alcanza con informar sobre la existencia de un litigio, sus partes, el monto reclamado y la situación procesal del caso, o conviene incorporar el análisis de mérito del abogado de la Sociedad que tiene a su cargo el expediente? Pareciera que no hay gran beneficio en optar por incluir el análisis del abogado, dado que si el resultado del litigio fuera el previsto, no habría ventaja adicional para el vendedor, mientras que si el análisis resultase erróneo, se le estaría dando al comprador motivos para cuestionar la veracidad de la declaración, aún con las salvedades que dicho análisis pudiera incluir. En este contexto, más puede significar menos. Todo pasivo no incluido debidamente en esta sección, disparará a favor del comprador el mecanismo de indemnización al que nos referiremos luego. En este sentido, será de interés del vendedor ser preciso en la redacción de esta sección, de modo que sirva como tamiz de reclamos futuros. El fundamento de su defensa será que el comprador conoció o debió haber conocido la potencialidad de la contingencia al momento de la fijación del precio.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Gilson, "Value Creation by Business Lawyers", 244-247.

<sup>15</sup> En el derecho anglosajón existe un término jurídico que grafica adecuadamente esta discusión: *sandbagging* y *anti-sandbagging* como el mecanismo para mitigarlo. En efecto, existirá *sandbagging* con su consiguiente potencial abuso por parte del comprador cuando entable un reclamo sobre la base de una declaración y garantía

Resumiendo, la finalidad de las declaraciones y garantías es doble: son una herramienta clave para la producción de información, y sirven al mismo tiempo para asegurar al comprador la efectiva implementación de los mecanismos indemnizatorios en casos de pasivos no declarados, y al vendedor su liberación, en casos de pasivos sí declarados.

Las siguientes *representaciones y garantías* son usuales en todo contrato de compraventa de acciones:

**a. Representaciones sobre las acciones (fundamentales o básicas):** (i) el vendedor es el dueño de las acciones de la Sociedad y es capaz (de hecho y de derecho) de llevar adelante la operación de compraventa en los términos planteados; y (ii) las acciones “existen”, es decir, han sido válidamente emitidas, incluyendo la descripción de su nivel de integración y los gravámenes que pudieran tener. Estas representaciones son básicas en el sentido de que todo vendedor de buena fe estaría en condiciones de darlas sin limitación. Estas declaraciones podrían razonablemente considerarse implícitas cuando no estén incorporadas en el contrato (en particular las relativas a la propiedad y capacidad de cesión). Esto no ocurre, a nuestro criterio, con las declaraciones relativas a los negocios de la Sociedad que desarrollaremos a continuación.

**b. Representaciones sobre la Sociedad:** este suele ser el capítulo que requiere mayor discusión y negociación entre las partes, incluyendo la preparación de engorrosos anexos al contrato que dan contenido a las propias representaciones o detallan exclusiones a las mismas. La relevancia de esta cláusula es la respuesta a la pregunta de si existen garantías implícitas respecto de la integridad patrimonial del activo que se está cediendo. En otras palabras, si adicionalmente a garantizar el vendedor que es titular de las acciones que cede y que tiene capacidad para hacerlo, este también está garantizando el valor del negocio subyacente. Consideramos que no. Entendemos que el comprador debe hacer su propia evaluación del negocio y hacerse cargo de sus aciertos y errores. Eventualmente tendrá a su disposición las herramientas que el derecho le pueda otorgar para el caso, por ejemplo, en que le haya sido ocultada información o en el que algún accionar extraordinario del vendedor (no previsible según el giro ordinario del negocio) hubiese generado un daño. Pero aun cuando sostengamos la postura restringida respecto del alcance de dicha garantía, dado que se reconocen también fundamentos para quienes sostienen que el vendedor garantiza implícitamente la integridad patrimonial (por ejemplo argumentando que los estados contables conocidos antes de la venta

---

que resultó siendo inexacta, cuando el propio comprador sabía de antemano dicha inexactitud producto de la información brindada por el mismo vendedor.

debieron reflejar adecuadamente la situación patrimonial), consideramos esencial redactar con claridad dicho alcance.

La negociación del alcance de estas declaraciones suele ser posterior a la realización del proceso de *due diligence*, ya que se fundamenta en los resultados arrojados por el mismo. Desde un punto de vista práctico, la negociación suele comenzar con una propuesta del comprador donde se listan las representaciones que se le exigen al vendedor con la intención de cubrir todos los aspectos importantes de la operatoria de la Sociedad. Así suelen requerirse declaraciones y garantías específicas sobre los siguientes aspectos: laborales y de seguridad social, ambientales, impositivos, litigios, contratos, transacciones con partes relacionadas, cuestiones regulatorias vinculadas con la operatoria de la Sociedad, operaciones financieras y cambiarias, derechos reales y de propiedad intelectual, entre otros.

Además, suele incluirse una declaración muy poderosa desde el punto de vista del comprador: la declaración sobre la exactitud de estados financieros e inexistencia de pasivos ocultos. Esta puede funcionar como una suerte de reaseguro de que el resto de las declaraciones cubren los aspectos fundamentales de la operatoria de la Sociedad, en tanto que, por normas contables, los estados financieros de la Sociedad deben incluir entre las cuentas del pasivo o sus notas aclaratorias aquellas obligaciones asumidas por la Sociedad por cualquier causa, incluyendo las que todavía no se han materializado.

Es en este tipo de declaraciones donde sí es posible (y necesario) calificar su alcance. De esta forma el vendedor podrá sostener que no puede tener certeza de la inexistencia de pasivos no incluidos en los estados contables, pero podrá declarar al menos que no tuvo conocimiento de los mismos. Una discusión clave en este punto tendrá como eje el aspecto subjetivo. Es decir, si en caso de que no se verifique luego la declaración, será necesario que el pasivo haya sido “ocultado” intencionalmente por el vendedor o bastará con que no haya sido denunciado, aun cuando haya sido desconocido por este. La jurisprudencia no es pacífica al respecto, de modo que será esencial que el contrato contenga una referencia expresa y clara sobre este punto. Una fórmula posible será entonces calificar las declaraciones del vendedor según su leal saber y entender. Consideramos apropiado incluir como fórmula contractual que no debiera ser necesario exigir la prueba de la intencionalidad del vendedor en ocultar cierto pasivo potencial (dada la dificultad que ello implicaría), pero este tampoco debiera poder liberarse de su responsabilidad alegando sencillamente su desconocimiento cuando por las circunstancias particulares debió haber conocido el hecho que causó dicho pasivo potencial.

En una de las oportunidades en donde la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) tuvo que opinar sobre la declaración efectuada por el vendedor respecto a la inexistencia de pasivos ocultos, la sola declaración fue considerada suficiente para obligar al vendedor a responder por penalidades que debió soportar la Sociedad por terminación anticipada de contratos con partes relacionadas al vendedor y celebrados en las vísperas de la venta, que incluían mecanismos de terminación excesivamente onerosos para la Sociedad.<sup>16</sup> Asimismo, en un fallo reciente<sup>17</sup>, la CSJN asumió una postura amplia respecto al concepto de pasivo oculto, revocando el fallo del tribunal inferior que refería a la ausencia del elemento subjetivo. Para la CSJN bastó con la falta de inclusión de ciertos pasivos contingentes (juicios en contra) por parte de los vendedores (en el caso puntual y en virtud de las declaraciones formuladas en el contrato correspondiente), para que estos debieran responder frente a los compradores. Sin perjuicio de compartir o no el criterio adoptado por la CSJN, la conclusión es que el debate existe y, en consecuencia, resulta esencial acordar con precisión en el contrato el alcance de las garantías a dar por los vendedores, incluyendo el plazo para efectuar los reclamos.

Otro punto clave de la negociación consistirá en determinar la fecha de cierre a la cual se referirán las declaraciones. Esa fecha podrá coincidir, entre otras, con la fecha de firma del contrato de compraventa, con la del último balance auditado, o con la de cierre de la operación (que podrá estar sujeta a condiciones suspensivas).

### **Ausencia de declaraciones y garantías versus garantía total**

Aun cuando no es lo más común, existen operaciones de compraventa que se acuerdan sobre la modalidad de “tranquera cerrada”, en las cuales el vendedor no efectúa declaración alguna sobre los negocios de la Sociedad que vende y, para reforzar esto, se le pide al comprador que expresamente diga que la compra la efectúa sobre la base de su propio y exclusivo análisis, aun limitado, asumiendo los riesgos derivados del mismo. La consecuencia esperable de esta

---

<sup>16</sup> CSJN, “Inversiones y Servicios S.A. c. Estado Nacional Argentino”, 1998, *Fallos* 322:1580. En este fallo, se discutió asimismo si la acción resarcitoria debía encuadrarse como acción por vicios redhibitorios con una prescripción más acotada o correspondía tratarla como un reclamo contractual más genérico aplicándose entonces la prescripción decenal, siendo esta última la postura de la mayoría del Tribunal. En efecto, respecto a la prescripción aplicable a los reclamos por pasivos ocultos, existe cierta discusión sobre el plazo que debe aplicarse. Así, se ha sostenido que dado que el reclamo por existencia de pasivos ocultos importa la existencia de un vicio redhibitorio, corresponde aplicar el plazo exiguo de tres meses o seis meses (artículos 4.041 Código Civil y 473 del Código de Comercio, respectivamente). Consideramos que una adecuada redacción contractual, debe tener por efecto que una declaración falsa sea considerada incumplimiento contractual y, en consecuencia, de aplicación el plazo de prescripción decenal vigente en materia contractual.

<sup>17</sup> CSJN, “Pocoví Osmar Miguel y otro c/ Brenna Horacio Marcelo Santos y otros”, 2011, *Fallos* 334:582.

modalidad será una reducción del precio. No solo incidirá en la valuación del comprador la falta de acción contra el vendedor por los pasivos no conocidos, sino también la inquietud que generaría en el proceso de negociación un vendedor que no quiere responder en absoluto por el negocio que estuvo administrando.

La variante opuesta a la venta a tranquera cerrada es la asunción por parte del vendedor de una obligación indemnizatoria por la totalidad de los pasivos no incluidos en los estados contables y por la inexactitud de las declaraciones y garantías efectuadas en el contrato. Este tipo de acuerdo tiende a maximizar el precio a obtenerse por la venta. La confianza del vendedor en la calidad del activo que cede es tal que compromete su patrimonio al asumir una indemnización que podría superar el precio de la venta. Precisamente por este motivo esta alternativa es inusual y en los casos en los que se acuerda, suele limitarse la indemnización que corresponda al precio de la operación.

### **3.3) Condicionamientos regulatorios**

Las operaciones de transferencia accionaria en ciertas industrias reguladas (bancos, empresas de seguros, concesionarios de servicios públicos, etc.) suelen requerir autorización del organismo de control como condición para el perfeccionamiento de la operación, cuando la transacción implique un cambio de control o modificación significativa en la estructura accionaria de la Sociedad. Esto es así por la importancia que tiene la identidad del accionista en ciertos sectores, ya sea por el respaldo patrimonial o por los antecedentes técnicos que se esperan del controlante.

En este punto hay que destacar también las autorizaciones en materia de defensa de la competencia que suelen requerirse para transacciones de cierta envergadura.<sup>18</sup> Esta autorización resulta necesaria cuando la actividad de la Sociedad, sumada a la del potencial comprador en el país en cuestión, tiene cierta relevancia (considerada en valores de facturación conjunta), y cuando la modificación accionaria implica un cambio de control. A su vez, suelen existir ciertas excepciones cuando el monto puntual de la transacción es bajo (aun cuando se supere el monto de facturación conjunta) o cuando el comprador está haciendo

---

<sup>18</sup> Nótese que en la actualidad, producto de la inflación imperante en los últimos años y frente a la ausencia de adecuación de los topes aplicables, transacciones que involucran a sociedades de menor actividad pueden quedar sujetas a control de la autoridad de defensa de la competencia. Actualmente, el artículo 8 de la Ley de Defensa de la Competencia N° 25.156 dispone que se requiere autorización previa cuando la facturación anual conjunta de comprador y Sociedad ascienda a \$200.000.000. Véase Ley 25.156, Ley de Defensa de la Competencia, B. O. 16/09/1999.

su primera inversión en otra economía (excepción por *first landing*). En este contexto se le suele requerir al vendedor que represente los niveles de facturación de la Sociedad a efectos de permitir al comprador analizar la aplicabilidad de requisitos de autorización previos. Sobre la base de la información que se obtenga en este sentido, suelen desarrollarse luego distintas alternativas de estructuración para dejar los riesgos vinculados con la autorización en cabeza de uno u otro de los contratantes y acordar los mecanismos de gestión de la autorización (aun cuando regulatoriamente, al menos en nuestro país, la obligación pesa por igual en cabeza de comprador y vendedor).

Lo usual es que este tipo de autorizaciones funcionen como una condición suspensiva o resolutoria de la transacción, según la transacción se consume o no (entendiendo dicha consumación como pago de precio y transferencia del paquete accionario) antes o después de obtenida la misma. Nótese que cuando la condición opere como resolutoria producirá efectos retroactivos generando diversas cuestiones en lo que respecta a la necesidad de “deshacer” transacciones que, desde el punto de vista práctico, ya implicaron un cambio de control.

### **3.4) Mecanismos indemnizatorios**

Las declaraciones y garantías se vuelven operativas por los mecanismos indemnizatorios que las respaldan. De poco valdría una declaración sobre “exactitud de los estados contables” de la Sociedad que se vende si no existiera un mecanismo que castigara una eventual inexactitud o pasivo oculto. Si bien los mecanismos indemnizatorios que suelen incluirse en los contratos de compraventa de acciones se basan en principios similares a los de las garantías de saneamiento aplicables a la compraventa (evicción y vicios redhibitorios), por la naturaleza eminentemente supletoria de estos institutos, las partes suelen acordarles alcance y contenido propio.

Asimismo, las partes suelen acordar que los mecanismos indemnizatorios regulados contractualmente serán los únicos que resulten aplicables frente a incumplimientos de sus obligaciones bajo el contrato, incluyendo inexactitud de las declaraciones efectuadas por el vendedor. Si esto no fuese así, el comprador podría optar además del reclamo indemnizatorio bajo el contrato, pertinente a la órbita contractual, por cualquiera de los mecanismos que la normativa supletoriamente aplicable pone a su alcance.

Como fue mencionado anteriormente, el vendedor suele obligarse a responder frente al comprador, principalmente, por la inexactitud de las declaraciones y garantías contenidas en

el contrato. Ahora bien, esta responsabilidad suele estar sujeta a determinados límites que tienden también a alinear los incentivos de las partes:

**a.** Una primera limitación surgirá del conocimiento que se tenga del potencial pasivo, intentando plasmar las cuestiones que puedan haber surgido en el proceso de auditoría. Aquí es esperable que el vendedor solo realice declaraciones relacionadas con situaciones que conoce (ejemplo, un juicio del que fue notificado, pero que no está incluido en los estados contables). Si el comprador pudiera probar que el vendedor conocía el pasivo y no lo declaró, entonces podrá reclamar el daño consecuente. La redacción de esta calificación suele requerir especial atención dado que condiciona el capítulo en su totalidad. En general se opta por incluir en esta calificación que el comprador declara según su “leal saber entender”, de modo de cubrir no solo los hechos que el vendedor conoce, sino aquellos que debió haber conocido por su posición como accionista y/o administrador, según el caso. Con la inclusión de información relevante sobre pasivos actuales y contingentes, se pretende que el comprador asuma cierta responsabilidad por el *due diligence* efectuado y la información que recibió con anterioridad al cierre del negocio.

**b.** Limitaciones en cuanto a plazo: van desde la prescripción de las acciones que correspondan según la naturaleza de la acción (por ejemplo, reclamo laboral, impositivo, contractual, etcétera) a plazos más cortos y aplicables a todas las posibles acciones cuando el vendedor busca una salida rápida y limpia del negocio, pasando por mecanismos intermedios donde se fijen distintos plazos según el tipo de industria y las posibles contingencias involucradas. Indiscutiblemente, incidirán en la fijación de los plazos los esfuerzos previos para compartir y analizar información sobre la Sociedad.

**c.** Limitaciones en cuanto a montos: todo vendedor quiere proteger al máximo el precio obtenido en la transacción. En consecuencia, suele imponer topes (porcentuales la mayoría de las veces) al monto indemnizable. También suelen negociarse límites en cuanto a montos mínimos, de manera tal que el mecanismo indemnizatorio solo se dispare por cuestiones que tengan cierta entidad o cuando exista un número importante de cuestiones menores que en el monto agregado terminen siendo gravitantes. La negociación en torno al límite cuantitativo de la indemnización cobra relevancia también cuando los vendedores son más de uno y el comprador exige solidaridad entre ellos para hacer frente a las obligaciones emergentes del contrato de compraventa, exigencia que suele ser resistida por los vendedores.



**d.** Derecho del vendedor a controlar la defensa del reclamo cuando se trate de reclamos de terceros. Esto tiene por finalidad permitir al vendedor mitigar su obligación de indemnización a través de una defensa eficiente del reclamo. No obstante, dependiendo del objeto del reclamo, el comprador y la Sociedad estarán interesados en limitar las facultades del vendedor en lo que respecta a los argumentos de defensa a utilizar y a toda acción que pueda implicar admisión de responsabilidad, ya que la misma podría afectar otros litigios en curso o habilitar nuevos reclamos. Por este motivo, se suele otorgar al comprador la facultad de designar a su costo una co-defensa y el derecho a objetar cualquier acuerdo transaccional o admisión de culpabilidad. Nuevamente se busca establecer mecanismos que alineen los incentivos de las partes por lograr una salida lo menos costosa posible frente a eventuales reclamos por contingencias.

**e.** El efecto pretendido de limitar la obligación de indemnizar al comprador por los pasivos no informados suele desaparecer cuando existe “dolo” por parte del vendedor.

Los mecanismos indemnizatorios suelen complementarse con esquemas de “garantía”, que servirán también para efectivizar cualquier ajuste de precio que corresponda según lo analizado más arriba. Entre ellos, pago de precio escalonado (o retención de precio), *escrows*, fianzas, prendas de acciones, entre los más usuales.

#### **4. Conclusión**

La venta de un paquete accionario suele ser una operación ajena al giro ordinario de los negocios de los vendedores. Muchas veces las partes del contrato, con sumo conocimiento de la gestión del negocio puntual, carecen de experiencia en la compra o venta de acciones. La intervención del abogado resulta así determinante para el éxito del negocio, haciéndolo en primer término viable y reduciendo luego la litigiosidad y contingencia para sus partes.

Hemos descripto el proceso de compraventa de empresas e identificado los problemas que comúnmente se presentan. Aun cuando cada negocio particular necesite soluciones específicas, sí es posible recurrir a procesos y fórmulas contractuales probadas que recogen soluciones de experiencias pasadas, de aciertos y de fracasos.

El presente trabajo pretendió presentar problemas prácticos y discusiones doctrinarias desde la perspectiva del abogado transaccional, con el objeto de proponer soluciones también prácticas que agreguen valor al negocio para todas sus partes.