

INSTRUMENTACIÓN CONTRACTUAL DE UNA OPERACIÓN DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES O ACTIVOS

CONTRACTUAL INSTRUMENTATION OF A SHARE OR ASSET ACQUISITION TRANSACTION

Pablo A. Artagaveytia*
Marval O'Farrell Mairal

The acquisition of shares is a complex process that challenges the negotiation capacity of the parties. It is natural that both the buyer and the seller look for tools that help them to reduce, if not eliminate, any type of risk to their interests, thus, from Civil and Commercial Law we find procedures, clauses, covenants, guarantees and among other conditions that if used properly could ensure the acquisition of a good business.

Focusing on the diversity of situations under which a purchase and sale can be carried out, the author analyzes the strengths and weaknesses of the adjustment tools that are useful to successfully face the world of transactions.

KEYWORDS: *Transaction; clauses; acquisition; responsibilities; penalty.*

La adquisición de acciones es un proceso complejo que desafía la capacidad de negociación de las partes. Es natural que tanto el comprador como el vendedor busquen herramientas que los ayuden a reducir, sino eliminar, cualquier tipo de riesgo para sus intereses, así, desde el derecho civil y comercial encontramos procedimientos, cláusulas, pactos, garantías y entre otros condicionamientos que de usarse adecuadamente podrían asegurar la adquisición de un buen negocio.

Enfocándose en la diversidad de situaciones bajo las que se puede realizar una compraventa, el autor analiza los puntos fuertes y débiles de las herramientas de ajuste que son útiles para afrontar de manera exitosa el mundo de las transacciones.

PALABRAS CLAVE: *Transacción; cláusulas; adquisición; responsabilidades; sanción.*

* Abogado. Máster en Derecho Internacional por Southern Methodist University (Dallas, Texas, USA), especializado en Derecho Comercial y Derecho Corporativo. Se desempeñó como secretario judicial en los Juzgados Nacionales de lo Civil y de lo Mercantil de Argentina entre 1986 y 1990. Desde el 2002, es socio en Marval O'Farrell Mairal, estudio que representó durante los años 1998 y 1999 en Demarest & Almeida, San Pablo, Brasil. Contacto: paa@marval.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 11 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 07 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente artículo es efectuar una breve introducción al mundo de las transacciones de adquisiciones de compañías y explicar en forma didáctica las distintas etapas que suelen presentarse y el sentido que tiene cada una de ellas. Si bien los contratos involucrados son sofisticados y muchas de sus cláusulas son negociadas en detalle, el manejo de este tipo de operaciones, independientemente de los términos en inglés que suelen usarse, es bastante más simple e intuitivo de lo que parece a primera vista.

En este sentido, analizaremos los pasos principales a través de los cuales se suele estructurar una operación de adquisición de una compañía planteando su análisis en el orden en el que suelen surgir.

Usualmente el puntapié inicial de estos procedimientos transaccionales es la existencia de un acuerdo entre dos o más partes para perfeccionar la venta parcial o total de las acciones, cuotas o activos de una compañía. Si bien, normalmente, la operación versa sobre acciones o cuotas (a partir de ahora mencionaremos acciones o cuotas en forma indistinta), pueden también tener como objeto la compra de ciertos activos (por ejemplo, inmuebles, líneas de producción o fondos de comercio). De esta forma, dependiendo de si la transacción es sobre acciones (*equity deal*) o activos (*asset deal*), diferentes herramientas serán utilizadas (destáquese que esto no implica que se trate de negocios jurídicos diferentes toda vez que si en ambos casos hablamos de una compraventa, varía la forma de implementación y consideraciones entre un caso y otro).

Las herramientas que analizaremos tienen como finalidad principal facilitar el procedimiento de adquisición y transferencia de los activos o acciones, resguardando los intereses de cada una de las partes durante el proceso transaccional.

Las partes buscarán salvaguardar, entre otras cosas, la confidencialidad de las negociaciones previas, la información que intercambien, la determinación de sus derechos y obligaciones, la fijación de los pasos necesarios para avanzar con cada instancia del proceso, entre otros.

Consideramos relevante destacar que el asesoramiento jurídico en la estructuración de este tipo de transacciones requiere contar con un equipo interdisciplinario en materia de derecho comercial, impositivo, bancario, laboral, entre otras áreas, por lo que el rol de los abogados asesores en adquisiciones debe ser integral para comprender el escenario fáctico y jurídico en el que se desarrollará la transacción.

Es importante destacar, que normalmente –y especialmente en el caso de transacciones que involucran compañías que no realizan oferta pública de sus acciones– para que exista una transacción de adquisición debe haber (i) una parte que esté interesada en vender; y (ii) una parte que esté interesada en comprar.

Puede ocurrir, que la transacción se origine (i) mediante una negociación directa entre potencial vendedor y potencial comprador; o (ii) mediante una iniciativa del vendedor quien sale a buscar potenciales interesados en comprar. En este último caso, normalmente el vendedor contrata a un banco o asesor de inversión para que investigue en el mercado potenciales interesados y los acerque al vendedor.

Si fuera este último caso, nos encontraríamos con lo que en inglés se llama *'beauty contest'* y que implica una competencia entre los potenciales compradores para determinar quién ofrece las mejores condiciones. Una vez seleccionado alguno o varios de ellos, continua la negociación entre vendedor y compradores seleccionados.

En las transacciones desarrolladas bajo el esquema de *'beauty contest'* el vendedor es quien normalmente fija las condiciones de venta (de manera general prepara una primera versión del contrato que está dispuesto a firmar) y los potenciales compradores interesados efectúan sus ofertas. Con todas las ofertas en mano, el vendedor luego decide con quién o quiénes sigue la transacción.

Si bien el presente artículo pretende describir los documentos comúnmente usados en transacciones de adquisición entre privados, si dicha adquisición privada versa sobre una sociedad que cotiza sus acciones en el mercado bursátil, habrá que analizar la normativa local en lo que respecta a la obligación o no de ofertar también por la compra de las acciones que detenten terceros ajenos a la transacción privada y que se encuentran diseminadas en el mercado bursátil donde cotiza esa sociedad. En este sentido, puede pasar que ante la potencial adquisición del control de una empresa que cotiza, exista la obligación, para el comprador, de tener que lanzar una Oferta Pública de Adquisición (en adelante, OPA) para que aquellos detentores de dichas acciones, a los efectos que ellos, puedan también vender sus tenencias. También ocurre, que el propio comprador, sin tener la obligación, quiera adquirir voluntariamente, a dichos terceros, la mayor cantidad de acciones de la sociedad cotizante. En este último caso, podrá lanzar una OPA voluntaria siguiendo el procedimiento establecido por la normativa bursátil de la jurisdicción en donde cotice la sociedad.

En cualquiera de dichas alternativas, no serían de aplicación los documentos que a continuación vamos a describir, sino que dicha OPA se deberá regir por la normativa bursátil de la jurisdicción en cuestión.

II. INSTRUMENTOS PRELIMINARES A UNA TRANSACCIÓN ENTRE PRIVADOS

A. Convenios de confidencialidad o *Non Disclosure agreements*

Una vez que vendedor y comprador están frente a frente, lo primero que se quiere salvaguardar es (i) que la negociación sea confidencial (o sea, que ni el mercado ni los empleados, clientes, proveedores, acreedores, reguladores, etc. tomen conocimiento de la misma) hasta que exista un acuerdo definitivo, excepto en aquellos casos en que cierta divulgación fuera necesaria bajo las leyes aplicables; y (ii) que la documentación o información que se pueda intercambiar no sea divulgada a terceros.

Es así, que ambas partes firman lo que en el mercado se llama *Non Disclosure Agreement* (en adelante, NDA) o acuerdo de confidencialidad¹.

Hay que tomar en cuenta que, como consecuencia de la apertura del periodo de *Due Diligence*, las partes (principalmente el vendedor) estarán compartiendo durante su curso, información vinculada a la operatoria del negocio, aspectos técnicos y operativos, información sobre su personal, sus finanzas y contabilidad.

La importancia de proteger la información confidencial compartida por el vendedor al potencial comprador durante el análisis y revisión de la documentación obtenida durante el *Due Diligence*, radica en que en la mayoría de los casos este proceso ocurre sin la certeza absoluta de que la transacción efectivamente se llevara a cabo.

En consecuencia, la firma de un Acuerdo de Confidencialidad o *Non Disclosure Agreement* es fundamental, antes de comenzar la negociación de la transacción.

En este escenario, es una práctica habitual en el mercado global la implementación de este tipo de

convenios, cuya finalidad principal es mantener en sigilo la negociación y asimismo, determinar los límites –y consecuentemente los derechos y obligaciones– que cada parte tendrá en el marco del intercambio de información. Como mencionamos antes, la parte que suele tener mayores intereses en limitar la utilización de la información intercambiada es el potencial vendedor. Esta motivación radica (i) en lo que hace a la provisión de información de la sociedad objeto de la transacción, en que el potencial vendedor estaría ofreciendo a los potenciales compradores (que podrían ser además competidores) información sobre su negocio; y (ii) en lo que hace a las negociaciones en sí, en que podría afectarse el mercado en que ambas partes realizan negocios y/o conocerse hipotéticamente las intenciones de ampliación o disminución en ese determinado ámbito, en ambos casos, existiendo una alta posibilidad de que la transacción luego no se concrete.

Los efectos son diversos y muchas veces de impredecible resultado. A modo de ejemplo, imaginemos, qué efecto tendría sobre los empleados del vendedor, proveedores, clientes, si los mismos se enteraran sobre la potencial venta a un tercero. Más aún, cómo podría afectar eventualmente esta negociación –que como hemos dicho no asegura la concreción de una transacción– las relaciones con entidades financieras que han otorgado préstamos a la sociedad objeto de la transacción. Difícil encontrar una única respuesta a estos interrogantes.

Muchas veces, el acuerdo de confidencialidad puede estar incluido como una cláusula específica dentro de un Memorandum de Entendimiento o *Memorandum of Understanding* (en adelante, MOU), figura que veremos más adelante y que normalmente abarca entendimientos básicos que las partes quieren establecer antes de iniciar el *Due Diligence* o la negociación de los documentos definitivos.

Entonces, hemos llegado a una conclusión ineludible, y es que resulta fundamental, que el acuerdo de confidencialidad sea vinculante entre las partes y que se establezcan penalidades en caso de incumplimiento, ya sea que el mismo se firme separadamente o forme parte de otro documento,

¹ El Código Civil y Comercial Argentino (en adelante, CCyC) establece los parámetros para el tratamiento de la información y las consecuencias para la parte que no ha cumplido con el deber de resguardarla y de no usarla inapropiadamente en su propio interés. Así la referida norma dispone:

Artículo 992.-

[...] la parte que incumple este deber queda obligada a reparar el daño sufrido por la otra y, si ha obtenido una ventaja indebida de la información confidencial, queda obligada a indemnizar a la otra parte en la medida de su propio enriquecimiento (2014).

tal como un MOU, carta de intención u otro (vinculante o no). Así también, es importante delimitar las personas que tendrán acceso a la información, y que cada una de ellas firme un compromiso individual de confidencialidad.

Considerando la finalidad de este tipo de contratos, nos encontramos con que suelen contar con ciertos elementos básicos, por cuanto se repiten habitualmente en este tipo de convenios.

Algunos elementos distintivos que pueden aparecer en estos contratos son los siguientes:

- **Calificación de la información:** Se determina aquella información que estará alcanzada por las previsiones de la confidencialidad. Cuáles son aquellos de carácter sensible y que una de las partes no hubiese podido obtener de bases de datos públicas, conocimiento general del mercado y/o del negocio en el que se desarrolla la parte que ofrece la información. Este punto debe delimitarse con suma precisión, dado que aquellos aspectos no considerados como información confidencial quedarán excluidos del marco de aplicación del convenio.
- **Devolución o eliminación de la información:** Considerando que el objeto de este tipo de acuerdos es el intercambio de información, la parte que recibió la información deberá restituirla a la parte que la divulgó, o bien eliminarla de sus registros, dependiendo lo que se hubiera convenido, siendo estas dos opciones prácticas habituales.
- **Procedimiento de intercambio y preservación de la información:** Resulta fundamental establecer un mecanismo para que las partes puedan intercambiar la información que será considerada confidencial, como así también establecer los canales por los cuales será compartida esta información. Este punto, así como también la determinación de un procedimiento de preservación de la información, encuentra relevancia en el hecho de que en ciertos casos la parte que revela la información puede requerir que se implementen programas o servidores análogos a los que ella utiliza para manejar estos datos. Este es un punto que cada vez cobra más relevancia, considerando los avances en materia de ciberseguridad que se registran actualmente.
- **Determinación de penalidades y sanciones:** La fijación de penalidades y sanciones permite a las partes hacerse de herramientas

para resarcirse de las consecuencias de potenciales incumplimientos. Si bien los remedios que se puedan prever contractualmente funcionarán como un paliativo ante el incumplimiento y no como una herramienta preventiva (considerando que el incumplimiento y el daño de él derivado surgirán de la divulgación no autorizada de la información), sirven como incentivos para que las partes limiten su accionar a lo previsto en el contrato. Una alternativa en este sentido sería la incorporación de cláusulas penales (fijación de una sanción económica frente al incumplimiento), como así también la obligación para la parte incumplidora de reparar integralmente el daño ocasionado por su accionar. Cabe aclarar que ante su incumplimiento, este tipo de cláusulas suelen ser sometidas a interpretación del tribunal que hayan definido las partes bajo el respectivo acuerdo, a saber árbitros/tribunales arbitrales, o los jueces del país que corresponda, por ello la importancia de ser precisos en su redacción.

- **Non solicitation:** Si bien esta obligación no necesariamente esté en un NDA firmado separadamente, es altamente probable que, de incorporarse la obligación de confidencialidad en un MOU, se estipule además que las partes estarán restringidas de utilizar la información intercambiada para contratar empleados claves del vendedor o contactar clientes del mismo. Normalmente, esta cláusula se estipula por un periodo de tiempo determinado.
- **Ley aplicable y jurisdicción:** En este orden de ideas, una cláusula relevante será aquella que fije la jurisdicción y la ley que se aplicarán a la contratación en el caso de que surjan conflictos entre las partes o diferencias interpretativas relevantes. Se sugiere que la jurisdicción y la ley seleccionada sean afines y accesibles a las partes, a fin de no complejizar un potencial proceso judicial.

Cabe aclarar que, como mencionamos previamente, no solo la información que las partes intercambien podrá reputarse como confidencial, sino que la negociación y existencia del proceso transaccional también suele calificarse como confidencial, ya que la divulgación de una potencial venta o adquisición podría traer consecuencias no deseadas para las partes en una etapa germinal del procedimiento.

Desde nuestra perspectiva de análisis este es un contrato inicial y sumamente importante en una

operación de adquisición, ya que la información que a partir de él se intercambie entre las partes, permitirá que el proceso transaccional evolucione.

B. Memorándum de Entendimiento o Carta de Intención

Ya hemos visto la importancia de los acuerdos de confidencialidad como primer paso para el inicio de una transacción de adquisición de acciones o activos.

También hemos mencionado que dichos acuerdos de confidencialidad pueden estar en un documento separado o en un documento más extensivo en el cual se establezcan, además de la confidencialidad, ciertos parámetros o entendimientos básicos entre las partes, por ejemplo, precio base, determinación del período de *Due Diligence*, plazo de exclusividad para la negociación, etc.

Este tipo de contratos más extensivo son los Memorándum de Entendimiento o Cartas de Intención y suelen aparecer en inglés con el nombre de *Memorandum of Understanding* (MOU) o *Letter of Intent* (en adelante, LOI).

Salvo en los casos en que se haya firmado previamente un acuerdo de confidencialidad, el MOU o LOI suele ser, en muchos casos, el primer documento escrito (de carácter legal) suscripto entre las partes que los vinculará formalmente y cuyo propósito principal será reflejar su intención de realizar todos aquellos actos, investigaciones y/o relevamientos, intercambios de información, que estas crean necesarios para que la operación de compraventa de las acciones de la compañía a ser auditada sea efectivamente realizada.

En este documento se suele reflejar el compromiso de realizar el *Due Diligence* o auditoría, estableciéndose un plazo específico para ello y la obligación para la parte vendedora de facilitar la información necesaria al potencial comprador.

A su vez, este tipo de acuerdos comúnmente pueden incluir las siguientes cláusulas:

- i. El mencionado acuerdo de **confidencialidad** que impida a las partes divulgar la negociación en curso como, asimismo, evitar que el potencial comprador pueda divulgar la infor-

mación que recibirá y revisará como consecuencia del *Due Diligence*, y;

- ii. Especialmente en caso de una negociación bilateral, un compromiso de **exclusividad** mediante el cual el vendedor se obliga a no negociar con terceros durante el proceso de *Due Diligence*. En este sentido, el potencial comprador, pretendería asegurarse que, por un determinado periodo de tiempo, el vendedor solo negociara con ellos. Obviamente, en caso de que hubiera dos o más potenciales compradores (*beauty contest*), el vendedor se reservará el derecho de mantener negociaciones simultáneas y elegir la oferta que considere más conveniente. Cabe aclarar sin embargo que, si bien podría ser en algunos casos deseable para el comprador, no siempre la exclusividad es otorgada por el vendedor toda vez que limitaría su posibilidad de negociar con otros potenciales interesados.

Se discute la conveniencia de instrumentar formalmente este tipo de acuerdos, ya que en muchos casos esto podría generar luego una discusión sobre su carácter vinculante. Por ello, es aconsejable que los abogados tengan muy presente esta discusión a la hora de redactar el MOU o LOI, dejando constancia expresa y con claridad respecto de la naturaleza vinculante o no del mismo, de modo de evitar discusiones posteriores sobre los alcances de este documento y/o de partes del mismo.

Los MOU o LOI no suelen calificarse como un 'contrato' propiamente dicho, sino que se asemeja más a un 'acuerdo para acordar', en tanto que su contenido, en principio, no resultará de cumplimiento obligatorio para las partes, salvo aquellas que las mismas estipulen que si serán vinculantes². A modo de ejemplo, normalmente se establece que las cláusulas de confidencialidad y exclusividad, si fueran incluidas en el mismo, son vinculantes para las partes independientemente que el resto del acuerdo no lo sea.

En consecuencia, lo más usual es que la naturaleza jurídica que se le otorgue a este tipo de acuerdos sea 'no vinculante' y que, por lo tanto, a partir de su firma, no surja la obligación de vender las acciones (para el vendedor) ni de pagar el precio (para el comprador).

² El Código Civil y Comercial de Argentina establece lo siguiente:

Artículo 993.-

Los instrumentos mediante los cuales una parte, o todas ellas, expresan un consentimiento para negociar sobre ciertas bases, limitado a cuestiones relativas a un futuro contrato, son de interpretación restrictiva. Sólo tienen la fuerza obligatoria de la oferta si cumplen sus requisitos (2014).

C. Oferta Vinculante o *'Binding Offer'*

Así como hemos visto que en principio el MOU o LOI, no son vinculantes salvo en lo que específicamente estipulen las partes (por ejemplo, la confidencialidad cuando está incluida) también podemos encontrarnos con una oferta vinculante otorgada por el potencial comprador al vendedor.

Normalmente, esta oferta vinculante puede otorgarse al principio de la negociación, también puede ser requerida por el vendedor como condición previa a la apertura del *Due Diligence* o, una vez iniciado el *Due Diligence*, antes de la entrega de cierta documentación fundamental para el negocio que se pretende transferir. En este sentido, es común, que el vendedor, aun habiéndose ya iniciado el proceso de *Due Diligence*, establezca que previo a la entrega de cierta información adicional que considere fundamental, tener la garantía de que la intención del comprador es firme.

Por otra parte, el comprador, al momento de emitir su oferta vinculante o *'Binding Offer'*, establece ciertas condiciones en la cual basa su oferta. De este modo, en este tipo de contratos se suele ver que el precio ofrecido por el potencial comprador está condicionado a la finalización exitosa del proceso de *Due Diligence* y a que la información financiera informada por el vendedor sea cierta³. A modo de ejemplo, se puede condicionar la oferta vinculante a la exactitud de los estados contables de la sociedad a ser auditada y las cuentas que lo integran, las cargas y/o *gravámenes* que pudieran pesar sobre los activos de los cuales la compañía objeto de la potencial transacción es titular, el propio valor de dichos activos objeto de transmisión, la existencia de pasivos ocultos, el cumplimiento de normas de *'compliance'*, etc.

Cualquier diferencia material en la información o declaración efectuada por el vendedor que fuera detectada antes de la firma podrá generar que el potencial comprador desista de proseguir con el proceso o que cualquiera de las partes, según el descubrimiento durante la etapa del *Due diligence*, pretenda establecer nuevas condiciones para avanzar con la negociación.

D. Debida diligencia o *Due Diligence*

Ahora vamos a comenzar a analizar una de las etapas fundamentales en la mayoría de las transacciones de compraventa de acciones o activos. Esta etapa, que normalmente se denomina con el término en inglés de *Due Diligence*, no es otra cosa que la revisión de balances, estados contables y financieros, documentos, contratos, operatoria del negocio y cualquier otro documento que le permita al potencial comprador tener una idea de cómo funciona y opera la compañía o activo que desea adquirir. Es decir, implica la debida diligencia que todo comprador debería efectuar o sería recomendable que hiciera, antes de implementar una adquisición de acciones o activos. Es importante destacar que el proceso de *Due Diligence* no solamente permitirá identificar cuestiones legales que eventualmente podrían requerir ser modificadas o resueltas, sino que puede tener injerencia en el precio, en la estructura de la propia transacción y hasta las posibles indemnidades que puedan oportunamente negociarse.

Sin perjuicio de que normalmente, el *Due Diligence* es efectuado por el comprador a través de sus asesores, también es cierto que en aquellos casos donde nos encontramos en procesos competitivos (*beauty contest*), muchas veces el propio vendedor es quien prepara su propio *Due Diligence* a los efectos de darle la información a los potenciales compradores que luego, basados en esa información harán sus ofertas.

Los denominados procesos de debida diligencia o *Due Diligence* son un elemento fundamental en los procesos de adquisiciones y suelen darse una vez que el potencial comprador, luego del periodo de negociación con la parte vendedora, manifiesta un interés real de adquirir las acciones de la compañía auditada o alguno de sus activos. El inicio del proceso de *Due Diligence* normalmente se determina a través de la firma de un MOU o Carta de Intención.

El alcance del *Due Diligence*, así como su contenido, dependerán de cada caso concreto, estarán estrictamente relacionados con las necesidades específicas de información requeridas por el potencial comprador y deberán ajustarse al negocio, así como a la industria específica en cuestión.

³ Sylvester (2022) señala lo siguiente:

En el Código civil y comercial, los contratos preliminares están previstos en la Sección 4 del capítulo destinado a la formación del consentimiento de los contratos. Contiene una disposición general (artículo 994 del Código Civil y Comercial) [...]. El contrato preliminar se trata de un verdadero contrato que tiene la particularidad de obligar a la celebración de otro, pero cuyo contenido ha sido establecido en el preliminar; de ahí la exigencia de contener los elementos esenciales particulares que identifiquen al futuro contrato definitivo, entendidos estos como los requisitos necesarios para especificar de qué contrato se trata.

Como se mencionó previamente, el *Due Diligence* puede ser un paso adicional importante para confirmar el precio estimado por el comprador y definir los términos y condiciones que deben contener los acuerdos definitivos. En ese sentido, será importante verificar la exactitud de los estados contables de la sociedad auditada, las cuentas que lo integran, las cargas y/o gravámenes que pudieran pesar sobre los activos de los cuales la compañía auditada es titular, el propio valor de dichos activos objeto de transmisión, la existencia de pasivos ocultos, la operatoria y factibilidad del negocio, el cumplimiento de normas de *compliance*, etc.

Mediante este proceso, el potencial comprador realiza un análisis y una investigación exhaustiva con el objetivo de conocer con mayor profundidad las distintas áreas del negocio que busca adquirir, todo ello con el consentimiento expreso y la asistencia continua del potencial vendedor. Cabe destacar que, cuando el comprador realiza la primera aproximación al vendedor interesándose por la sociedad o el negocio objeto de la potencial transacción, este generalmente tiene una visión restringida sobre su funcionamiento.

El resultado de este *Due Diligence* lleva una serie de elementos de juicio al potencial comprador que le permiten tener un mejor panorama sobre la conveniencia o no de continuar con el proceso de adquisición, y que, en algunos casos, pueden generar que este exija la modificación de determinadas cláusulas del contrato. Aquellas que, en la práctica, se ven afectadas con mayor frecuencia por los procesos de *Due Diligence* son las que tienen que ver con el precio y/o con las obligaciones y responsabilidades a cargo del vendedor.

El puntapié inicial para el inicio de un *Due Diligence* es la preparación de un listado tentativo de información que el comprador prepara y comunica al vendedor. Normalmente, el vendedor, basado en ese listado, pone a disposición del comprador la documentación e información relacionada. En estos tiempos de digitalización, estos documentos son subidos a lo que llamamos *virtual data room* que son plataformas digitales a los cuales el comprador y sus asesores legales y contables acceden para preparar sus informes, llamados '*Due Diligence report*'.

Estos reportes preparados por los asesores legales y contables buscan determinar las potenciales contingencias encontradas durante el proceso de *Due Diligence*.

El *Due Diligence* puede ser una gran herramienta para negociar el precio de la adquisición si como

resultado de este proceso surge una contingencia o riesgo de difícil o imposible eliminación, aun cuando no cuente con la suficiente entidad como para hacer caer el *deal*. Esta circunstancia podrá dar lugar al potencial comprador a pujar por (i) una rebaja del precio de adquisición; (ii) la retención o el aplazamiento en el precio de la compraventa; o (iii) el establecimiento de garantías adicionales.

Asimismo, el éxito de la transacción puede quedar supeditado a la previa regularización de una o varias irregularidades de la compañía auditada detectadas por el potencial comprador durante el proceso.

Es muy importante destacar, que el hecho de hacer un *Due Diligence*, no le da al comprador una visión completa de la sociedad o activo a ser adquirido. Es por eso, que independientemente de haberse efectuado un *Due Diligence* exhaustivo, el comprador se reservará incluir en los contratos definitivos, ciertas '*declaraciones y garantías*' (*reps & warranties*) que deberán ser otorgadas por el vendedor, quien, en definitiva, es quien conoce o debiera conocer realmente lo que se está vendiendo.

En resumen, el *Due Diligence* permite identificar los riesgos principales de la operación, proporciona información valiosa al potencial comprador para la negociación y determina la estructura que tendrá la operación en cuestión.

Comúnmente el *Due Diligence* suele cubrir las siguientes áreas: societario, contratos, derecho laboral, permisos y/o licencias, propiedad intelectual/industrial, derecho fiscal, estados contables, financieros y *compliance*, entre otros.

III. CONTRATOS PROPIOS DE LA TRANSACCIÓN

Una vez firmados los documentos preliminares antes mencionados, es decir el acuerdo de confidencialidad, el MOU o LOI u oferta vinculante, las partes comienzan la negociación de los contratos definitivos. Dependiendo de si estamos frente a una compra de acciones/cuotas o una compra de activos, estaremos hablando de un contrato de compraventa de acciones '*Stock Purchase Agreement*' (en adelante, SPA) o un contrato de compraventa de activos '*Asset Purchase Agreement*' (en adelante, APA).

Nada impide que dichos contratos se comiencen a negociar al mismo tiempo que se viene desarrollando el *Due Diligence*. Está claro, que dependiendo del resultado del *Due Diligence*, algunas cláusulas de estos contratos se puedan ver modificadas.

A. Contrato de Compraventa de Acciones o *Stock Purchase Agreement*

Se trata del contrato central dentro de una transacción de adquisición de acciones o cuotas. Es el instrumento a partir del cual las partes realizan las convenciones que regirán la adquisición de las acciones de la compañía auditada. Este contrato es el producto del procedimiento transaccional y contendrá los elementos centrales para la operación. Como puntos fundamentales de este tipo de contratos, destacamos los siguientes:

1. Determinación específica del objeto de la transacción

A diferencia de los instrumentos precontractuales y de las cartas de intención, este contrato deberá detallar específicamente las acciones o cuotas que se pretenden transferir.

2. Fijación del precio y procedimiento de pago

Este punto constituye un aspecto fundamental de este tipo de contratos, no solo por la determinación de la contraprestación que deberá abonar la parte compradora, sino también porque resulta fundamental establecer un claro mecanismo para la efectivización del o de los pagos del precio convenido por las partes. En una importante mayoría de las operaciones de adquisiciones el precio es acordado en moneda extranjera –en su mayoría en dólares estadounidenses– y, en muchos casos, en jurisdicción diferente a la empresa auditada. En este escenario, suelen acordarse mecanismos que permitan a las partes diseñar un esquema de pagos eficiente y en cumplimiento de la normativa aplicable, incluyendo, en aquellos países que resulta aplicable, la normativa cambiaria existente.⁴

3. Cláusulas de ajuste de precio

En las operaciones de compraventa de compañías, generalmente tenemos un vendedor que pretende maximizar el precio de venta y un comprador que, como no conoce la compañía en todos sus detalles, busca resguardarse del riesgo de pagar un precio excesivo.

Es frecuente en la práctica de *mergers and acquisitions* (en adelante, M&A), encontrarse con que

las partes de un contrato de compraventa de acciones no llegan inmediatamente a un acuerdo sobre la valuación de las participaciones que se están transfiriendo. En pos de llevar a cabo la transacción a pesar de ello, suele recurrirse a mecanismos de ajuste de precio posteriores al cierre.

Normalmente, el comprador buscará establecer en el contrato cláusulas que le permitan ajustar el precio de compra si hubiera divergencias en la información entregada por el vendedor relacionadas a la posición de caja, deuda y capital de trabajo. Cualquier variación en estos parámetros mencionados podrá implicar un ajuste en el precio establecido en el contrato. Claramente, nada impide que de la revisión se produzca un ajuste en favor del vendedor si los datos analizados así lo indicaran.

Por otro lado, el vendedor podrá negociar cláusulas que le permitan beneficiarse del mayor valor que pudiera tener la compañía con posterioridad a la venta y así poder obtener un beneficio adicional al precio establecido.

4. Cláusula de ajuste a favor del comprador

Sin perjuicio de que normalmente el comprador efectúa una auditoría o *Due Diligence* sobre la compañía que pretende comprar, también es sabido que dicha auditoría no da una visión completa de la compañía y solo muestra las contingencias más importantes que se hayan podido encontrar. De ahí que, independientemente de haberse efectuado el *Due Diligence*, el comprador, no solo solicita al vendedor ciertas representaciones y garantías (usualmente llamadas, '*reps & warranties*'), sino que además se reserva el derecho de hacer un balance financiero luego del cierre, para poder ajustar el precio si fuera necesario.

De esta forma, las partes establecen en el contrato un precio que ambas consideran adecuado o aproximado a sus estimaciones y acuerdan un procedimiento por el cual, una vez perfeccionada la transacción, verificarán sus estimaciones y alcanzarán un precio definitivo. No es usual que para que esto funcione adecuadamente, se acuerde una retención de parte del precio o se haga un *escrow* con un tercero que liberará los fondos de acuerdo con el resultado de la auditoría efectuada con posterioridad.

⁴ Téngase en cuenta la importancia de redactar adecuadamente la cláusula de precio y moneda de pago, siendo usualmente la misma fijada en moneda extranjera. En Argentina, por ejemplo, el CCyC dispone lo siguiente:

Artículo 765.-

[...] si por el acto por el que se ha constituido la obligación, se estipuló dar moneda que no sea de curso legal en la República, la obligación debe considerarse como de dar cantidades de cosas y el deudor puede liberarse dando el equivalente en moneda de curso legal (2014).

Una variante ampliamente aceptada en la práctica es la de estipular una valuación en base a parámetros tomados del último balance de la compañía o un balance especial preparado por el vendedor, ajustada teniendo en cuenta el resultado de la auditoría. Luego, a efectos de determinar el impacto de las variaciones que pudieran haberse producido entre el cierre del último balance y la fecha del cierre o de verificar la precisión del balance preparado por el vendedor, se verificarán ciertos parámetros (caja, deuda y capital de trabajo) que se tomaron en cuenta a la hora de fijar el precio.

Es importante destacar que mediante estas auditorías lo que se busca es determinar el valor que tenía la empresa al momento del cierre de la operación. En síntesis, miran el pasado de la compañía.

5. Cláusula de ajuste en favor del vendedor

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, ahora vamos a hablar de mecanismos de ajuste que nos permitirán también calcular el valor futuro de la compañía y que puedan resultar en un pago adicional para el vendedor, dependiendo del mayor valor que adquiera la compañía en el futuro.

Imaginemos un vendedor que vende la compañía en un momento de crisis pero que entiende que su compañía tiene grandes perspectivas de crecimiento a futuro. También imaginemos un comprador que entiende que el mayor valor futuro de la compañía dependerá del apoyo e involucramiento que tenga de los vendedores en esa primera etapa. Muchas veces, los vendedores conocen mejor el mercado que los compradores. En este escenario ambos se necesitan mutuamente.

Bajo este escenario, es usual que el comprador les ofrezca a los vendedores un pago adicional que depende del incremento en el valor de la compañía, luego de un determinado tiempo de consumada la operación, lo cual conlleva también un compromiso de los vendedores a continuar trabajando en ella por un período a ser negociado y que generalmente coincide con el vencimiento del pago del precio adicional.

En esa línea, existen otras herramientas que las partes pueden utilizar para ajustar el valor de la compraventa con este enfoque hacia futuro.

Dentro de estas herramientas, podemos encontrar el pago de montos adicionales al vendedor en función de los beneficios futuros de la sociedad, llamado *earn-out*, y el uso de las *phantom stock options* o *phantom shares*. Estos nombres pueden parecer a primera vista rimbombantes, sin embargo, cabe aclarar que, al igual que gran parte de los

institutos del área del Derecho que nos ocupa, son originados en el derecho anglosajón. En nuestra región, han sido adoptados y son utilizados en la práctica en su idioma original.

En este punto, es importante aclarar que a pesar de que estos dispositivos no son ajustes propiamente dichos, pues se trata más bien de mecanismos de determinación del precio aplicados *post-closing*, a lo largo del artículo utilizaremos la palabra 'ajuste' por una cuestión de practicidad. Así, estos son los siguientes:

a. *Earn-out en la compraventa de sociedades*

El *earn-out* es un mecanismo por el cual las partes pactan que el vendedor reciba montos adicionales en concepto de precio, en el caso de que el flujo de utilidades o cualquier otro parámetro predeterminado de la sociedad adquirida sea igual o superior al proyectado. Para determinarlo es muy importante establecer la forma en la que se van a calcular esos montos adicionales y los parámetros objetivos en base a los cuales se determinará la procedencia de este ajuste. Frecuentemente se establecen *Key Performance Indicators* (en adelante, KPI) o indicadores clave de rendimiento. Estos son medidores fácilmente cuantificables que permiten evaluar objetivamente y con base en criterios acordados previamente el desempeño de una compañía. Observando su desarrollo, las partes podrán determinar la procedencia de este precio adicional.

Usualmente, la determinación y el pago del *earn-out* se realizarán pasado un tiempo considerable desde la fecha de cierre de la transacción para permitir que el comprador pueda realmente verificar el desempeño de la compañía y la evolución de los KPI o parámetros establecidos en el largo plazo. Lo habitual en la práctica es que las partes pacten este tipo de ajustes para su determinación al menos dos años después de la fecha de cierre de la transacción.

Como mencionamos antes, normalmente estas cláusulas conllevan un acuerdo con algunos de los vendedores que el comprador considera vitales continúen en la empresa por el mismo periodo de tiempo en el que se venza la opción de pago adicional. También está en el interés de los vendedores, el continuar en la empresa para poder fiscalizar que los KPI se cumplan.

b. *Phantom stock options o phantom shares en M&A*

El caso de las *phantom stock options* o *phantom shares*, si bien es menos habitual en el área de M&A, últimamente se ha implementado como al-

ternativa de ajuste de precio. Se trata de un instituto asociado originalmente al derecho laboral y a derechos otorgados a los empleados como incentivo. Sin embargo, es una herramienta que puede ser aplicada como un mecanismo alternativo para llegar a un acuerdo en materia de precio de compraventa de acciones. Su utilidad se aprecia, al igual que en el *earn-out*, en los casos en que el vendedor continúa prestando servicios al comprador durante el periodo de transición que le sigue al cambio de control.

La traducción literal de su nombre es ‘opciones de acciones fantasma’ o simplemente ‘acciones fantasma’. También se hace referencia a estas como *Stock Appreciation Rights* (en adelante, SAR), que puede traducirse como ‘derechos de apreciación de acciones’. El otorgante de este tipo de opciones, que en nuestro caso es el comprador, confiere al beneficiario, que sería el vendedor, una cierta cantidad de unidades o acciones fantasma de la sociedad en cuestión. Las partes asignan un valor preestablecido para estas acciones fantasma en función de una valuación de la sociedad, a la fecha de cierre, determinada conforme a parámetros acordados.

Es importante destacar que el vendedor, en los hechos, no tiene necesidad de poseer efectivamente ninguna acción de la compañía; de ahí, el nombre de ‘acción fantasma’ o ‘*phantom share*’.

Transcurrido el tiempo estipulado, el beneficiario puede ejercer o no sus opciones sobre las acciones fantasma. En oportunidad del ejercicio, las partes realizan una nueva valuación de las acciones a ese momento, utilizando los mismos parámetros que fueron acordados para determinar el valor preestablecido. En caso de que el valor resultante de las acciones sea superior al valor preestablecido, el beneficiario tendrá derecho a recibir un monto equivalente a la diferencia entre esos valores.

Está claro que el beneficiario de este tipo de opciones evaluará durante el plazo que tiene para el ejercicio de estas, la conveniencia de hacerlo en base al valor actual de la compañía. Si la sociedad ha tenido un mal rendimiento y el valor de sus acciones ha disminuido, el beneficiario no ejercerá sus opciones.

Habitualmente, estas opciones tienen un plazo para ser ejercidas y vencen una vez transcurrido el

término establecido por las partes. Si el beneficiario no las hubiese ejercido dentro de ese periodo, ya sea porque el valor de la acción haya disminuido y no resulta conveniente para el beneficiario o ya sea por mera inacción, perderá el derecho a cobrar el mencionado diferencial.

Nuevamente, cabe destacar que no es frecuente el uso de esta herramienta en las compraventas de acciones y que, de utilizarse, se suele aplicar en supuestos en los que el vendedor presta servicios al comprador en el periodo de transición. Funciona también en esos casos como una forma de reconocer al vendedor el valor adicional agregado a la compañía por los servicios prestados al comprador.

Es esencial establecer parámetros claros para la determinación de la valuación que será utilizada en caso de pactar *phantom shares*.

Es importante tener en cuenta que estas herramientas sirven para facilitar el acuerdo entre las partes en la negociación de una compraventa de acciones. Muchas veces, la existencia de estas herramientas es lo que permite que se pueda llevar a cabo una transacción que, de no aplicar estos mecanismos, no podría realizarse por falta de acuerdo en el precio. Por eso, es esencial reconocer su valor como facilitadores de estos acuerdos.

Debe analizarse cada caso para determinar la conveniencia de la aplicación de estas herramientas por sobre las complicaciones que puedan implicar. Su utilización puede ser aconsejable para algún tipo de compraventas, en tanto su complejidad y sus desventajas deben ser ponderadas y mitigadas al idear la estructura de la transacción. Sin embargo, según el caso puntual, pueden ser beneficiosas e, incluso, ser la diferencia entre tener o no tener *deal*.

c. Declaraciones y garantías de ambas partes

Normalmente identificado en el contrato en su versión en inglés como *reps & warranties*, este segmento es **distintivo y sustancial** en este tipo de contratos. Si bien las representaciones y garantías son dadas por ambas partes, cobra vital importancia para el comprador quien necesita tener ciertas garantías otorgadas por el vendedor⁵. Por ejemplo, que las acciones son de libre disponibilidad, que los balances y la contabilidad son llevados en for-

⁵ Algunas de las funciones más importantes de los representations and warranties pueden apreciarse a continuación:

In some ways, representations and warranties are foundation elements to a contract as they serve to: (i) Disclose material information about the parties and what is being sold; (ii) supplement a party's own Due Diligence; (iii) provide the basis for an indemnification claim in case of a misrepresentation or breach; (iv) in some cases, enable a party to unilaterally terminate the agreement (Practical Law Canada Corporate & Securities, 2015).

ma legal, que no existen otras contingencias que las declaradas en el *Due Diligence* y cualquier otra garantía relativa al negocio objeto de la transacción que el comprador necesite. No olvidemos que, si bien el *Due Diligence* pudo haber sido efectuado en forma exhaustiva, difícilmente pueda darnos la garantía que todos los riesgos han sido identificados. Es así, que el comprador buscará obtener la mayor cantidad de garantías del vendedor, quien, a su vez, buscará limitarlas⁶.

A través de esta sección, las partes garantizan la veracidad de ciertas cuestiones que resultan sustanciales para que la transacción se complete o bien que fueron dirimentes para que las partes avanzaran en las negociaciones –por ejemplo, la parte vendedora podría garantizar al comprador que las compañías son solventes o autosuficientes financieramente, si ello hubiese sido un punto clave para que las negociaciones avancen–. Cabe destacar que la relevancia de esta sección radica en el hecho de que los eventos de incumplimiento contractual guardarán relación directa con esta sección, siendo, por ejemplo, el incumplimiento o inexactitud en una declaración y garantía un supuesto de incumplimiento a las previsiones contractuales.

Dentro de las garantías o representaciones que se otorgan, algunas suelen definirse como garantías fundamentales. Entre las garantías fundamentales que otorga el vendedor al comprador, encontramos normalmente las siguientes: (i) que las acciones le pertenecen y están libres de cualquier gravamen; (ii) que las acciones no tienen restricción alguna para la venta; (iii) que la sociedad existe y puede operar en forma legal; y (iv) ciertas garantías específicas en algunas industrias.

Por otro lado, existen otro tipo de garantías que, si bien no se consideran fundamentales, son claves para la concreción del negocio, por ejemplo, el listado de empleados, los contratos comerciales, el cumplimiento de las leyes aplicables, las contingencias, etc.

La importancia de diferenciar entre garantías fundamentales y no fundamentales es que las primeras suelen no tener limitación en el monto a reclamar por daños y perjuicios, mientras que las segundas, suelen tener un plazo de prescripción contractual –que puede o no coincidir con el plazo de prescripción legal– y un límite del monto a reclamar.

Como manifestamos anteriormente,

esta sección del contrato es negociada con distintas estrategias por el comprador y el vendedor. Mientras que el comprador buscará contar con declaraciones y garantías de mayor extensión, que hagan por ejemplo al funcionamiento del negocio, a la solvencia de las compañías y/o a la solidez de su estructura de negocios, el vendedor buscará limitar sus declaraciones y garantías, si fuera posible, a los aspectos fundamentales, por ejemplo, a la titularidad de las acciones. Esto se debe a que el incumplimiento de las garantías dadas por cada parte determina la responsabilidad que deberán afrontar cada parte en caso de que las garantías y declaraciones enunciadas no se configuren en el curso de ejecución del contrato, por lo que esta sección funcionará como un factor determinante para la atribución de responsabilidad de las partes⁷ [traducción libre].

d. *Covenants o compromisos post-contractuales*

Se trata de compromisos que pueden consistir en desempeñar o de abstenerse de realizar una conducta determinada. Pueden ser compromisos asumidos generalmente por el vendedor previo al cierre de la transacción o también pueden ser compromisos para cumplir con posterioridad al cierre. Este tipo de cláusulas cobran mayor importancia cuando el cierre de la operación –es decir, la transferencia definitiva de las acciones y el pago del precio– se produce con posterioridad a la firma del SPA.

En este sentido, cuando nos encontramos frente a un contrato de adquisición con cierre o '*Closing*' diferido, se establecen ciertas conductas que de-

⁶ Verón manifiesta lo siguiente:

En este contexto, el concepto de «garantía» más bien pretende asegurar un determinado estado de la situación patrimonial de la target y no se refiere al resguardo de una obligación, como ocurre en las «cláusulas de garantía de pasivos» o «indemnidades» propiamente dichas. Estas últimas se incluyen especialmente a los efectos de dejar convencionalmente establecidas la obligación y las condiciones de respuestas frente a la aparición de pasivos ocultos o de contingencias en la target (2019).

⁷ Texto original:

This part of the contract generally consists of factual statements about past facts about or promises («warranties») about the future of, a party and its business. Where a contract includes an indemnification, it will typically be linked to the representations, which are in turn customarily supplemented (or qualified) by «disclosure schedules» attached to the contract, which can contain general information or present specific and detailed sets of information (e.g., lists of employees holding stock options). Throughout, qualifications are an important type of variation, having both subjective (reasonableness, materiality, knowledge) and objective (specified de minimis exceptions or thresholds) (Coates, J., 2015).

ben realizarse o abstenerse de realizarse hasta el cierre definitivo de la adquisición. Esto permite que la compañía objeto de la transacción siga funcionando en el curso ordinario de sus negocios y que no existan variaciones sustanciales a aquellos atributos que llevaron a las partes a firmar el SPA. No debe confundirse esta obligación con la de las condiciones previas para el cierre —que como veremos en el siguiente punto pueden incluir ciertos *covenants* como condición precedente para el cierre—.

Normalmente está apuntado a que el vendedor se abstenga de realizar ciertos actos entre la firma del contrato de compraventa y la fecha de cierre que puedan comprometer el patrimonio de la compañía. A modo de ejemplo, es habitual que el vendedor se comprometa a manejar el negocio en la forma habitual, notificar cualquier hecho que pueda tener efectos materiales sobre la compañía en venta o restringir el aumento de salarios a ciertos empleados, la distribución de dividendos, etc. También, dentro de estos '*covenants*', pueden aparecer compromisos posteriores al cierre de la transacción, tales como restricciones a la vendedora a la realización de actividades en competencia y entre otras cuestiones que pueden llevar al establecimiento de sanciones o penalidades.

e. *Condiciones precedentes*

Normalmente conocidas por su terminología en inglés *precedent conditions*, aparecen generalmente en el SPA como condiciones necesarias para el cierre o *closing* de la transacción. Son condiciones necesarias negociadas por las partes al momento de firmar el SPA y que deben estar cumplidas o vigentes al momento del cierre diferido de la transacción. Es decir, aparecen cuando nos encontramos frente a una transacción con cierre o *closing* diferido. A modo de ejemplo, podemos mencionar algunas de las condiciones que usualmente se establecen como condición para el cierre de la transacción: (i) Que las representaciones y garantías efectuadas en el SPA estén vigentes; (ii) que no se haya violado ningún *covenant* asumido por las partes; (iii) que se haya obtenido las autorizaciones gubernamentales necesarias; (iv) que se haya obtenido las aprobaciones internas necesarias en los órganos societarios de las partes de la transacción (por ejemplo, la aprobación del directorio); (v) que se haya obtenido, si las hubiera, autorizaciones de terceros (como entidades financieras); (vi) que el comprador, si así se hubiera requerido, haya obtenido el financiamiento necesario para afrontar el pago; (vii) que el *Due Diligence* se haya efectuado en debida forma; y (ix) que ninguna de las partes esté en algún incumplimiento material.

Generalmente se establece que, ante el incumplimiento de alguna de las condiciones precedentes, la parte cumplidora tendrá la opción de exigir el cumplimiento de la condición precedente o liberarse de la obligación de cerrar la operación. Es habitual que, frente a algún incumplimiento, la parte cumplidora otorgue un plazo adicional a la incumplidora para que cumpla la condición u otorgue un '*waiver*' o dispensa a dicha condición precedente y, así, cerrar la transacción.

La falta de cumplimiento o cumplimiento tardío de una condición precedente puede dar lugar al reclamo de daños y perjuicios independientemente de que la transacción se termine cerrando o no.

f. *Mecanismos de indemnización y compensación*

Una sección central del contrato se encuentra en los mecanismos indemnizatorios que las partes pueden prever frente a potenciales incumplimientos. Si bien la normativa generalmente prevé la posibilidad de reclamar la reparación de los daños originados en un incumplimiento contractual, es habitual que las partes acuerden procedimientos específicos frente a potenciales incumplimientos. En este sentido, es frecuente encontrar cláusulas que clarifiquen el alcance de los daños a ser reparados, moneda y forma de pago, tratamiento de reclamos entre las partes o de terceros y, respecto de ciertos incumplimientos, cláusulas penales que prevén la aplicación de sanciones económicas.

Por otra parte, es habitual que en el marco del proceso surjan aspectos que representan contingencias que pueden concretarse luego de la firma del contrato definitivo. Es muy común, que, para cubrir potenciales contingencias no declaradas o incluso ciertas contingencias declaradas, el comprador pretenda (i) retener un porcentaje del precio por un plazo determinado; o (ii) dejar parte del precio en manos de un tercero "*Escrow Agreement*", también por un plazo determinado, para que de producirse la contingencia, este tercero (*Escrow Agent*) compense total o parcialmente con ese dinero al comprador. Si la contingencia no se verifica dentro de ese plazo, el dinero remanente se libera a favor del vendedor.

g. *Ley aplicable y jurisdicción*

Este punto guarda relevancia porque la ley y la jurisdicción que las partes convengan en este contrato serán las que se aplicarán en caso de que resulte necesaria la intervención judicial o arbitral para dirimir un conflicto o por cuestiones interpretativas. En este sentido, resulta importante que, si existieron pactos sobre jurisdicción o ley aplicable

en el marco del proceso transaccional, estos sean dejados sin efecto o sean validados dentro de la estructura del contrato definitivo.

B. Transferencia de activos o *Asset Purchase Agreement*

El objeto del denominado *Asset Purchase Agreement* (en adelante, APA) es la transferencia de ciertos activos de la compañía auditada, a diferencia del contrato de compraventa de SPA, cuyo objeto son las acciones.

La compraventa puede incluir activos tangibles (por ejemplo, inmuebles) así como activos intangibles (por ejemplo, fondos de comercio, contratos comerciales y marcas).

Gran parte de las cláusulas mencionadas en el capítulo del contrato de compraventa de acciones se aplican al APA, pero circunscripto a la transferibilidad de los activos que se quieren transferir y no al negocio global de la empresa que vende los activos. Normalmente la decisión de efectuar la compra de activos por sobre la compra de acciones puede obedecer a temas estructurales, impositivos o de limitación de responsabilidad.

Es importante tener en cuenta que, en caso de que el comprador esté interesado en adquirir el negocio de una sucursal de una sociedad extranjera, la adquisición se hará a través de la compra de activos, atento a que la sucursal no tiene acciones.

Por otra parte, muchas veces el comprador no quiere asumir las contingencias, de la compañía a ser adquirida (sean contingencias comerciales, laborales, ambientales o de cualquier otro tipo), y, en tal sentido, evalúa no comprar las acciones con miras a evitar convertirse en su continuador social. Esta posibilidad debe evaluarse detenidamente a la luz de la transacción y la legislación aplicable ya que, en muchos casos, la legislación asigna al comprador de activos el carácter de continuador cuando los activos adquiridos conforman una unidad de negocio antes desarrollada por el vendedor, sean o no estos activos los activos principales de la compañía vendedora.

Asimismo, la decisión de comprar activos se puede dar por el efecto impositivo que pueda tener en cada país, la venta de los activos sobre la venta de las acciones. Dependiendo del análisis que hagan los asesores impositivos, las partes pueden llegar a decidirse por una u otra alternativa. En nuestra experiencia, el vendedor, a menos que solo quiera vender una parte del negocio, estará más inclinado a la venta de las acciones sobre la venta de activos, ya que generalmente la venta de acciones tiene un

impacto impositivo menor para ellos. Obviamente, esto dependerá de cada jurisdicción y del análisis impositivo que se tenga.

Sin perjuicio de que en una compra de activos, el *Due Diligence* estará orientado principalmente a verificar la titularidad de los activos a ser transferidos, como también a que los mismos no tengan algún tipo de impedimento para su transferencia o gravamen, también podría pasar que deba ampliar la auditoría dependiendo de la responsabilidad que tenga el comprador como continuador del negocio bajo la legislación aplicable. Así, también se verificará qué tipo de permisos administrativos, marcas o licencias son necesarias transferir para la explotación de dichos activos.

Normalmente, la venta de activos conlleva ciertas complejidades como por ejemplo todo el trámite necesario para la transferencia de los activos involucrados, es decir, el papeleo relacionado con la transferencia de inmuebles, marcas o contratos. Lo anterior puede significar la necesidad de efectuar presentaciones separadas ante registros y entre otras cuestiones.

C. *Transitional Services Agreement*

En ocasiones, sea dentro de un proceso de una compraventa de acciones o en la compra de ciertos activos (por ejemplo, las líneas de producción o fondos de comercio) las partes acuerdan que ciertos servicios (recursos humanos, pagos, servicios de tecnología, servicios financieros) continúen siendo prestados por el vendedor o alguna de sus empresas a la compañía adquirida a los efectos de garantizar la continuidad normal y sin mayores interrupciones del negocio. Normalmente este contrato, denominado en inglés *Transitional Services Agreement* (en adelante, TSA) es un contrato que se realiza por un tiempo determinado y por el cual se paga una contraprestación.

El plazo del mismo estará determinado por las características de la transacción, pero normalmente es un plazo de algunos meses hasta que la parte que recibe la prestación pueda readecuar su propio negocio. Tiene como objetivo garantizar una transición administrativa fluida y ordenada con posterioridad a una transacción de adquisición. Normalmente, el TSA implica compromisos asumidos por vendedor a favor del comprador o el negocio transferido.

El contrato de TSA usualmente es un contrato que establece ciertos soportes durante un periodo determinado. Ambas partes deben ser realistas y comprometerse seriamente en este periodo de transición a los efectos de que la adecuación sea

realizada en un periodo prudencial y no se extienda innecesariamente en el tiempo.

Los beneficios que genera un TSA son los siguientes:

- Que la transición sea ordenada y prolija.
- Permite una más precisa determinación de lo que se vende. Muchas veces la unidad o negocio que se vende está atado a otro negocio que no es parte de la transacción y que amerita que se trate provisoriamente.
- La mayor determinación de los servicios temporales y su transición ordenada genera mayor valor a las partes involucradas.
- Reduce el riesgo de que pequeños detalles se conviertan en riesgos mayores para ambas partes.

D. Acuerdo de accionistas o *Shareholders Agreement*

Generalmente, cuando la adquisición no comprende la totalidad de las acciones de la compañía donde se produce la adquisición se suele firmar entre sus nuevos accionistas (vendedor y comprador) un acuerdo de accionistas o *Shareholders Agreement* (en adelante, SHA).

En términos generales, el acuerdo de accionistas busca establecer ciertas normas de convivencia entre los distintos accionistas de la sociedad⁸. En este sentido, la forma y representatividad en la elección de los miembros del directorio cobra vital importancia para todas las partes. También se pueden establecer la forma de resolver conflictos entre las partes.

Es aquí importante mencionar que deberá analizarse según la jurisdicción de que se trate, si estos acuerdos resultan oponibles a la propia sociedad respecto de la que se regulan los puntos que veremos más abajo, y/o a los terceros que contraten con esta, o si, resulta estrictamente necesaria su inclusión en los estatutos de la referida sociedad.⁹

Estos acuerdos son sumamente importantes, especialmente desde el punto de vista del minoritario, que va a estar interesado en establecer ciertas mayorías agravadas o super mayorías que le aseguren que ciertas decisiones fundamentales no serán tomadas sin su participación. Dentro de los asuntos que suelen someterse estas mayorías particulares, podemos ubicar los siguientes:

- a) Convocatoria a asamblea extraordinaria de accionistas de la sociedad;
- b) la aprobación de hechos o actos que impliquen la modificación de la actividad de la sociedad;
- c) la realización de aportes irrevocables en la sociedad por parte de los accionistas o terceros;
- d) la designación y remoción del gerente general, en caso de corresponder, y la determinación de sus facultades;
- e) toda modificación en las prácticas contables que pueda afectar en forma sustantiva el valor o la posición financiera de la compañía;
- f) el otorgamiento de cualquier préstamo o crédito fuera del curso ordinario de los negocios y/o en exceso de cierto monto;
- g) la realización de cada acto en virtud del cual se aumente el endeudamiento de la sociedad por encima de un monto determinado;
- h) toda venta, transferencia, alquiler o disposición de, o constitución de gravámenes sobre activos de la sociedad, cuando los mismos sean esenciales para la actividad social o cuando el valor de los activos a transferir exceda un monto determinado;
- i) constitución y/o adquisición total o parcial de sociedades, o la disolución, venta o transferencia de las mismas, por parte de la sociedad;

⁸ Ruíz y García (2018) sostienen lo siguiente:

What determines the content included in shareholders' agreements in United States? Only those matters that the parties wish to regulate as to the corporation and their respective rights and obligations with regard to the same, including commercial matters not strictly related to the corporation. Generally, there is limited statutory regulation of shareholders' agreement, Delaware being perhaps the exception.

⁹ Araya aclara lo siguiente:

[...] aun cuando la regla es efectivamente (y está bien que así sea) la inoponibilidad a la sociedad de lo pactado en el acuerdo de sindicación, existen matices que deben ser analizados en el caso concreto, teniendo en cuenta si el pacto está o no firmado por la totalidad de los socios y por la propia sociedad y el carácter de obligación que se intenta hacer "oponible" a la sociedad, es decir, que se pretende que la sociedad cumpla. No puede permitirse una conducta que se esconda en la "inoponibilidad" para incumplir conductas contractualmente asumidas (2008).

- j) presentación de la sociedad en concurso preventivo o quiebra;
- k) modificación de los estatutos; y
- l) derecho de preferencia en caso de venta de acciones.

Por otro lado, ambas partes buscarán establecer cláusulas que les permitan, llegado el caso, poder transferir su negocio y no quedar atrapados —especialmente en sociedades cerradas que no cotizan—. Acá es cuando aparecen cláusulas conocidas como *'drag along'* y *'tag along'*, *'put & call'*, *'Right of First Refusal'*, *'Right of First Offer'* y situaciones de bloqueo como *'deadlock'*.

En la cláusula de *'drag along'* el mayoritario buscará poder *'arrastrar'* al minoritario en la venta total de las acciones de la sociedad. Es decir, si hubiera un potencial comprador que quisiera comprar la totalidad de las acciones y no solamente las acciones del mayoritario, se puede establecer de antemano que bajo ciertas condiciones, el mayoritario pueda obligar al minoritario a vender en bloque la totalidad del paquete accionario.

En la cláusula *'tag along'* será el minoritario quien intentará *'atarse'* a una potencial venta del mayoritario, obligándolo también a vender su parte en condiciones similares a las negociadas con el potencial comprador.

La cláusula *'put & call'* es simplemente una opción que tienen ambas partes para la venta de acciones. Normalmente, hay una parte que tiene el *'put'*, lo que significa que durante un determinado plazo se puede obligar a la otra parte a venderle sus acciones a un precio o fórmula ya establecido. Por otro lado, quien detenta el *'call'* tiene la opción de llamar a la otra parte y obligarla a comprar sus acciones al precio o fórmula previamente fijado. Normalmente, estas opciones son por plazos cortos (1 o 2 años)¹⁰ ya que su extensión excesiva puede llevar a conflictos, si el precio o fórmula fijados han quedado desactualizados. Especialmente en los países en desarrollo donde las crisis económicas —tales como la inflación y recesión— o hasta hechos de fuerza mayor (por ejemplo, la pandemia) pueden afectar materialmente la fórmula o precio establecido, lo que puede llevar a que finalmente sea un juez o árbitro quien termine fijando el valor justo para el ejercicio de esta opción. Es im-

portante destacar que no necesariamente tienen que existir las dos opciones. Es decir, puede haber un *'put'* sin necesidad de que haya un *'call'* y viceversa.


La cláusula de *'Right of First Refusal'* (en adelante, ROFR) implica un derecho que se reserva uno o alguno de los accionistas de igualar cualquier oferta que reciba el accionista vendedor. De esta manera se garantizan la posibilidad de rechazar la entrada de un tercero dentro de la compañía. Normalmente, esta cláusula puede desalentar el interés de terceros que, al conocer el derecho de igualación que tienen los otros accionistas, puedan perder el interés incurrir en costos para iniciar una negociación, realizar un *Due Diligence* y luego hacer una oferta que finalmente podrá ser igualada por los otros accionistas. También, esta cláusula puede otorgar el derecho a los otros accionistas a rechazar la entrada de un tercero determinado que ellos puedan considerar un competidor (si así lo hubieran establecido en el Acuerdo de Accionistas). En este último caso, no tendrán necesidad de igualar la oferta sino simplemente de solicitar que la transacción no se complete atento el carácter del potencial comprador.

La cláusula *'Right of First Offer'* (en adelante, ROFO), implica la obligación del potencial vendedor de, primero, ofrecer las acciones que quiera vender a los otros accionistas de la sociedad para que hagan una oferta de compra. En este caso, el potencial vendedor podrá rechazar la oferta de los otros accionistas y estará liberado de vender las acciones a un tercero, siempre que el precio ofrecido por ese tercero sea mayor al ofrecido por los accionistas oferentes.

Para ciertos casos, donde no hay un accionista con la mayoría necesaria para imponer una decisión y se encuentra en una situación de bloqueo *'deadlock'*, encontramos una cláusula llamada *'ruleta rusa'* o *'russian roulette'*. Esta cláusula es una herramienta útil para destrabar situaciones donde no se alcanzan las mayorías necesarias para aprobar ciertos asuntos fundamentales para la compañía (por ejemplo, la aprobación de balances). En la misma se establece que frente a una situación de bloqueo prolongado en el tiempo, cualquiera de las partes puede activar y comunicar a la otra parte que existe una situación de bloqueo o *'deadlock'*. La cláusula normalmente establece que, junto con la notificación, también se comunica una oferta

¹⁰ Téngase presente que el Código Civil y Comercial de Argentina dispone que "[e]l plazo de vigencia de las promesas previstas [haciendo aquí referencia a los contratos preliminares como el Contrato de Opción- es de un año, o el menor que convengan las partes, quienes pueden renovarlo a su vencimiento". Esto resalta la importancia de revisar adecuadamente en cada jurisdicción la viabilidad de acordar estas cláusulas y la extensión de las mismas.

por la compra de las acciones del notificado. Lo interesante de esta cláusula es que el precio notificado en la oferta también funciona como precio de venta; es decir, obliga al notificador a aceptar ese precio ofrecido para que el notificado le compre sus acciones. Eso conlleva a que quien inicia el proceso emita un precio justo ya que ese va a ser el precio al que va a estar obligado a vender y el notificado ejerce la opción.

Esta ecuación de precio de 'deadlock' funciona bien cuando las participaciones son igualitarias. Cuando una de las partes detenta la mayoría o control, puede establecerse que sobre el precio ofrecido se establezca un porcentaje adicional (por ejemplo, 20%) por el traspaso del control, lo cual resulta lógico. 

REFERENCIAS

- Araya, T. (2011). Reflexiones sobre los acuerdos de accionistas. Problemática de la libertad de contenido, oponibilidad e incumplimiento. *Revista Argentina de Derecho Empresario*, (9), Buenos Aires, 173-200.
- Coates, J. (2015). *M&A Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice* (Discussion paper 825). <https://dash.harvard.edu/>

bitstream/handle/1/17743076/Coates_825.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Practical Law Canada Corporate & Securities (15 de julio de 2015). Representations and Warranties in Private M&A. [https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/0-617-4616?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/0-617-4616?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)
- Sylvester, P. (2022). *Los contratos para contratar en el Código Civil y Comercial de la Nación*. La Ley.
- Ruiz, X. & Garcia, M. (2018). *IBA Guide on Shareholders' Agreements: Delaware, New York and Florida, USA*. <https://www.ibanet.org/MediaHandler?id=522B8594-AB41-444C-82B7-3CF6328C9049>
- Verón, A. (2019). Compraventa de acciones, fondo de comercio, paquete de control, instrumentación, riesgos y garantías. *Enfoques*, (10), 86-102.
- LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS**
- Código Civil y Comercial de la Nación [Cód. Civ. y Com.] art. 22 (Buenos Aires, 2014) (Arg.).