Informe sobre Compraventa de Empresas por el Dr. Lapique

IV. El contrato de compraventa de paquetes accionarios de control

1. Introducción.

Consideramos importante estudiar el contrato de compraventa de paquetes accionarios de control, porque es la forma en que normalmente se produce la adquisición de empresas en nuestro país y además, tiene una serie de aspectos que deben ser cuidadosamente previstos por los profesionales intervinientes en este tipo de contrato dado el fundamental rol que juegan en la estructuración de este tipo de transacciones.

Analizaremos las diferentes formas en que se puede realizar la adquisición o toma de control de una empresa; el concepto de compraventa de paquetes accionarios de control; los caracteres del contrato; la forma de estructurar el negocio y sus diferentes etapas; la realización de una auditoría de compra o Due Diligence; las principales cláusulas del contrato y la aplicación de la garantía legal por vicios.

2. Compraventa de paquetes accionarios.

El mecanismo que se utiliza en forma más frecuente para adquirir el control de una empresa en nuestro país, es la compraventa de las acciones de la sociedad anónima que explota el establecimiento comercial, y es titular de la empresa.

Es importante desde ya puntualizar que la “empresa” no es objeto de derecho en nuestro ordenamiento jurídico, pero normalmente se habla de la adquisición o compra de la empresa cuando se adquiere el control de la persona jurídica que explota la empresa o los activos que conforman la empresa. Debido a que normalmente se utiliza a la sociedad anónima para realizar la explotación de la empresa, en adelante nos referiremos a la adquisición de la “empresa” o del control de la sociedad anónima.

Debemos distinguir tres conceptos diferentes:

El establecimiento comercial, es un bien, un objeto de derecho que puede ser pasible de relaciones jurídicas, esto es, puede ser enajenado, arrendado, embargado, etc.

La sociedad comercial es en cambio un sujeto de derecho, una persona jurídica capaz de contraer derechos y obligaciones. Normalmente la actividad comercial es desarrollada a través de sociedades anónimas que pueden ser titulares de uno o varios establecimientos comerciales.

Desde un punto de vista económico, podemos definir a la empresa como la organización de capital y trabajo destinada a la producción de bienes y/o servicios. La misma se identifica comúnmente con el sujeto de derecho sociedad anónima, con el objeto de derecho establecimiento comercial, o con ambos.

En esta hipótesis de compra de las acciones, no son de aplicación las normas analizadas relativas a la compra de establecimiento comercial, dado que no estamos ante una enajenación del bien, que pertenece a la misma sociedad, sino que lo que se transfiere son las acciones de la sociedad. El nuevo accionista, toma el control de la sociedad con todas las obligaciones y derechos que esta tiene, adquiriendo en forma indirecta el patrimonio de la sociedad y la empresa.

Martorell[1] explica que el término acción se aplica a tres conceptos que presentan claras diferencias: el de fracción o parte del capital; la expresión jurídica de un conjunto de derechos y obligaciones de quién las posee y el título o documentos representativo de la unidad del capital social. Cuando lo que se adquiere es un conjunto de acciones, que permiten controlar a la sociedad, estamos ante la compra de paquetes accionarios de control. Entiende además que para que un conjunto de acciones pueda ser considerado un “paquete” accionario, debe otorgar a su titular la posibilidad de participar en forma activa en la vida de la sociedad y además debe tener un verdadero valor adicional por la condición de conjunto, donde la división de aquél vaya en detrimento de su valoración como un todo.

Uno de los precursores en el estudio de este tema fue Roca[2], quién definió al paquete de control como el conjunto de títulos representativos de una cantidad tal de acciones emitidas por una misma sociedad anónima que asegure a su tenedor el gobierno de aquella a través del derecho de designar su directorio, aprobar sus balances, fijar la distribución de utilidades y reformar los estatutos sociales.

Para Lovagnini[3], el “paquete” no es otra cosa que el instrumento a través del cual se accede al gobierno de un patrimonio, que va a estar conformado por los bienes que lo componen, siendo propiedad de la sociedad a la cual pertenecen, y no del comprador del paquete accionario.

García Tejera[4] refiere a los “paquetes de acciones” como aquellos que involucran la totalidad o un porcentaje significativo donde además de su valor venal, hay un plus de mayor poder que en las decisiones del órgano administrativo de gobierno adquiere su tenedor.

Existe paquete accionario toda vez que un conjunto organizado de acciones se califica por atribuir a una o más personas una situación de control de derecho, u otra posibilidad de participación relevante y estable en el efectivo ejercicio del poder de una sociedad anónima determinada.[5]

Ferraro Mila[6] considera que la cualidad de “valor incorporal” del poder de control, susceptible de apreciación pecuniaria independiente de las acciones que conforman el bloque, así como su existencia necesaria e inescindible de éste, marcan una clara diferencia entre la venta de un paquete accionario de control y una simple transferencia de acciones. Esta afirmación se refuerza en la medida que ese poder de control (poder de hecho) presenta las características de constancias y organización que permiten a quien lo detenta ejercerlo de manera continúa y sin restricciones, y que es, como en la especie, transferible, también sin restricciones y en su totalidad (junto con la universitas facti que conforma el bloque de acciones). El poder de control es una “cosa” en sentido mercantil que se transfiere necesariamente con el paquete accionario.

En la medida que a través del paquete se adquiere la posibilidad de tomar las decisiones mencionadas anteriormente y controlar el funcionamiento y marcha de la sociedad, el paquete tiene un valor mayor que la simple suma de las acciones que lo componen. Así como el establecimiento comercial por lo general tiene un mayor valor que los bienes que lo integran individualmente, en el caso del paquete accionario, este también tiene un mayor valor por el control que se obtiene.

La cantidad de acciones o porcentaje a ser adquirido para tomar el control de una sociedad van a depender de la sociedad y de la atomización o no de las acciones de la sociedad. En sociedades que cotizan en bolsa y las acciones son propiedad de miles de inversores, como se da por ejemplo en los Estados Unidos, con un 10% de las acciones se puede obtener el control de la sociedad. En una sociedad con dos socios con el 49% de las acciones y un tercer accionista con el 2%, en la medida que los dos socios mayoritarios no estén de acuerdo y resuelvan en conjunto, la adquisición del 2% de las acciones tendría un valor mayor porque otorgaría al socio de 49% que lo adquiera el control de la sociedad.

Cuando se compran acciones que no otorguen al adquirente el control sobre la sociedad, no estaríamos ante lo que denominamos una compra de paquete accionario de control sino ante una compraventa de acciones. Esta distinción es importante porque no existirían vicios relativos a la falta de control por el adquirente y además en estos casos las garantías por pasivos ocultos y consistencia patrimonial son por lo general de menor extensión que en la compra de paquetes accionarios de control, que en los que el precio se fija en base a un determinado patrimonio.

3. Compraventa de paquetes accionarios vs. otras figuras.

A continuación analizaremos algunas de las diferentes formas que existen para realizar la compra de la "empresa" o para adquirir el control de una sociedad anónima y de esa forma adquirir en forma indirecta la empresa.

En primer lugar haremos una breve reseña de las diferentes formas que se utilizan en los Estados Unidos de América[7] para estructurar este tipo de operaciones cuando estamos en presencia de sociedades anónimas cerradas (también algunas aplicables a las sociedades que cotizan en bolsa, pero sujetas a otro tipo de requerimientos y regulaciones (tender offers, poison pills, shark repellents, golden parachutes, etc.), que no analizamos por ser de escasa aplicación en nuestro país), y luego analizaremos la compraventa de establecimiento comercial, que es la otra forma que normalmente se utiliza para adquirir una empresa en nuestro país.

3.1 Fusión.

Una de las formas más comunes de adquirir la empresa o tomar el control de una sociedad anónima en los Estados Unidos de América, es mediante la realización de una fusión por incorporación. En este caso es necesaria la aprobación de la transacción por los accionistas de las dos sociedades que participan de la operación y además los accionistas que no estén de acuerdo con la fusión tienen derecho de receso. Una de las principales ventajas de la fusión es que se transmiten con el contrato de fusión todos los bienes, derechos y pasivos de la sociedad.

La LSC prevé la figura de la fusión, estableciendo en el artículo 115 de la LSC que habrá fusión por incorporación o absorción, cuando una o más sociedades se disuelvan sin liquidarse y trasmitan sus patrimonios, a título universal, a otra sociedad ya existente.

En el caso de que las dos sociedades que participan de la fusión sean sociedades anónimas, de acuerdo a lo previsto por el artículo 362 de la LSC, será necesario el voto de la mayoría absoluta de acciones con derecho a voto, por lo tanto se necesita la aprobación de los accionistas de ambas sociedades participantes del proceso de fusión.

El artículo 362 y 129 prevén el derecho de receso para los accionistas que voten negativamente y para los ausentes. Además se debe tener en cuenta que en función de lo previsto por el artículo 126, los acreedores se pueden oponer a la fusión y el contrato de fusión no podrá otorgarse si ellos no son desinteresados o

debidamente garantizados.

Lo anterior implica que a los efectos de realizar una fusión, es necesario contar con la conformidad de los accionistas de ambas sociedades y de los acreedores, lo que puede no ser sencillo debido a que todo el procedimiento de fusión podría depender de la oposición de terceros, que serían los acreedores.

La fusión además requiere de la formulación de balances especiales, el otorgamiento de un compromiso de fusión y la aprobación de la Auditoría Interna de la Nación, que no siempre se obtiene rápidamente. Además se debe tener en cuenta que para la realización de la fusión, se requiere la obtención de certificados especiales de DGI y BPS, lo que también puede llevar tiempo y generar inspecciones de dichos organismos.

Del breve resumen realizado anteriormente, es claro que la fusión en nuestro país sería una forma demasiado compleja y costosa para realizar la adquisición de una empresa, si la comparamos con la compraventa de acciones.

Puede ser muy interesante la opción de realizar una fusión, en caso que se obtenga la autorización del Poder Ejecutivo prevista por el artículo 26 de la Ley 16.906 y se logre la exoneración del Impuesto a las Rentas de la Industria y Comercio, del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales que gravan las fusiones.

3.2 Fusión triangular.

Otra forma utilizada en Estados Unidos es la fusión triangular, en la cual la sociedad que originalmente realizaría la incorporación de la sociedad a adquirirse (la matriz), en lugar de hacerlo directamente, lo hace a través de una subsidiaria que crea a esos efectos. La subsidiaria se capitaliza con las acciones de la matriz y se fusiona a la subsidiaria con la sociedad a adquirirse, quedando luego de la fusión con las acciones de la matriz y de la sociedad adquirida. Los accionistas de la sociedad adquirida reciben como contraprestación en la fusión, acciones de la sociedad matriz, que eran propiedad de la subsidiaria.

Una de las principales ventajas que presenta la fusión triangular respecto de la fusión, es que solidaridad por las deudas de la sociedad adquirida, serían de la subsidiaria y no de la matriz, limitándose de esta forma la responsabilidad de la matriz.

Otra de las ventajas de estructurar la fusión de esa manera es que en la fusión, los accionistas de la matriz tendrían derecho de receso, mientras que en este caso al ser la subsidiaria la que se fusiona, no habría derecho de receso para los accionistas de la matriz.

En nuestro país, la realización de una fusión triangular presenta los mismos inconvenientes de la fusión, pero

además se deben tener en cuenta las limitaciones establecidas en los artículos 47 y 52 de la LSC que limitan la participación de sociedades en otras sociedades y la constitución de sociedades o el aumento de su capital mediante participaciones recíprocas.

3.3 Fusión de hecho (De facto merger doctrine)

Como consecuencia de la estructuración de las operaciones de fusión de diferentes formas, que limitaban los derechos de los accionistas y los acreedores, surge en Estados Unidos la doctrina de la "fusión de hecho". En una fusión, los accionistas de las dos sociedades involucradas en la operación tenían derecho de receso y los acreedores de la sociedad adquirida podían reclamar a la sociedad fusionante, que era responsable de todos los pasivos de la sociedad adquirida.

A través de la utilización de fusiones triangulares o venta de activos, se limitaba el derecho de receso de los accionistas y el derecho de los acreedores, pero en realidad se obtenía el mismo resultado de una fusión. Esto dio lugar a la doctrina de la fusión de hecho que fue recogida por la jurisprudencia y básicamente estableció que si a través de una reestructura o reorganización de dos sociedades, se altera su naturaleza esencial y las relaciones entre los accionistas, el accionista afectado debería tener derecho a receder. En el caso analizado, una de las dos sociedades se disolvía, sus pasivos eran asumidos por la sociedad que la sobrevivía y se entregaban a los accionistas de la sociedad disuelta, acciones de la sociedad que sobrevivía, por lo tanto se concluyó que la operación era en realidad una fusión y los accionistas de la sociedad disuelta deberían tener derecho de receso.

3.4 Venta de activos (Sale of assets)

Otra forma de instrumentar la compra de la "empresa", sería mediante la venta de los activos (sale of assets). Esta figura no está regulada en forma específica en nuestro derecho, como si lo está por ejemplo en la RMBCA (Revised Model Business Corporation Act) de los Estados Unidos, que establece que la sociedad puede vender, alquilar, permutar o de cualquier otra forma disponer de todos o sustancialmente todos sus activos, sin que sea en el curso normal y ordinario de sus negocios, siempre que el directorio lo proponga a los accionistas y éstos lo aprueben por mayoría absoluta de votos de los accionistas con derecho a voto. La norma establece que en caso de ser aprobada la venta, los accionistas que no están de acuerdo con la misma pueden receder y recibir el pago del valor de sus acciones.

Los accionistas de la sociedad que adquiere los activos no tienen derecho de receso en este caso. Esto es diferente a lo que sucede en el caso de la fusión, en el cual los accionistas de ambas sociedades tienen derecho de receso.

Uno de los aspectos centrales que se discutió en la jurisprudencia norteamericana fue que se entendía por "sustancialmente" todos sus activos. Se consideró que además de un factor cuantitativo, también se debía

analizar un factor cualitativo relativo a los activos enajenados, para determinar si eran vitales para la operativa normal de la sociedad y si la venta afectaba la existencia y objeto de la sociedad. El otro factor a tener en cuenta, era si la venta era una transacción extraordinaria y no una transacción relativa al curso ordinario de los negocios.

Una de las principales desventajas de la compra de los activos es que se deberán transferir todos los activos mediante la realización de contratos de compraventa individuales por cada bien registrable que se transfiere, con sus correspondientes costos tributarios y notariales.

La venta de activos permite adquirir parte de los activos y no todos los activos como sucede en los casos de fusión o compraventa de las acciones.

El problema que enfrentamos en nuestro derecho en caso de una venta de la totalidad de los activos o los activos sustanciales para el desarrollo del negocio, es que si se considera que esa venta de activos, es una venta de establecimiento comercial, habrá responsabilidad por las deudas del vendedor, al no cumplirse con los requisitos de la Ley 2.904 y el Decreto Ley 14.433.

En el caso de que el vendedor enajene los diferentes bienes que integran el establecimiento comercial, en forma individual, no como un todo, si quién adquiere esos bienes tiene la aptitud ideal para continuar explotando el giro y el vendedor carece de ésta, estamos ante una enajenación de establecimiento comercial. Esto significa que el comprador va ser solidariamente responsable de todas las deudas del enajenante dado que no se realizaron las publicaciones. Asimismo, el adquirente también va a ser solidariamente responsable de las deudas tributarias ante el BPS y la DGI.

3.5 Compra del establecimiento comercial.

La otra forma alternativa a la compra de paquetes accionarios que se utiliza en nuestro país para adquirir una empresa, es la compra del establecimiento comercial. Sin pretender realizar un estudio detallado ni en profundidad del régimen legal aplicable a la compra de establecimiento comercial, realizamos un resumido análisis para poder determinar las ventajas y desventajas de estructurar la compra de una empresa mediante la compra del establecimiento comercial con relación a la compraventa de acciones.

3.5.1 Concepto.

El establecimiento comercial está regulado principalmente por la Ley 2.904 de 26.09.04 y por la Ley 14.433 de 30.09.75, las cuales no establecen un concepto de establecimiento comercial. En ausencia de una definición

legal debemos recurrir a los conceptos elaborados por la doctrina.

En este sentido se ha definido al establecimiento comercial como el conjunto de elementos materiales e inmateriales, bienes y derechos, organizados por su titular con la afectación funcional de servir para el ejercicio de una actividad mercantil.

Estamos en presencia de un bien complejo integrado por diversos bienes individuales que se caracteriza por tener un mayor valor que la suma de cada uno de aquellos que lo integran considerados individualmente.

Debemos partir de la base de que no existe un bien esencial para estar ante la presencia de un establecimiento comercial, sino que estos varían de acuerdo a la naturaleza de la actividad desarrollada. Es decir que no le da tal característica la presencia de un determinado bien, sino el conjunto de bienes de diferente naturaleza, organizados para la realización de una actividad comercial.

Pueden integrar el establecimiento comercial bienes corporales tales como las mercaderías, las instalaciones, los vehículos, etc. y bienes incorporales como el nombre, las marcas, las patentes, el valor llave, la clientela, etc.

Se entiende que no integran el establecimiento comercial el inmueble ni las obligaciones y derechos. En relación a estos dos últimos conceptos se entiende que sólo las personas pueden contraer esas relaciones jurídicas.

3.5.2 Enajenación de establecimiento comercial.

Nuestro ordenamiento jurídico no establece cuando existe una enajenación de establecimiento comercial. La doctrina y la jurisprudencia entienden que ésta acontece cuando el enajenante queda privado de los medios para continuar el giro de los negocios como lo hacía antes y el adquirente está en aptitud de proseguirlos, tal cual lo hacía el vendedor o en forma similar. Es una cuestión de hecho, subjetiva, que deberá ser apreciada caso a caso, debiéndose evaluar la aptitud ideal para seguir realizando el giro. No existe un bien o un conjunto de bienes integrantes del establecimiento que necesariamente deban ser transferidos para que estemos ante una enajenación, sino aquellos que permitan la continuidad de la explotación del establecimiento. Así, por ejemplo, la venta de la marca podría considerarse una enajenación del establecimiento comercial si la totalidad del negocio gira en torno a ésta y por lo tanto aquel que vendió no va a poder seguir realizando esa actividad.

La Ley 2.904 de 26.09.1904 establece que toda enajenación a título singular de un establecimiento comercial, deberá ser precedida de avisos publicados durante 20 días en dos diarios de la capital, llamando a los acreedores del enajenante para que concurran al domicilio que se expresa en los avisos, a presentar sus créditos dentro del término de 30 días contados desde el siguiente a la primera publicación.

Las enajenaciones realizadas una vez transcurrido el término de 30 días que otorga la ley a los acreedores, hacen responsable al adquirente, solidariamente, con el enajenante, de las deudas de éste que consten en los libros y las de los acreedores que se hayan presentado en el plazo previsto.

Asimismo, se dispone la responsabilidad solidaria del adquirente de todas las deudas contraídas por el vendedor antes de la enajenación y de las que contraiga mientras no se haga el mencionado número de publicaciones.

Esta norma brinda al adquirente la posibilidad de limitar su responsabilidad a las deudas que surjan de los libros y a la de los acreedores que se presenten en el plazo previsto. En caso de no cumplirse con las publicaciones, se lo hace responsable de todas las deudas del enajenante, pasadas y futuras.

El Decreto-Ley 14.433 de 30.09.75 regula la promesa de enajenación de establecimientos comerciales, cuya celebración es facultativa ya que la norma no hace preceptiva su realización.

Desde la fecha de su inscripción en el Registro Público y General de Comercio, confiere al adquirente un derecho real respecto de cualquier enajenación, gravamen o embargo posterior y la posibilidad de exigir la escrituración forzada del bien cuando se hayan cumplido las obligaciones estipuladas y el enajenante se rehúse a realizar la transferencia.

Dentro de los quince días de la fecha (que debe constar en acta notarial) en que el comprador tome posesión del establecimiento se deben solicitar los certificados que las leyes exigen para el otorgamiento de la escritura definitiva, los cuales deben ser expedidos por las respectivas oficinas dentro de los 180 días de solicitados.

Si dentro del plazo de 150 días no se hubiere realizado la liquidación definitiva del adeudo tributario, el organismo practicará una liquidación provisoria disponiendo al efecto de un plazo de 30 días y consignado su importe, expedirá el recaudo pedido, con las reservas que correspondan.

Transcurridos dichos plazos sin que las oficinas pertinentes expidan el certificado ni se practique la liquidación definitiva o provisoria, las partes estimarán la deuda tributaria que tuviere el establecimiento comercial a enajenar y consignarán su importe ante el organismo recaudador correspondiente. Si éste no lo admitiere, lo depositarán en el Banco de la República Oriental del Uruguay.

Si no se solicitan los certificados dentro del plazo indicado, el promitente vendedor será pasible de una multa

equivalente al 20% del precio estipulado, sin perjuicio a ser compelido a la escrituración forzada.

En caso de que se cumpla con los plazos y se obtengan los certificados o se consigne el importe de la deuda, el adquirente y el escribano quedan librados de la responsabilidad solidaria que pudiere corresponderles, que básicamente es la responsabilidad por tributos ante el Banco de Previsión Social y la Dirección General Impositiva.

3.5.3 Aspectos tributarios.

No pretendemos realizar un estudio exhaustivo de los aspectos tributarios, dado que no es el objetivo principal de este trabajo, pero en la medida que los aspectos tributarios pueden ser relevantes al momento de decidir como se estructura la operación, entendemos pertinente realizar un breve mención a los principales aspectos.

3.5.3.1 Venta de establecimiento comercial.

De acuerdo a lo establecido por el artículo 15 literal F) del Título 4 del Texto Ordenado, constituye renta bruta el resultado de la enajenación de establecimientos comerciales o casas de comercio, por lo tanto la renta obtenida de la venta del establecimiento comercial realizadas por contribuyentes del IRAE estará gravada por IRAE a la tasa del 25%.

A diferencia del IRAE, en el caso del Impuesto al Valor Agregado, no está regulada en forma expresa la venta del establecimiento comercial. En función de lo establecido por el artículo 1 y 2 del Título 10 del Texto Ordenado, se grava con el Impuesto al Valor Agregado a la circulación de bienes a título oneroso, por lo tanto la venta de los bienes integrantes del establecimiento comercial estaría gravada por IVA a la tasa básica o mínima según corresponda, salvo que haya bienes no gravados, tanto que la venta sea realizada por una sociedad comercial o una persona física. La “llave” que es el bien muchas veces más relevante en este tipo de operación, se encuentra gravado a la tasa básica del 22%.

3.5.3.2 Venta de acciones.

En el caso de la venta de acciones por sujetos pasivos del Impuesto a la Renta a las Personas Físicas, en la medida que sean acciones al portador, la venta no está gravada por el IRPF.

La venta de acciones nominativas, si está gravada por el IRPF (artículo 27 literal E del Título 7 del Texto

Ordenado). En este caso, en función de la aplicación del artículo 29 del Decreto 148/007, la renta computable se determinará aplicando el 20% al precio de la enajenación.

De acuerdo a lo previsto por el artículo 19, numeral 1 literal A del Título 10, la enajenación de acciones está exenta de IVA.

3.5.4 Desventajas de la compraventa de establecimiento comercial.

El principal problema de la realización de una compraventa de establecimiento comercial radica en los tributos que gravan a la operación, lo que no ocurre en los casos de venta de acciones, salvo que las acciones sean nominativas, en cuyo casi si corresponde tributar IRAE o IRPF según quién sea el vendedor, pero no el Impuesto al Valor Agregado.

Otro aspecto que complica la celebración de la compraventa de establecimiento comercial es la necesidad de obtener los certificados especiales de DGI y BPS. La tramitación de los mismos normalmente genera inspecciones y su obtención se demora en el tiempo.

Un último aspecto también importante, es que para la solicitud de los certificados, el comprador debe haber tomado posesión del establecimiento comercial y si luego la administración fiscal determina que existen tributos impagos, que a juicio del comprador han sido pactados como condición resolutoria del negocio, el comprador habrá tomado posesión del establecimiento y operado el mismo durante un periodo de tiempo, y luego deberá restituir el bien al vendedor. Este deberá aceptar la resolución del negocio y además probablemente tenga que hacerse cargo de las deudas tributarias detectadas como consecuencia de las solicitudes de los certificados especiales.

4. Regulación del contrato de compraventa de paquetes accionarios.

Podemos caracterizar el contrato de compraventa de paquetes accionarios como un contrato:

a) Bilateral, porque existen obligaciones para ambas partes en forma recíproca. Para el vendedor, básicamente la obligación de transferir las acciones y garantizar el patrimonio social; y para el comprador la de pagar el precio.

b) Oneroso, en la medida que la contrapartida de la entrega de las acciones se recibe el precio.

c) Consensual y no formal, en la medida que no requiere una forma especial de expresar el consentimiento,

pero debido a la complejidad que implica este tipo de negocio, normalmente se realiza por escrito. Se debe tener en cuenta además, que en caso de acciones nominativas y escriturales, la transferencia surtirá efectos ante la sociedad cuando se notifique por escrito a la misma (artículo 305)

d) Nominado, en la medida que se considere incluido dentro de la compraventa comercial regulada por el Código de Comercio.

El contrato de compraventa de paquetes accionarios no está regulado en como negocio jurídico específico a realizarse sobre las acciones, como si lo están la prenda y el usufructo de acciones (ver Capítulo VII y VIII), por lo tanto se deberá regir por las normas relativas a la compraventa mercantil y a los títulos valores.

En la medida que el artículo 316 de la LSC establece que las normas sobre títulos valores se aplicarán a los títulos representativos de acciones en cuanto no sean modificados por la presente ley, serían de aplicación las normas sobre títulos valores (Decreto-Ley 14.701). Por lo tanto la transferencia de las acciones, puede ser considerada una cesión de derechos, que coloca al adquirente en la misma posición de socios que quién transfiere las acciones. Esta cesión no significa que se transfiera una cuota parte del patrimonio de la sociedad, sino solamente la calidad de accionista.

El artículo 7 del Código de Comercio en su numeral 3 considera comercial, toda negociación sobre letras de cambio o de plaza o de cualquier otro género de papel endosable. Mezzera[8] expresa que deberán considerarse siempre de naturaleza mercantil, el endoso de una acción de sociedad anónima expedida a la orden. A su vez el artículo 515 del Código de Comercio establece que sólo se considera mercantil la compraventa de cosas muebles, e incluye dentro de las mismas a las acciones de compañías. Por lo tanto serán aplicables las normas relativas a la compraventa mercantil regulada por el Código de Comercio y en lo no previsto, por las normas de la compraventa civil regulada en el Código Civil.

Se discute en doctrina si la transferencia de acciones es una cesión o una compraventa, la importancia de definir este punto radica en saber que normas serán aplicables al negocio realizado y especialmente afecta el tema de la garantía por vicios. En la cesión de crédito, el cedente solamente garantiza la existencia y legitimidad del crédito, mientras que si es una compraventa existe la garantía por evicción y vicios ocultos.

En 1950, Gasperoni[9] ya explicaba que la acción, como título de crédito y como cosa mueble, es susceptible de un doble régimen de circulación: el particular y especial de los títulos de créditos y el general de los bienes muebles. Así, el negocio jurídico de la compraventa vale para constituir el título que determina la pertenencia de la Acción o Acciones, las normas propias de la circulación de los títulos de crédito son las que ofrecen el medio idóneo para la negociación de las mismas. De esto se deduce que el vendedor, además de realizar la entrega del título, debe igualmente cumplir las formalidades necesarias para que se transfiera la legitimación.

Nissen[10] considera que la ley de circulación de las acciones, no descarta la aplicación supletoria de las normas

previstas por el Código de Comercio en materia de compraventa mercantil.

Como expresa Martorell[11], entendiendo que habría una especie de “mix” entre ambas figuras: la de la compraventa y la de la cesión de derechos, haciéndose presentes los rasgos distintivos de esta última –fundamentalmente- en el momento de producirse la transferencia de las acciones involucradas en la operación, la cual se llevará a cabo por los modos específicos de la cesión de títulos.

Consideramos acertadas las posiciones de los tres autores citados, lo que va a implicar que a la transferencia o compraventa de paquetes accionarios les serán aplicables las normas relativas a la compraventa mercantil y a los títulos valores. La transferencia de los títulos se regirá por las normas relativas a los títulos valores (ver Capítulo III), mientras que las normas legales aplicables a la venta del “paquete”, como por ejemplo la garantía por evicción, serán las relativas a la compraventa comercial.[12]

5. La estructuración del negocio de compraventa de paquetes accionarios.

En la medida que el contrato de compraventa de paquetes accionarios no está regulado en forma expresa por nuestra legislación, queda sujeto a la autonomía de la voluntad de las partes en cuánto a su regulación. Esto significa que comprador y vendedor tendrán libertad para estructurar el negocio, de acuerdo a los intereses y necesidades que se presenten en cada caso.

Es común que tanto vendedor o comprador contraten asesores especializados en localizar compradores o vendedores interesados para concretar sus intereses. El vendedor puede otorgar un mandado de venta, para que la firma profesional, banco de inversión, o empresa que se contrata obtenga uno o varios potenciales compradores y normalmente se establece un honorario en función de que se realice efectivamente la venta (success fee).

A continuación analizamos las diferentes etapas que puede tener la estructuración de un negocio de este tipo y los documentos que se pueden firmar entre las partes una vez que éstas han llegado a un acuerdo preliminar sobre los términos del negocio a realizar. Es importante aclarar que no es necesario que se firmen todos los documentos que se mencionan a continuación y que el orden de celebración de los mismos, puede depender de cómo las partes intervinientes y sus asesores estructuran la compraventa de las acciones.

5.1 Acuerdo de confidencialidad o Non Disclosure Agreement (NDA)

Una vez que las partes comienzan a negociar sobre la posibilidad de realizar el negocio, puede ser necesario que la parte vendedora proporcione a la parte compradora información y documentación relativa al negocio. A modo

de ejemplo podemos mencionar: estructura del personal, remuneraciones, estados contables, facturación, clientes, contratos vigentes, negocios por celebrarse, gastos, costos, márgenes, datos sobre proveedores, etc.

Esta información puede ser proporcionada a los efectos de que el vendedor determine si le interesa realizar el negocio y además, también puede ser información necesaria para fijar el precio de compra.

La parte vendedora deberá permitir al comprador (que puede ser un competidor, puede ser que si no celebra el negocio en ese caso adquiera a un competidor de plaza o se instale por su cuenta en plaza) acceder a una cantidad de información que puede ser clave para el desarrollo del negocio. A los efectos de preservar la confidencialidad de esta información se firma un Acuerdo de Confidencialidad o NDA, estableciendo la prohibición para el eventual comprador de utilizar esa información en caso de que no se celebre el negocio. Este acuerdo permanece vigente y se extiendo a todo el proceso de la negociación, inclusive al periodo de la auditoría de compra o Due Diligence.

En el acuerdo de confidencialidad también es posible establecer la obligación de que el comprador no podrá contratar al personal de la vendedora. Esto es a los efectos de que si el comprador decide adquirir una empresa competidora o instalarse por su cuenta, no pueda contratar a los empleados de la eventual vendedora.

El acuerdo de confidencialidad por lo general prevé multas y la obligación de reparar los daños y perjuicios para el caso de incumplimiento y también se establece que la obligación de confidencialidad permanecerá vigente si las partes no celebran el negocio de compraventa.

5.2 La Carta de Intención o Memorándum of Understanding (MOU)

Una vez que las partes llegan a un acuerdo relativo al negocio a celebrar, habiendo celebrado o no un Acuerdo de Confidencialidad, en determinados casos se firma una Carta de Intención o MOU, que tiene como finalidad establecer las condiciones en que se celebrará el negocio definitivo.

El contenido típico de este tipo de documento es establecer el precio, la cantidad de acciones que se adquieren, incluir una cláusula de confidencialidad en caso de que no se haya celebrado un Acuerdo de Confidencialidad, establecer si se va a realizar un Due Diligence y cuál será la finalidad del mismo, etc.

En determinados casos contienen cláusulas de exclusividad o “No Shop”, que básicamente establecen que las partes se obligan a no negociar con otros compradores o vendedores por determinado plazo, a los efectos de continuar con la negociación y tratar de cerrar el negocio de compraventa.

Normalmente la Carta de Intención o MOU no implica que las partes se obliguen a celebrar el negocio definitivo, sino que solamente establece los términos en que se realizará el negocio y en definitiva se celebra y establece obligaciones puntuales que ya mencionamos anteriormente: confidencialidad y exclusividad. La celebración del negocio definitivo en los términos pactados, va a quedar sujeto a la voluntad de las partes. La Carta de Intención o MOU no se firma como una promesa de contratar, sino justamente como el término lo dice (carta de intención), se trata de reflejar la intención o entendimiento de las partes respecto del negocio a celebrarse y no obliga a las partes.

Nuestra experiencia nos indica que se debe proceder con cautela en los casos que se firma una Carta de Intención y se debe informar claramente a las partes las obligaciones que se asumen en la misma, especialmente que este documento no obliga a realizar un negocio definitivo. Lo que también puede suceder es que se firme una Carta de Intención y que sea obligatoria para las partes en todos sus aspectos. Esto puede generar una serie de complicaciones porque en las Cartas de Intención normalmente no se pactan todos los aspectos relativos al contrato definitivo de compraventa de acciones, y luego deberán ser definidos por las partes ya teniendo un acuerdo sobre el precio de la operación. Por ejemplo, no establecen si se va a realizar una Auditoría de Compra, qué efectos va a tener la Auditoría de Compra, en qué casos se puede rescindir el acuerdo sin responsabilidad para las partes, aspectos relativos al patrimonio de la sociedad y sus bienes, etc.

En la Carta de Intención, las partes pueden tener un acuerdo sobre algunos aspectos puntuales del negocio a realizar, pero no sobre todos aspectos relativos a la compra de una empresa en marcha y esto puede generar complicaciones en el cierre de la operación. En la medida que se pretenda que la Carta de Intención contenga la obligación de realizar el negocio, entendemos que es preferible firmar una promesa de compraventa de acciones, que contenga todas las estipulaciones necesarias para el cierre de la operación, quedando sujeto a la realización del Due Diligence y cumplimiento de las condiciones resolutorias que las partes consideren necesarias incluir. Otra opción puede ser celebrar un contrato de compraventa de acciones, sujeto a las diferentes condiciones suspensivas que las partes estimen conveniente mientras se realiza el Due Diligence y se cumplen las condiciones necesarias para que se pueda celebrar el negocio.

5.3 Due Diligence o Auditoría de Compra.

Si bien mediante la compraventa de paquetes accionarios, se están adquiriendo bienes muebles que son las acciones, este tipo de negocio implica la toma de control sobre una empresa en marcha que se desarrolla a través de una sociedad anónima. Esto significa que el comprador deberá analizar todos los aspectos relativos las obligaciones y derechos de la sociedad anónima así como sus bienes. El estudio que se realiza a estos efectos se denomina “Due Diligence” o auditoría de compra.

En la medida que se establece un precio por las acciones en función del patrimonio de la sociedad y de sus derechos y obligaciones, toda modificación en el patrimonio de la sociedad va a implicar que se pague más o

menos de lo acordado. La existencia de pasivos ocultos o contingentes que se tornen en exigibles, van a implicar que el comprador abone un precio mayor al acordado. Toda disminución en los activos declarados por el vendedor o diferencias en la valuación en los activos, van a implicar que el comprador reciba menos de lo acordado. En este sentido expresa Vitolo[13], que la particularidad que tiene la operación de compraventa de paquetes accionarios es que –en realidad- lo que se investiga y analiza, además de las acciones en sí mismas, es la situación legal y patrimonial de un sujeto de derecho distinto del vendedor y de la cosa objeto de la compraventa, cual es la sociedad comercial respecto de la cual las acciones a ser vendidas –o compradas- representan parte de su capital social.

A los efectos de determinar la situación jurídica de la sociedad, sus bienes, derechos, obligaciones y contingencias, es habitual y necesario en este tipo de operación, realizar una Auditoría de Compra o Due Diligence.

5.3.1 Concepto.

Podemos definir el Due Diligence, como el análisis que realizan los profesionales contratados por el comprador, en base a la información proporcionada por el Vendedor u organismos públicos, sobre la situación patrimonial, los bienes, derechos y obligaciones de la sociedad, así como sobre sus acciones, permisos y autorizaciones, a los efectos de determinar su cumplimiento de las normas vigentes y eventuales pasivos o contingencias derivados de su incumplimiento, que pueden afectar el precio establecido para la realización de la transacción.

Ferraro Mila[14] define el proceso de Due Diligence como, el proceso de investigación razonable y adecuado sobre el estado patrimonial y de los negocios de la target, con especial atención en riesgos, contingencias y aspectos relevantes que puedan llegar a tener un impacto sustancialmente adverso sobre las perspectivas futuras de dichos negocios y, consecuentemente, sobre la inversión realizada por el comprador del paquete accionario.

El Due Diligence puede ser realizado en una etapa inicial, durante las negociaciones entre comprador y vendedor, a los efectos de determinar si se realiza el negocio y para que el comprador adquiera mayor información sobre la sociedad y pueda determinar el precio a abonar por las acciones. También puede pasar que las partes negocian y llegan a un precio para la operación y la efectiva realización de la transacción y el precio acordado, quedan sujetos a la realización del Due Diligence que sea satisfactoria para el comprador y no altere el precio acordado materialmente.

5.3.2 Objetivos.

El principal objetivo que se persigue con la realización del Due Diligence es decidir por el comprador si celebra el contrato de compraventa de acciones. Una vez realizado, el comprador tendrá un conocimiento más acabado de la situación real de la sociedad cuyas acciones va a adquirir y estará en mejores condiciones de decidir si

lleva adelante el negocio o no. En la medida que existan mayores pasivos que los había informado o declarado el vendedor, o que los activos sean menores o estén valuados en forma diferente, que existan eventuales contingencias tributarias cuyo exacto monto sea de difícil determinación o que en caso de concretarse en pasivos exigibles afecten materialmente el patrimonio de la sociedad, el comprador puede optar por no realizar el negocio dado que el valor de las acciones que pretendía abonar, en función del patrimonio de la sociedad, sus derechos, activos y obligaciones, es otro y no el que se había acordado con el vendedor en forma previa a la realización del Due Diligence.

A los efectos de que el comprador pueda dejar sin efecto el negocio a realizarse, es común establecer que si del resultado del Due Diligence el precio pactado varía en una suma superior a cierto monto o determinado porcentaje, el comprador puede dejar sin efecto la realización del negocio. También se puede pactar que la transacción se llevará a cabo, en la medida que el Due Diligence se realice y el resultado sea aceptado por el comprador. En estos casos, la realización de un Due Diligence a satisfacción del comprador o que no afecte lo negociado por las partes en cuánto al valor de la transacción, permiten al comprador decidir si realiza el negocio o no.

Nos tocó participar en un caso en el cual una vez realizado el Due Diligence, los eventuales pasivos tributarios que se detectaron por ventas no declaradas en un periodo de 10 años hacia atrás, hacían que el riesgo a asumir por el comprador fuera tan grande, que el comprador optó por no realizar el negocio.

Dado que el proceso de Due Diligence implica un análisis de diversos aspectos del funcionamiento de la sociedad cuyas acciones se van a adquirir, el comprador adquiere una cantidad de información relativa a la sociedad, su forma de operar, obligaciones pendientes, derechos, etc. En la medida que el vendedor va a pretender que se encuentren la menor cantidad de irregularidades sobre los aspectos que se revisan por el comprador, normalmente el vendedor hace un esfuerzo adicional y excepcional para que todos los aspectos relativos a la sociedad se formalicen y regularicen, ajustándose a la normativa vigente. A modo de ejemplo, si existen balances sin aprobar, se aprueban los mismos, si existen aumentos de capital in comunicar a la Auditoría Interna de la Nación, se comunican; si hay contratos acordados en forma verbal, se formalizan por escrito; si la planilla de trabajo se encuentra desactualizada, se actualiza; si hay autorizaciones de autoridades nacionales o municipales vencidas, se solicita su prórroga o renovación; etc.

Otra de las funciones que cumple el proceso de Due Diligence es determinar el precio definitivo del negocio. Las partes pueden acordar el precio por las acciones, sujeto a los ajustes en menos que correspondan en función de lo que surja del Due Diligence realizado por el comprador. En estos casos también se prevé un montó máximo hasta el cual se puede disminuir el precio y por menos de esa cifra, se puede prever que el vendedor tiene la opción de no realizar el negocio o que las partes deberán renegociar el precio acordado.

En base a los resultados del Due Diligence, el comprador también puede determinar qué garantías y por qué montos va a exigir al vendedor ante la aparición de la efectiva exigibilidad de los pasivos contingentes encontrados en el Due Diligence y eventuales pasivos ocultos. También se va a determinar la inclusión de declaraciones y garantías, condiciones y compromisos de las partes, así como de consentimientos de terceros en

caso de ser necesarios.

Ferraro Mila[15] expresa que, en esencia, el proceso de due diligence tiene un doble objetivo: asegurar una justa evaluación de los activos contenidos en el balance, en especial los bienes, derechos y créditos existentes, su exigibilidad y condiciones que pudieran afectarlos y corroborar todos los pasivos y contingencias que pudieran afectar los negocios de la target hayan sido identificados y evaluados en forma veraz y correcta, e incluidos en los estados contables y documentación vinculada a ellos o anexa al convenio y tomados en consideración para determinar el precio del paquete accionario.

A los efectos de realizar el Due Diligence, los asesores del comprador presentan a los vendedores lo que se denomina “el Due Diligence List”, en la cual se solicita la entrega de documentación e información que será analizada por los asesores del comprador.

Normalmente se solicita documentación e información sobre los aspectos que resumimos a continuación:

I. CUESTIONES SOCIETARIAS: estatutos con su aprobación, inscripciones y publicaciones, así como todas sus reformas y comunicaciones a la AIN; libros de actas de asamblea, directorio, comisión fiscal, registro de accionistas y registro de acciones; detalle de las acciones, tipos, derechos y gravámenes sobre las mismas; existencia de Debentures, Obligaciones Negociables, Aportes Irrevocables, Opciones, Warrants o cualquier derecho que por cualquier causa pudiera dar derechos convertibles en acciones; lista de autoridades de la sociedad, integración del directorio y órgano de control interno; convenios de accionistas, convenios de aportes; contratos de management, etc.

II. CUESTIONES COMERCIALES, CONTRATOS Y ESTADOS INANCIEROS: copia de los Estados Contables anuales o trimestrales auditados, aprobados y presentados a las pertinentes autoridades de contralor de los últimos 5 años. Libro Diario y Libro Inventario; contratos con proveedores de bienes y servicios; licencias, concesiones, permisos, aprobaciones u otras autorizaciones otorgadas la Compañía, acompañando copia de los documentos de los cuales surgen dichas licencias, concesiones, etc.; contratos de agencia, distribución, “franchise”, fabricación, licencia o acuerdos similares relacionados con la Compañía, y de cualquier otro contrato en que la Compañía sea parte que no estén incluidos en otro punto particular del presente listado; contratos u obligaciones con personas o compañías relacionadas a los vendedores, accionistas, directores, funcionarios o gerentes de la Compañía; lista de todos los apoderados de la Compañía; personas o empresas que brindan asesoramiento legal, contable, impositivo, publicitario, técnico, en materia de sistemas, administración, ecología u otros, sin relación de dependencia con la Compañía con un detalle de las condiciones comerciales en que se brinda dicho asesoramiento y copia de la documentación respaldatoria; detalle de la totalidad de entidades financieras con que opera la Compañía, aclarando número de cuenta, descubierto autorizado, sucursal y apoderados con firma autorizada.

III. PASIVOS: detalle del endeudamiento financiero de la Compañía, contratos de préstamo, leasing, líneas de

crédito u otras facilidades financieras a los cuales la Compañía tiene acceso, se hayan utilizado o no; detalle del endeudamiento comercial de la Compañía, identificando cuales son las principales obligaciones comerciales habituales de la Compañía; detalle de garantías a favor de terceros otorgadas por la Compañía u otros pasivos de naturaleza contingente.

IV. ACTIVOS: INMUEBLES: títulos de propiedad, así como también certificados de dominio; contratos de alquiler, comodatos, permisos de uso, o concesiones, y detalle la fecha de expiración de dichos contratos; autorizaciones administrativas que acrediten la habilitación para la utilización de los inmuebles, para el fin que son utilizados; existencia de gravámenes sobre los inmuebles (indicando si se deben a saldo de precio de compra o garantía por otras deudas de la Compañía) como así también si tienen deudas por falta de pago de contribuciones de mejoras; OTROS ACTIVOS: título de los demás bienes del activo fijo (tales como motores, maquinarias e instalaciones) de propiedad de la Compañía e indique si consta algún gravamen sobre ellos, señalando si el mismo se debe a saldo de precio de compra o garantía por otras deudas de la Compañía; detalle cualquier otro activo significativo de la Compañía, incluyendo acciones de otras compañías. PROPIEDAD INDUSTRIAL E INTELECTUAL: copia de todos los registros de patentes, modelos de utilidad, marcas de producto o de servicio, software, licencias, diseños y modelos industriales y similares registrados por la Compañía, y de los no registrados por la Compañía y utilizados por ella; informe si la Compañía tiene registrado su nombre de dominio, y en el caso que tenga más de uno, acompañe un listado de dichos registros.

V. CUESTIONES LABORALES Y PREVISIONALES: certificado de contador de la Compañía detallando: (i) la cantidad de personal en relación de dependencia; (ii) el estado de cumplimiento de las obligaciones de pago de remuneraciones y adicionales, indicando si existe mora y en tal caso los montos; (iii) el estado de cumplimiento de las obligaciones de aportes y contribuciones previsionales y sindicales del personal, indicando si existe mora y en tal caso los montos totales adeudados; (iv) si los libros exigidos por la legislación laboral se encuentran llevados en legal forma; (v) si surgen pagos que no se hubieren registrado en los mencionados libros laborales, señalando en caso afirmativo los conceptos y montos de cada pago. Indicación del lugar donde se encuentran los legajos personales con toda la documentación correspondiente; libros laborales, certificado común de BPS y certificado de BSE así como planilla de trabajo y contratos de trabajo; informe sobre la cantidad de personal contratado por intermedio de agencias de servicios eventuales, si los hubiere; convenios colectivos aplicables al personal, la cantidad de personal comprendido en cada uno de ellos y la cantidad de personal fuera de convenio; beneficios especiales de condiciones de trabajo o de otra naturaleza; listado del personal que se encuentra gozando de: (i) licencias gremiales por desempeños de cargos electivos, (ii) licencias por razones de enfermedad, (iii) cualquier otra licencia prevista o no en la ley laboral aplicable y/o los convenios colectivos de trabajo. Proporcione una breve explicación de cada uno de los casos; copias de los contratos firmados con prestadores de servicios (vigilancia, comedor, limpieza, etc.) si los hubiere y cantidad de personal utilizado por ellos; listado de los juicios o reclamos administrativos concluidos en los últimos 3 años relacionados al personal de la empresa; personal con funciones gremiales, nombre, apellido, fecha de designación y vencimiento del mandato. Haga un listado del personal con garantía gremial, nombre, apellido y fecha vencimiento de la estabilidad; acompañe un listado de accidentes de trabajo ocurridos y enfermedades profesionales alegadas en los últimos 5 años, señalando su severidad.

VI. IMPUESTOS: informe sobre determinaciones tributarias de oficio; sobre la existencia de verificaciones o fiscalizaciones por parte de autoridades impositivas nacionales y municipales en los últimos 10 años. Estado del trámite, informe sobre la utilización de regímenes de promoción nacional; confirme que se han presentado las

declaraciones juradas correspondientes en los últimos 10 años y proporcione copia de las mismas con sus correspondientes boletos de pago y papeles de trabajo.

VII. MEDIO AMBIENTE: copia de todas las habilitaciones y permisos de autoridades con facultades de control en temas relativos a medio ambiente y en particular, en cuanto se refieran a disposición de residuos de la Compañía.

VIII. LITIGIOS: listado de todos los litigios efectivamente iniciados por o en contra de la Compañía, ya sea en sede administrativa o judicial cualquiera fuera su jurisdicción (detallando cuál sea), con un resumen de las cuestiones debatidas, y aclarando la material (laboral, impositiva, juicios de apremio, daños y perjuicios, reclamos por daños personales, antitrust, etc.), estado procesal y estimación de resultado favorable o desfavorable para la Compañía, a valores corrientes a la fecha del informe e incluyendo en el cálculo las costas y costos pagaderos a la Compañía, o por ésta a las respectivas contrapartes o a los abogados, peritos u otros profesionales de la Compañía. Indique el tribunal o repartición administrativa donde tramitan.

...Seguir leyendo en PDF