

## **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<sup>1</sup> 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<sup>2</sup>, 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<sup>3</sup>, 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<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup>

Ferraro Mila<sup>6</sup> 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 continua y sin restricciones, y que es, como en la especie, transferible, también sin restricciones y en su totalidad (junto con la universitas

---

<sup>1</sup> Martorell, “Paquetes” Accionarios de “Mega Empresa”: Problemática derivada de su transferencia, La Ley, T. 1999-A, Sec. Doctrina, pg. 802.

<sup>2</sup> Roca, Transferencia de paquetes accionarios, El Derecho No. 9.

<sup>3</sup> Lovagnini, Consideraciones acerca de la transferencia de paquetes accionarios, La Ley No. 57, 21/3/2000.

<sup>4</sup> García Tejera, Compraventa de acciones, El Derecho T. 116, pg. 145.

<sup>5</sup> Suárez Anzorena, Paquetes accionarios, RCDO 1990 T. A, pg. 434.

<sup>6</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 16.

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 adquiriera 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<sup>7</sup> 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

---

<sup>7</sup> Wilson & Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions 2<sup>nd</sup> Edition, University Casebook Series, pg. 641 y ss.

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 transmitan 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 incorporeales 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 caso 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<sup>8</sup> 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.

---

<sup>8</sup> Mezzera – Rippe, Curso de derecho comercial, T. III, pg. 86.

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<sup>9</sup> 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<sup>10</sup> 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<sup>11</sup>, 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.<sup>12</sup>

## **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 cuanto 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 mandato 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).

---

<sup>9</sup> Gasperoni, Las acciones de las sociedades mercantiles, Madrid 1950, pg. 220.

<sup>10</sup> Nissen, Ley de sociedades comerciales, T. 3, pg. 250.

<sup>11</sup> Martorell, Tratado de los contratos de empresa, T. III, pg. 26.

<sup>12</sup> Martorell, Tratado de los contratos de empresa, T. III, pg. 27.

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 extiende 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 Memorandum 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<sup>13</sup>, 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<sup>14</sup> 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.**

---

<sup>13</sup> Vitolo, Sociedades Comerciales, T. III, pg. 693.

<sup>14</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 62.

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 cuanto 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 comunicados 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 monto 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<sup>15</sup> 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

---

<sup>15</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 62.



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.

**IX. SEGUROS:** informe sobre la existencia de pólizas de seguros vigentes que cubran riesgos que afecten a los activos fijos e inmuebles, acompañando copia de pólizas respectivas de los recibos de pago de las primas correspondientes de los últimos 3 años; indique las pólizas de seguros, si las hubiere, vigentes en los últimos cinco años, que cubran las contingencias derivadas de enfermedades profesionales, enfermedades accidentes y accidentes de trabajo (Ley de accidentes de trabajo), con la certificación contable de que los pagos de las primas correspondientes han sido oportunamente abonadas; detalle cualquier otra póliza de seguros vigente, incluyendo especialmente, en caso de corresponder, seguro de responsabilidad civil. Acompañe los recibos de pago correspondientes para los últimos 3 años.

En función de la extensión del Due Diligence, el vendedor pretenderá no ser responsable por los aspectos estudiados, entendiendo que el comprador debe asumir el riesgo sobre las situaciones analizadas, en la medida que las ha podido analizar. Por su parte, el comprador va a considerar que la realización del Due Diligence no implica la exoneración de la responsabilidad del vendedor por eventuales pasivos o contingencias.

### **5.3.3 Profesionales intervinientes.**

En la medida que en el Due Diligence se analizan diferentes aspectos relativos a la sociedad cuyas acciones se van a adquirir, es necesario que intervengan abogados, escribanos y contadores.

Los abogados analizarán los aspectos legales y contratos relativos a la operativa de la sociedad. A su vez puede ser necesario contar con abogados que se especialicen en diferentes áreas: laboral, seguridad social, societario, propiedad industrial, medio ambiente, etc.

Los escribanos normalmente trabajan sobre los aspectos relativos a los títulos de inmuebles, automotores, naves, etc.

Los contadores analizan los aspectos tributarios, especialmente referidos a los pagos de tributos recaudados por la DGI y el BPS. También van a analizar los balances presentados por el vendedor y podrán auditar aspectos puntuales relativos al negocio o el balance en forma completa a los efectos de determinar la veracidad, valuación, existencia, integridad de las operaciones de los activos y pasivos de la sociedad.

Los riesgos vinculados a la utilización de sistemas informáticos y el correcto manejo de licencias de software, implica que muchas veces también se deba incluir en el equipo que realiza el Due Diligence a profesionales especializados en esta materia.

#### **5.3.4 El “Closing” o cierre de la operación.**

Ya sea que se celebra un contrato de compraventa de acciones o una promesa de compraventa de acciones, se deberán cumplir una serie de actos para los cuales se otorga a las partes un plazo, luego del cual se debe realizar el cierre de la operación o “Closing”. Podemos mencionar a modo de ejemplo, la realización del Due Diligence, la obtención de determinados permisos o autorizaciones de órganos reguladores como por ejemplo temas vinculados a medio ambiente o defensa de la competencia, puede quedar pendiente la operación a que el comprador logre el financiamiento necesario para realizar la misma, etc.

Realizado el Due Diligence y cumplidas todas las condiciones resolutorias en caso de que se haya firmado una promesa de compraventa de acciones o las condiciones suspensivas en la medida que se haya celebrado un contrato definitivo de compraventa de acciones, se deben realizar una serie de actos que se incluyen dentro del “Closing” de la operación.

Los actos típicos a realizar el momento del “Closing” son:

- a) Firma del contrato de compraventa de acciones en caso de que se haya realizado una promesa de compraventa de acciones, o de un documento en el cual se deja constancia del cumplimiento de todas las condiciones establecidas en el contrato de compraventa de acciones ya celebrado.
- b) Celebración de una asamblea extraordinaria de accionistas resolviendo la designación de los nuevos integrantes del directorio de la sociedad. Asimismo se puede establecer que se aprueba la gestión de los directores salientes y se firman cartas de los directores salientes en la cuales declaran que nada tienen que reclamar contra la Sociedad por su actuación como directores.
- c) Se realizar la entrega física de los títulos accionarios, que pueden estar en poder del vendedor o de un depositario, contra el pago efectivo del precio. En este

punto se debe tener en cuenta que si existen suscripciones de capital pendientes de integración o aportes irrevocables realizados a cuenta de futuras integraciones, se deberán además transferir los mismos a los compradores. En caso de que existan certificados provisorios, también deberán ser transferidos a los compradores, dado que de acuerdo a lo previsto por el artículo 298 de la LSC, otorgan a sus tenedores los mismos derechos y obligaciones que a los accionistas.

- d) Se entrega toda la documentación societaria, contables y fiscal de la sociedad: libros de actas, libros contables, declaraciones juradas, certificados, planilla de trabajo, títulos de propiedad de bienes inmuebles, muebles, propiedad intelectual, etc.
- e) Se entregan las autorizaciones obtenidas de entes reguladores.
- f) Se deberán revocar los poderes existentes a la fecha, a los efectos de que no puedan continuar obligando a la sociedad apoderados designados por los vendedores. En caso de ser necesario, se otorgarán nuevos poderes a las personas que designen los compradores.
- g) Se modifican los registros y autorizados para firmar ante las instituciones bancarias con que opera la sociedad.
- h) En caso de existir garantías personales otorgadas por los accionistas vendedores o los directores salientes, se deberá proceder a sustituir a los garantes.
- i) Si existen utilidades o reservas libres y se estableció que los vendedores retirarían parte de las mismas a la fecha de cierre, se procede al retiro.
- j) En la medida que no se transfieran la totalidad de las acciones de la sociedad, es normal que se celebre un convenio de accionistas entre vendedor y comprador a los efectos de regular el relacionamiento de los accionistas con relación a la sociedad y su funcionamiento.

Dentro de las cláusulas típicas a incluir en estos convenios, podemos mencionar:

- Forma de integración del directorio, para asegurar al minoritario la participación efectiva en el directorio;
  - Mayorías especiales para adoptar ciertas decisiones por el directorio y por la asamblea, en las cuales sea necesario contar con el voto del accionista minoritario.
  - Limitaciones o preferencias a la compra y venta de acciones: opción preferente de compra, opción de venta, opción de compra, obligación de venta, derechos de Tag Along, derechos de Drag Along, etc.
  - Obligación de no competencia.
  - Relaciones con afiliadas y controladas.
- k) Celebración de contratos de trabajo o arrendamientos de servicios con los vendedores o los directores, a los efectos de que continúen prestando sus servicios a la Sociedad. En muchas oportunidades en la que las acciones son

adquiridas por inversores extranjeros que no tienen manejo y conocimiento del mercado local, necesitan que determinadas personas claves en la organización del negocio continúen prestando sus servicios a la sociedad, y esto lo logran mediante la celebración de contratos de trabajo o de arrendamientos de servicios.

#### **5.4 Principales cláusulas del contrato de compraventa de paquetes accionarios.**

Al no existir una regulación específica integral aplicable a este tipo de contrato, las partes tendrán libertad para pactar las cláusulas que entiendan más convenientes para proteger sus intereses. Uno de los principales aspectos a tener en cuenta y que genera las negociaciones más complejas es la regulación de los pasivos ocultos, contingencias, garantías y responsabilidad de los vendedores. En la medida que mediante la adquisición de las acciones, se está adquiriendo el control sobre un patrimonio y una empresa en marcha que continuará funcionando y deberá soportar los pasivos presentes y los que se hayan generado en el pasado, la aparición de pasivos no considerados o no conocidos por el comprador al momento de realizar el negocio, pueden afectar seriamente la equivalencia planteada al momento de acordar el precio. En función de lo anterior, se torna fundamental en la negociación y celebración de estos negocios los conocimientos y experiencia que tengan los asesores profesionales de las partes, para defender adecuadamente sus intereses.

En la medida que prima la autonomía de la voluntad para la celebración del contrato de compraventa de acciones, es frecuente que los contratos vengán redactados de acuerdo a los modelos que se utilizan en el exterior y muchas veces en el idioma del comprador. Esto muchas veces implica la utilización de una serie de expresiones o conceptos que tienen un determinado significado e interpretación en el exterior, que puede ser diferente al que se le da en nuestro país. Esto podría no ser un problema, si al contrato queda sujeto a la ley del lugar dónde se hizo el contrato y sujeto a esa jurisdicción. En caso de que la ley aplicable al contrato sea la ley Uruguaya y quede sujeto a los tribunales Uruguayos, la utilización de expresiones o conceptos no frecuentes para nuestro país puede presentar complicaciones.

A continuación analizaremos las principales cláusulas del contrato de compraventa de paquetes accionarios, lo que no significa que también se incluyan en este tipo de contrato, todas las cláusulas de estilo que refieren a: comparecencia, antecedentes, notificaciones, domicilio, mora, etc.

##### **5.4.1 Definiciones.**

A los efectos de simplificar la redacción e interpretación del contrato, es frecuente en este tipo de acuerdo definir una cantidad de términos que se utilizarán en forma recurrente en el contrato y de esta forma se establece claramente que significan esos términos. Por lo general se definen los siguientes términos: comprador, vendedor, acciones, fecha de cierre, pasivos ocultos, contingencias, la sociedad, estados contables, etc.

##### **5.4.2 Objeto del contrato: las acciones.**

El objeto del contrato de compraventa de acciones describe la estructuración de la operación y el precio que se abonará por las acciones. Normalmente se establece que se transfieren las acciones así como todos sus derechos, pasados y futuros. También es posible que las partes puedan acordar libremente qué sucede con los dividendos que se vayan a distribuir en el futuro. Se puede pactar que al cederse las acciones, se ceden todos los derechos sobre dividendos que se hayan generado en utilidades pasadas o futuras. También sería posible que el vendedor se reserve el derecho a cobrar los dividendos que se distribuyan, que hayan tenido origen con anterioridad la venta de las acciones.

En la Sentencia de la Sala B Cámara Nacional de Comercio de 1964 citada por Roca<sup>16</sup>, se vende un “paquete” que no era mayoritario y se reserva para el vendedor las utilidades que resultaran del ejercicio en curso, por el periodo del ejercicio que tuvo la calidad de accionista y una vez que la asamblea aprobase el balance. Cuando la asamblea aprueba el balance al final del ejercicio, existen resultados positivos, pero en lugar de resolver la distribución de utilidades, se resuelve destinarlos a la creación de una reserva especial. El vendedor reclama la parte que entendía le correspondía a sus utilidades. No se hace lugar al reclamo entendiendo que la resolución de la sociedad, persona jurídica independiente del demandado, no se le puede imputar al demandado y hacerlo responsable. Además se establece que la resolución de la sociedad, pudo haber perjudicado o beneficiado a cualquiera de las partes y que las partes del contrato de compraventa de acciones no vincularon su actuar al de la sociedad. La venta de las acciones no importa compromiso alguno en el actuar de la sociedad, salvo que expresamente se hubiere pactado y consentido por la sociedad.

Son aplicables a las reservas libres, las mismas consideraciones que realizamos respecto de los dividendos. En la medida que las reservas libres, son utilidades retenidas por decisión de los órganos sociales, y pueden ser distribuidas a los accionistas, se podría pactar entre vendedor y comprador que sucede en caso de que se distribuyan las mismas.

También es prudente incluir en el objeto del contrato, que se transfieren además de las acciones, todos los derechos del vendedor relativos a la suscripción de acciones así como sobre aportes irrevocables, capitalizaciones pendientes de instrumentación, capitalización de rubros patrimoniales existentes a la fecha de cierre y originados antes de la fecha de cierre y acciones pendientes de emisión.

Los derechos de suscripción permiten a su titular realizar los aportes pactados y exigir a la sociedad la entrega de las acciones como contrapartida, por lo tanto es importante que en caso de que existan derechos de suscripción, sean cedidos al comprador para que pueda realizar las integraciones pendientes y que se le entreguen las acciones correspondientes.<sup>17</sup> En caso de que no se transfieran los derechos de suscripción que existan, el vendedor podría luego integrar los aportes suscritos y convertirse en accionista de la sociedad. En el caso de que se esté adquiriendo la totalidad de las acciones de la sociedad por el comprador, si luego el vendedor puede integrar aportes y obtener acciones, el comprador dejará de ser el titular del 100% de las acciones, por lo

---

<sup>16</sup> Eduardo Roca, Transferencia de paquetes accionarios, El Derecho No. 9.

<sup>17</sup> Lapique, El accionista en la sociedad anónima, FCU, pg. 41 y ss.

que es fundamental analizar si existen derechos de suscripción y que estos sean debidamente cedidos al comprador.

Hemos sostenido que los aportes irrevocables a cuenta de futuras integraciones deben ser considerados un pasivo de la sociedad y por lo tanto no deben ser registrados en el patrimonio de la sociedad y no otorgan a su titular derechos como accionista, dado que quién los ha realizado es un acreedor.<sup>18</sup> En la medida que existan aportes irrevocables a cuenta de futuras integraciones, deberían ser cedidos por su titular al comprador de las acciones o sino ser efectivamente incorporados al capital de la sociedad, mediante el procedimiento de capitalización de pasivos, que es un aumento real de capital integrado.<sup>19</sup> Si no se realiza la cesión de los aportes irrevocables o se capitalizan, el titular de los mismos podrá solicitar a la sociedad que se pronuncie sobre la capitalización de los mismos o que se proceda a su devolución.

Si existen capitalizaciones pendientes de instrumentación (por ejemplo existe la resolución de asamblea pero no se ha inscripto el aumento de capital contractual en el Registro Nacional de Comercio, publicado y comunicado a la AIN) o acciones pendientes de emisión, se debería proceder a instrumentar las mismas a los efectos de poder emitir las acciones correspondientes e incluirlas dentro de las acciones a ser transferidas. En caso de no ser posible realizarlo antes de la transferencia de las acciones, se debe pactar la cesión de los derechos que correspondan a esas capitalizaciones o establecer que las acciones a ser emitidas serán entregadas al comprador.

Es fundamental analizar si las acciones han sido debidamente emitidas. Nos referimos en este caso a que se hayan cumplido los diferentes requisitos y trámites para la emisión de las acciones. Por ejemplo, si se han realizado aumentos de capital integrado por nuevos aportes, que se hayan resuelto por el órgano social competente cumpliendo las diferentes formalidades que establece la LSC y no existan impugnaciones pendientes de resolución, que exista capital contractual suficiente, que se haya formulado el balance especial previsto por el artículo 287 de la LSC y realizadas las capitalizaciones preceptivas previstas por dicho artículo, que se haya otorgado el derecho de preferencia y derecho de receso a los accionistas que no participan del aumento de capital (artículo 326 y 362 de la LSC), que se haya comunicado el aumento a la Auditoría Interna de la Nación, que se hubieren emitido las acciones con prima de emisión, etc.

### **5.4.3 Precio y forma de pago.**

El precio puede ser pactado en la moneda que entienda conveniente las partes y puede ser abonado en su totalidad al momento del “Closing” o puede quedar un saldo de precio a abonar, que normalmente se utiliza como garantía por eventuales pasivos ocultos o contingentes de la sociedad.

El precio puede estar determinado por las partes (precio fijo) o puede estar sujeto a determinación (precio contingente) según verificaciones que se deban realizar sobre los estados contables considerados para realizar la compraventa, en base a la efectiva

---

<sup>18</sup> Lapique, El accionista en la sociedad anónima, FCU, pg. 77 y ss.

<sup>19</sup> Para un desarrollo detallado de la capitalización de pasivos, ver Lapique, El capital de las sociedades anónimas, 2da Edición, FCU, pg. 63.

realización de ciertos activos en un plazo fijado por las partes o en función de utilidades futuras que tenga la sociedad.

En ciertos casos se pacta un precio en base a un balance realizado y presentado por los vendedores, que se considera parte integrante del contrato y se incluye como anexo. En la medida que el comprador, una vez que toma el control de la sociedad, determine inexactitudes en los activos o pasivos presentados en el balance, se puede establecer que las diferencias encontradas serán descontadas del saldo de precio a abonar si es que existe (precio a determinarse). En caso de que no exista saldo de precio, se puede establecer la responsabilidad de los vendedores por las diferencias. Otra posibilidad es la realización de una auditoría independiente, por una firma de primera línea aceptada por el comprador y el vendedor y que las diferencias que se detecten en el balance, deban ser de cargo del vendedor. Pueden existir casos en los cuales se realice una auditoría sobre aspectos fundamentales de los estados contables, que son los que pueden hacer variar el precio de la operación.

A los efectos de garantizar el efectivo pago del saldo de precio, es normal preñar las acciones a ser enajenadas. En estos casos la prenda puede ser sobre la totalidad de las acciones que se enajenan o sobre una parte, que podrá ser proporcional al saldo de precio. Es habitual realizar una prenda con desplazamiento, designándose a un tercer como depositario de las acciones, con la obligación de entregarlas al comprador contra la acreditación del pago del saldo de precio. En estos casos es importante regular en forma detallada la titularidad de los derechos económicos y políticos correspondientes a las acciones preñadas (artículo 309 de la LSC), debido a que se pueden pactar previsiones específicas sobre ejercicio del derecho del voto, utilidades, etc. A los efectos de instrumentar la prenda y la liberación de los títulos accionarios contra los pagos pactados, puede ser conveniente emitir tanto títulos accionarios, como cuotas corresponda abonar, a los efectos de poder ir liberando cada título contra el pago de cada cuota.

Otra opción para garantizar el pago del saldo de precio, es la utilización de un fideicomiso de administración y garantía, mediante el cual se instruye al fiduciario a realizar los pagos al vendedor en los plazos pactados y ante el cumplimiento de las condiciones establecidas.

La afectación del precio al pago de eventuales pasivos ocultos o contingencias será analizado más adelante al referirnos a los pasivos ocultos.

#### **5.4.4 Declaraciones y garantías contractuales.**

El propósito primordial de la inclusión de declaraciones y garantías contractuales es el de focalizar la atención de las partes en los negocios y en la situación patrimonial de la sociedad, principalmente para identificar y estipular contractualmente cualquier problema, pasivo o contingencia que pudiera existir, así como para trasladar el riesgo de lo desconocido a la parte que se encuentra en mejor posición para conocerlo o que está dispuesto a asumirlo.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 50.



Lo declarado y garantizado por el vendedor sirve a los efectos de determinar eventuales responsabilidades por la inexactitud de lo declarado o por la omisión de declarar determinadas situaciones. Por lo general se establece una cláusula genérica en la cual el vendedor expresa que todo lo declarado es cierto y que no se ha omitido declarar ningún aspecto que estuviera en su conocimiento. Las declaraciones, son afirmaciones sobre diferentes aspectos relativos a la sociedad y al vendedor, que se realizan en forma absoluta, estableciéndose por lo general en anexos las excepciones a lo declarado. Por eso es que los Anexos deben ser considerados parte integrante del contrato de compraventa de acciones.

El contenido típico de las declaraciones y garantías del vendedor está excelentemente resumido por Ferraro Mila<sup>21</sup>:

- 1) Constitución, capacidad, capital social y estatutos: se declara que: (i) la *target* ( y según el caso, la vendedora) está válidamente constituida, goza de capacidad legal suficiente para realizar los negocios que constituyen su objeto social y sus libros y documentos societarios son llevados en debida forma y de conformidad con las leyes aplicables; (ii) el contenido de los estatutos sociales no ha sido modificado ni existen actos pendientes de inscripción; (iii) el capital social de la *target* es el que figura en el estatuto y el paquete que se transfiere representa un determinado porcentaje de éste; (iv) el vendedor es el propietario de las acciones, que están válidamente emitidas y libres de cargas o gravámenes que pudieran impedir su adquisición por el comprador o que restrinjan los derechos patrimoniales y políticos inherentes a ellas; y (v) no existen aumentos de capital pendientes de inscripción.
- 2) Órganos societarios, poderes otorgados y derechos de terceros: se declara: (i) que los órganos societarios (asamblea, directorio) de la *target* han emitido resoluciones válidas, que no se encuentra pendiente de inscripción acto social alguno, ni sujetos a impugnaciones o nulidades; (ii) el estado vigencia de los poderes otorgados por la *target*; y (iii) que la celebración del contrato de transferencias del paquete accionario, no incumple obligación legal o contractual alguna con terceros.
- 3) Estados financieros y libros de comercio: se declara que: (i) la información contenida en los estados contables auditados de la *target* es veraz, correcta y completa en todos sus aspectos; (ii) éstos han sido confeccionados de acuerdo con las normas contables generalmente aceptadas en la República Argentina y con criterios uniformes y consistentes con períodos anteriores; y (iii) representan cabalmente la situación económico-financiera de la *target* a la fecha de transferencia.
- 4) Operaciones habituales y pasivos: se declara que: (i) la *target* no ha enajenado activos desde determinada fecha, ni los ha adquirido por un valor superior a determinada cuantía (o por encima de su valor de mercado); (ii) la *target* no ha aprobado ni distribuido dividendos a partir de determinada fecha, ni efectuando pagos distintos de los ordinarios en el “curso habitual de los negocios”; y (iii) no existe ningún pasivo impago de la *target* “fuera del curso habitual de los negocios”, que no esté incluido en los estados contables auditados o en la documentación anexa al contrato, o para las que no se haya hecho reserva suficiente, incluyendo sin limitación, obligaciones impositivas, laborales y de previsión social. En cuanto a las garantías por pasivos y su alcance, conforme a lo establecido en los art. 1197, 2166, 2167 y concs., las partes pueden aplicar o limitar contractualmente el

---

<sup>21</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 113 y ss.

concepto de “pasivo”, establecido, por ejemplo, (i) que aun en el caso de que el pasivo hubiera sido conocido, será cubierto por el vendedor, o (ii) que aquellos pasivos conocidos o contingentes por debajo de un determinado monto serán asumidos por el comprador, o bien (iii) que ciertos pasivos contingentes en particular serán asumidos por alguna de las partes. Asimismo, puede estipularse en forma complementaria una garantía de consistencia patrimonial que establezca que el patrimonio neto de la target en cierta fecha asciende a una determinada suma. Finalmente, dependiendo del método de valuación adoptado para el paquete accionario, puede incluirse en el contrato una garantía vinculada al ejercicio anual y a las utilidades de la target, incluyendo, llegado el caso, referida a ganancias previsible futuras, vinculando así directamente las declaraciones y garantías contractuales con el criterio utilizado para la determinación del precio de compra del paquete accionario.

- 5) Principales contratos: se declara que: (i) los contratos concertados ciertos terceros (v.gr., clientes, proveedores, distribuidores, etc) son todos los necesarios para el desarrollo de los negocios de la target, y que no existen otros contratos necesarios a tal efecto que no hubieran sido declarados; (ii) ninguno de dichos convenios contiene términos inusuales a los de mercado, o es por un valor superior a determinada suma, ni contiene cláusulas de rescisión o penalidades a determinada cuantía, ni han sido modificados por comunicaciones entre las partes, ni tiene una duración mayor a la establecida; (iii) la target no ha cumplido contratos de los que es parte, ”ni tiene conocimiento de que tal incumplimiento se haya producido o vaya a producirse”; y (iv) las cuentas a cobrar se derivan de transacciones concertadas de buena fe y del “curso habitual de los negocios”, y se han constituido las provisiones oportunas”.
- 6) Propiedad intelectual e industrial: se declara que toda la propiedad industrial susceptible de inscripción está debidamente registrada, sin que la target o los vendedores tengan conocimiento que tales registros violen derechos ajenos o hayan recibido reclamos por este concepto.
- 7) Activos muebles e inmuebles: en este apartado, suelen hacerse declaraciones de dos tipos: (i) jurídicas, garantizando que la target dispone de título suficiente sobre los bienes muebles e inmuebles que en su caso se detallan en un anexo, y que no existen gravámenes a favor de terceros sobre ellos, salvo por los consignados expresamente, llegado el caso; y (ii) relativo al estado de los bienes, en cuanto a que éstos son susceptibles de cumplir con la finalidad ordinaria a la que se destinan, sin más defectos que la que se destinan, sin más defectos que los que provienen del desgaste normal de su uso.
- 8) Seguros: se declara que: (i) la target cuenta con seguros en vigencia y son suficientes para cubrir los riesgos del desarrollo de sus operaciones; y (ii) las primeras están pagas en su totalidad, no se registran deudas pendientes y se desconoce que el asegurador prevea la cancelación de los contratos, la no renovación a su vencimiento en términos similares a los contratos actualmente, o el aumento de las primas.
- 9) Normativo aplicable, licencia y autorizaciones: se declara que la target: (i) ha cumplido con la normativa aplicable a su actividad (nacional, provincial y municipal); y (ii) tiene todos los premises, licencias, autorizaciones y habilitaciones suficientes para llevar a cabo sus actividades, de acuerdo con una relación que se acompañe en anexo.
- 10) Incumplimiento de normativa y contratos con terceros: se declara que la celebración del contrato de transferencias del paquete accionario y el cumplimiento

de sus términos y condiciones, no violan ni implican incumplimiento: (i) de orden judicial o administrativa alguna, norma o regulación aplicable al vendedor (o a la target, llegado el caso), ni (ii) de cualquier convenio o instrumento respecto del cual el vendedor (o a la target, llegado el caso) es parte, ni de sus estatutos sociales.

- 11) Litigios y reclamos: salvo los que expresamente hayan sido puestos en conocimiento del comprador (y detallados en un anexo al contrato), se manifiesta inexistencia de reclamos extrajudiciales, procedimientos arbitrales, acciones judiciales o administrativas pendientes, ni se espera el planteamiento de éstos.
- 12) Relación con directivos y empleados: se declara que desde la fecha de los correspondientes estados contables auditados, la target no ha incrementado remuneraciones, asumido ningún tipo de planes de pensión, garantías, bonificaciones o gratificaciones a favor de sus empleados, funcionarios, directores o síndicos, pasados actuales, así como ninguna obligación relativa a indemnizaciones de cualquier naturaleza a favor de sus empleados, funcionarios, directores, síndicos o asesores, excepto llegado el caso por lo indicado en un anexo al convenio. Asimismo, suele declararse que la target no adeuda suma alguna en concepto de horarios a los integrantes del directorio ni de la sindicatura, así como tampoco a sus asesores, excepto lo indicado en el correspondiente anexo, llegado el caso.
- 13) Veracidad de la información: se declara finalmente que la información sobre la target provista comprador por el vendedor y sus asesores, incluyendo cualquier documentación anexa al contrato, es y será a la fecha de la transferencia del paquete accionario (o del cierre), completa, veraz y auténtica, y no omitirá a dicha fecha, mencionar ningún hecho, pasivo o contingencia que sea “razonablemente” necesario informar al comprador, o que pudiera desvirtuar de forma “significativamente adversa” las condiciones de contratación, en particular la determinación del precio del paquete accionario. Asimismo, suele manifestarse que las declaraciones formuladas en el contrato (i) “son veraces, correctas y completas en todos sus aspectos sustanciales” y (ii) “carecen de manifestaciones erróneas o declaraciones falsas por parte de los vendedores o de la target, ni se han omitido hechos necesarios para que tales manifestaciones o declaraciones pudieran llevar a confusión o a un malentendido”.
- 14) Exclusión de compromisos implícitos: a fin de enmarcar su grado de responsabilidad, el vendedor suele declarar que, aparte de los compromisos, declaraciones o garantías expresados en el contrato, no asume responsabilidad por otro tipo de contingencias, y que no se garantiza ningún otro estado de hecho o de derecho. Para asegurar la efectividad de esta cláusula de cierre, las partes suelen declarar que las condiciones de la operación contenidas en el contrato contienen todos los compromisos asumidos, y que las – eventuales- declaraciones o garantías realizadas durante la etapa de la negociación, que no estuvieran contenidas en el documento final, no son vinculantes.
- 15) Declaraciones y garantías del comprador: por su parte, el comprador suele manifestar y garantizar al vendedor que: (i) tiene capacidad suficiente para adquirir las acciones y pagar el precio, y (ii) la celebración del contrato de transferencias y el cumplimiento de sus términos y condiciones, no violan ni implican incumplimiento de orden judicial o administrativa alguna, norma o regulación aplicable al comprador, ni de cualquier acuerdo o instrumento respecto del cual el comprador es parte, o de sus estatutos sociales.  
Finalmente, debe señalarse que los anexos al contrato de transferencia suelen incluir cualquier excepción a las declaraciones y garantías anteriores, o bien

información adicional o detallada sobre ella. De ahí la importancia de vincular dichos anexos como parte integral del contrato de transferencia y como soporte documental de la auditoría de compra (due diligence), eventualmente realizada.

El comprador normalmente garantiza que tiene la capacidad para celebrar el negocio y que la celebración del mismo no implica la violación o incumplimiento de una orden judicial o administrativa.

#### **5.4.5 Condiciones y compromisos.**

En los casos en que se celebra el contrato definitivo de compraventa y se difiere el “Closing”, se establecen una serie de condiciones y compromisos que deben ser cumplidas para que se proceda al “Closing” de la operación. En el caso de que la operación se estructure como una promesa de compraventa, las condiciones y compromisos deberán estar cumplidos para el momento de realizarse el contrato de compraventa definitivo que va a coincidir con el “Closing”.

Las condiciones más frecuentemente pactadas son las siguientes:

- a) que todas las declaraciones y garantías son ciertas, completas y exactas.
- b) la entrega de una carta de abogados, en la cual se detallan los juicios, procedimientos administrativos, procesos arbitrales a los cuales está sujeto la sociedad.
- c) una carta de contador, en la cual se establece que la sociedad ha abonado en tiempo y forma sus tributos, declarando además que no hay procesos pendientes ante la administración tributaria.
- d) la obtención de las autorizaciones o aprobaciones de entes reguladores.
- e) la obtención de financiamiento por la compradora.
- f) la presentación de toda la documentación societaria en cumplimiento de las normas vigentes.

Los compromisos que normalmente se establecen refieren básicamente a:

- a) la sociedad continúe funcionando en forma normal, absteniéndose de realizar operaciones extraordinarias, fuera del curso ordinario de sus negocios. Además en determinados casos se establece la designación de un “observador” por parte del comprador para realizar el seguimiento de las operaciones de la sociedad hasta el día de cierre.
- b) permitir el acceso a la información necesario para realizar el Due Diligence.
- c) la obtención de las autorizaciones o aprobaciones de los entes reguladores que sean necesarias para poder concluir la operación.

#### **5.4.6 Pasivos.**

En la medida que el comprador de las acciones establece el precio de las mismas, básicamente en función del patrimonio de la sociedad, cualquier aparición de pasivos que no hayan sido declarados por el vendedor o que no figuren en los estados contables de la sociedad, van a afectar al comprador, dado que la sociedad deberá afrontar los mismos y consecuentemente se verá disminuido el patrimonio social.

Se debe diferenciar la garantía o responsabilidad del vendedor por pasivos, de la denominada garantía de consistencia patrimonial. En el primer caso, el vendedor responde por los pasivos en los términos establecidos en el contrato, en el segundo, el vendedor responde por la existencia de un patrimonio mínimo, que si bien puede disminuir por la aparición de pasivos, puede también aumentar por la incorporación de nuevos activos, debiéndose estar en este caso, no sólo a la aparición de pasivos, sino al resultado neto de los pasivos y activos.

Los pasivos ocultos serían, aquellas deudas u obligaciones ciertas, determinadas y líquidas de la sociedad, contraídas por los representantes legales, estatutarios o apoderados de la sociedad con fecha anterior al día de cierre, o derivadas de obligaciones laborales, tributarias, fiscales y/o previsionales o de tarifas de servicios públicos devengadas hasta la fecha de cierre, o de actos administrativos o sentencias judiciales firmes y definitivas que hayan pasado en autoridad de cosa juzgada antes o a la fecha de cierre, que no se encuentren registrados en la contabilidad de la sociedad en debida forma o no hayan sido declaradas por los vendedores a la compradora. Son los pasivos que el comprador desconoce porque no le fueron informados o no están debidamente registrados en los estados contables proporcionados por el vendedor.

Las contingencias o pasivos contingentes, serían todas aquellas posibles deudas u obligaciones de la sociedad, de cualquier naturaleza, cuyo origen sea anterior a la fecha de cierre, pero cuya determinación y certeza exacta y absoluta sea dilucidada, en el caso de dilucidarse, en función de hechos sucedidos con posterioridad a la fecha de cierre. En este caso, la efectiva aparición y pago de estos pasivos contingentes, va a depender de lo que acontezca luego de la fecha de cierre. Por ejemplo, a un empleado de la sociedad no se le abonaron las horas extras realizadas durante el último año, el pasivo se convertirá en cierto en la medida que el empleado realice el reclamo, pruebe las horas extras y se determine que corresponde su pago. Otro caso sería por ejemplo, el arrendamiento de servicios de una empresa unipersonal cuyo contrato no está inscripto en el Banco de Previsión Social, la determinación si corresponde abonar las contribuciones especiales a la seguridad social por dicho contrato dependerá de que se produzca una inspección del BPS o de que el contratado realice una denuncia al BPS y que eventualmente se determine que en realidad hay una relación de dependencia encubierta y que correspondía realizar las contribuciones especiales. Normalmente en el contrato se establece la forma en que las partes van a proceder con relación a la aparición de este tipo de pasivo contingente o contingencia, a los efectos de defenderse en forma conjunta y procurar abonar lo mínimo posible.

La aparición de pasivos ocultos o pasivos contingentes, puede generar dos consecuencias: una primera, que es que el vendedor deba hacerse cargo de los pasivos o se ajusta el precio convenido, o una segunda, que implica que por el momento de los pasivos que surge, se deja sin efecto la realización del negocio o se resuelve el mismo. En este último caso, la aparición de pasivos por un monto mayor al pactado, opera como condición resolutoria expresa.

Cuando hay saldo de precio pendiente de pago, puede ser utilizado como garantía por los compradores ante la aparición de pasivos ocultos o pasivos contingentes. Normalmente se establece que en caso de que aparezcan pasivos ocultos o los pasivos contingentes se conviertan en pasivos que efectivamente se deban abonar, los montos abonados serán descontados del saldo de precio pendiente de pago. En caso de que no

exista saldo de precio, pero el comprador requiera cobertura ante la aparición de pasivos ocultos o contingencias, se puede designar a un tercero para que actúe como depositario de parte del precio (escrow account) con un mandato, para que lo entregue al vendedor en su totalidad o descontados los pasivos ocultos o contingencias que pudieran haber aparecido.

Otra forma de estipular este tipo de garantía podría ser la constitución de un fideicomiso al cual se transfiere la parte de precio afectado como garantía, debiendo el fiduciario en este caso entregar los fondos al vendedor en su totalidad o descontados los pasivos ocultos o contingencias que pudieran haber aparecido. La principal diferencia entre utilizar la figura del depósito o el fideicomiso es que en el caso del fideicomiso se crea un patrimonio de afectación, diferente del patrimonio del fiduciario, del vendedor y del comprador, que no puede ser alcanzado por terceros que accionen contra el fiduciario, vendedor o comprador. En el caso del depósito, según como se pacte, la propiedad de los fondos será el comprador o vendedor y podría ser alcanzada por terceros, afectando de esta forma el efectivo funcionamiento de la garantía.

También es posible pactar garantías convencionales, como una fianza de los vendedores o de terceros. En ciertos casos también se exige el otorgamiento de hipotecas sobre bienes de los vendedores.

Sin perjuicio de que las partes incluyan cláusulas relativas a las garantías por la consistencia patrimonial de la sociedad o la aparición de pasivos ocultos, en caso de controversia, las mismas deberán ser interpretadas por los jueces para decidir el alcance de su aplicación. Ferraro Mila<sup>22</sup> hace una excelente recopilación de diferentes casos de la jurisprudencia Argentina, que consideramos útil resumir para ilustrar como se ha procedido a la resolución de estos conflictos.

En “Inversiones y Servicios SA v. Estado Nacional s/incumplimiento de contrato” el Estado Argentino había adquirido el 80% de las acciones de Intercargo SA, propiedad de Inversiones y Servicios. Inversiones y Servicios accionó para reclamar el pago del saldo de precio y el Estado reconvino fundado en la existencia de relaciones jurídicas, que aunque conocidas por el Estado en forma previa a la efectiva transferencia, habían sido asumidas por la Sociedad en violación del contrato. Inversiones y Servicios argumentó la prescripción de la acción por entender que se trataba de un planteo por vicios ocultos. El Estado entendió que se trataba de una acción por incumplimiento contractual, no sujeta al plazo de prescripción de seis meses. La Corte Suprema de Justicia hizo lugar a la posición relativa al incumplimiento contractual, en base a que la enajenante había quebrantado el principio de la buena fe contractual mediante la alteración de la equivalencia de las prestaciones. Se había ocultado que la sociedad tenía un pasivo superior al revelado en el momento de celebrar el contrato, conforme a estados contables que daban la apariencia de una “consistencia patrimonial” más sólida.

En “Erosa, José Oscar v. Marengo Di Moriondo” la Cámara se pronunció sobre el alcance de las garantías por pasivos ocultos cuando se han acordado en forma expresa. Se había pactado que los vendedores aseguraban a los adquirentes que el “patrimonio neto” de la sociedad ascendería como mínimo a USD 420.000 y si resultaba menor, los vendedores se harían cargo de la diferencia. Además había una manifestación de los

---

<sup>22</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 156.

vendedores acerca de la inexistencia de reclamos que pudieran afectar “sustancialmente” a la sociedad y la obligación del vendedor de responder por obligaciones que tuvieran origen en hechos o actos anteriores a la adquisición y no reflejadas en el balance especial de transferencia. Concluida la operación, los compradores debieron hacerse cargo de honorarios de dos abogados, que venían actuando con anterioridad la venta de las acciones. Los compradores reclamaron el reembolso de los honorarios, por entender que no estaban incluidos en el balance especial de transferencia. El fallo consideró que los honorarios quedaban comprendidos en el giro normal de los negocios y que el 2,5% de disminución del patrimonio no era sustancial y además debió ser analizado juntamente con aumentos que se produjeron en el patrimonio, operándose una suerte de compensación.

En el caso “22 de febrero SA v. Dalgar SA y otros”, la actora reclama por un pasivo oculto descubierto luego de interiorizarse del estado del patrimonio. El Tribunal entendió que aún admitiendo la existencia del pasivo oculto (algo más de USD 100.000), su magnitud no parecía significativa en relación a la marcha de los negocios sociales: pasivo de USD 1 millón al momento de celebrarse la operación, pérdidas del año que se hizo la transferencia (USD 300.000), el precio de la operación y el pasivo generado durante el año siguiente a la transferencia, que la sociedad fue administrada por la compradora, que ascendía a USD 2 millones. La Cámara entendió que la importancia que la actora asignó al “pasivo oculto” no era tal ni generaba la crisis patrimonial alegada. Se tomó además en cuenta que había un depósito en garantía de USD 150.000 destinado a cubrir pasivos ocultos, por lo tanto no se advertía claramente cual era el perjuicio para la actora.

En el caso “Annie mollet Transfers S.A.” citado por Vitolo<sup>23</sup> se discute el plazo de prescripción para la acción por vicios redhibitorios en el caso de una venta de un paquete accionario. Las partes no habían establecido un plazo para la garantía, por lo tanto el vendedor entendía que debía ser aplicable el plazo legal de seis meses. El Tribunal entendió que el reclamo por pasivos ocultos es una acción fundada en un contrato bilateral por la cual se persigue el cumplimiento de obligaciones asumidas y emergentes del mismo, por lo que debe estarse al plazo ordinario de prescripción.

#### **5.4.7 Responsabilidad del vendedor.**

Las declaraciones y garantías que realiza el vendedor, así como la definición de los pasivos ocultos y los pasivos contingentes va a ser fundamental, porque habitualmente se establece que el vendedor es responsable por el contenido, veracidad y exactitud de las declaraciones y garantías y que además va a responder por todos los pasivos ocultos y contingencias que tuvieran su causa o fueran originados con anterioridad a la fecha de cierre. En la medida que sean varios los vendedores, se pacta la responsabilidad solidaria e ilimitada de los mismos.

Se establece por ejemplo que, los vendedores se obligan en forma solidaria e ilimitada frente al Comprador a indemnizar y resarcir y mantenerlos libres de todo daño originado en acciones adoptadas u omitidas con anterioridad al día de cierre o daño por demanda o reclamo o contingencia originado en acciones adoptadas u omitidas con anterioridad al día de cierre, así como respecto de todos y cualquier costo, daño, gasto, obligación y

---

<sup>23</sup> Vitolo, Sociedades Comerciales, T. III, pg. 700.

responsabilidad de cualquier naturaleza que tengan su causa en la falta de veracidad o corrección de las declaraciones y garantías del contrato, así como de cualquier activo inexistente o pasivo de la sociedad devengado y/o generado hasta el día de cierre inclusive no reflejado en su contabilidad, incluyendo sin carácter limitativo, todos los pasivos relativos a actos u operaciones realizados por la sociedad y cargas de carácter obligatorio y a vía de ejemplo tributos, cargas sociales y laborales y multas y recargos que pudieran resultar de inspecciones, verificaciones o sentencias judiciales y/o administrativas y que tuvieran causa u origen anterior al día de cierre.

Por lo general también se establece que responsabilidad alcanza también a todos los costos o daños derivados de cualquier reclamo judicial o extrajudicial por cualesquiera operaciones o giros de la sociedad hasta el día de cierre.

El comprador por lo general propone el texto del contrato al vendedor, estableciendo una serie extensa de declaraciones y garantías (ver numeral 5.4.4), por lo que el vendedor deberá ser extremadamente cuidadoso para dejar constancia de las excepciones que quiera realizar a las mismas a los efectos de ser responsabilizado posteriormente por la inexactitud de las mismas o por el desconocimiento del comprador.

También se puede pactar el plazo por el cual el vendedor va a ser responsable por los pasivos o contingencias y hasta que monto. Es normal en estos casos establecer los plazos en función de la prescripción de determinadas obligaciones, por ejemplo, si existieran contingencias en materia tributaria, el plazo podría ser de cinco o diez años, teniendo en cuenta los plazos de prescripción de los tributos.

En ciertos casos también se establece que sólo habrá responsabilidad del vendedor, en la medida que los pasivos superen cierto monto, pudiéndose en este caso incluir el total de los pasivos, una vez que superan dicho monto o sólo los pasivos por encima de ese monto. Esto es a los efectos de evitar poner en marcha todos los mecanismos de indemnización por pasivos, cuando los mismos son de montos irrelevantes con relación al monto de la operación.

Normalmente se establece un procedimiento detallado y preciso a seguir para establecer el plazo para realizar el reclamo a los vendedores por el comprador, definir entre comprador y vendedor si se abona el pasivo o contingencia o la forma de instrumentar la defensa ante el reclamo planteado.

#### **5.4.8 Condiciones resolutorias.**

Las condiciones resolutorias que normalmente se pactan refieren a:

- a) La falta de aprobación o autorización por los entes reguladores.
- b) Una vez realizado el Due Diligence por el comprador, que se detecten situaciones que pueden modificar la decisión del comprador de realizar la operación, permitiéndole a éste dejar sin efecto la transacción.
- c) El no levantamiento de embargos sobre determinados bienes que puedan estar afectado.
- d) La falta de vigencia o renovación de permisos o cuotas, que son esenciales para el desarrollo de la actividad de la sociedad.



- e) La transacción de litigios pendientes.

#### **5.4.9 No competencia, confidencialidad, publicidad.**

Frecuentemente se establece la obligación del vendedor de no realizar actividades en competencia con la sociedad por un determinado periodo de tiempo.

Se establece además la obligación de mantener la confidencialidad sobre el negocio realizado y en caso de ser necesario o que las partes estimen conveniente hacer un anuncio público relativo al contrato, se establece la forma en la cual se procederá a realizar el mismo.

#### **5.4.10 Arbitraje.**

Pactar el arbitraje como una eventual forma de dirimir los posibles conflictos que pueden surgir es importante porque puede permitir resolver el conflicto en forma más rápida que recurriendo a la justicia ordinaria. En la medida que las controversias relacionadas a la compraventa de acciones pueden llegar a afectar a la sociedad, la resolución de los conflictos en forma ágil es importante para no afectar la marcha de los negocios sociales.

Otro argumento importante para pactar el arbitraje, es la posibilidad de que las personas encargadas de dilucidar el conflicto, sean árbitros especializados en este tipo de negocios, pudiendo resolver el conflicto en forma más adecuada.

#### **5.4.11 Ley aplicable.**

Cuando el comprador y vendedor son de diferentes jurisdicciones, se va a plantear la discusión respecto de la ley aplicable al contrato. Es normal que el inversor del exterior que adquiere el paquete accionario pretenda someter el contrato a la ley de su país. El vendedor va a pretender que la ley aplicable sea la de su país, que normalmente es la del lugar dónde opera la sociedad. En caso de que comprador y vendedor sean de jurisdicciones diferentes al lugar dónde opera la sociedad, se puede pactar como ley aplicable la ley del lugar de la sociedad o la ley de una jurisdicción conocida y aceptada por ambos contratantes.

#### **5.4.12 Sanciones por incumplimiento.**

Debido a la extensa lista de obligaciones que contraen las partes en este tipo de negocio, es frecuente establecer diferentes tipos de sanciones.

Ante el incumplimiento de determinadas obligaciones, se puede establecer el pago de multas por día de demora, como por ejemplo con relación a las obligaciones de no competir, cumplir sus obligaciones para realizar el procedimiento arbitral, etc.

Para las obligaciones principales, se pueden pactar multas pecuniarias de mayor valor u opciones de compra a favor de la parte cumplidos, en un monto ya predeterminado, lo que va a implicar que el incumplidor pierda su calidad de accionista. A los efectos de asegurar el efectivo cumplimiento de este tipo de sanción, las acciones deberán quedar depositadas en un tercero.

## 6. La garantía legal por evicción y por vicios.

En la medida que estamos ante una compraventa de cosa mueble, es claramente aplicable la garantía por evicción prevista en el artículo 549 del Código de Comercio, por lo tanto el vendedor garantiza al comprador la correcta existencia y emisión de las acciones, así como la inexistencia de gravámenes sobre las acciones o mejores derechos de terceros que los que tiene el vendedor. Cuando la venta de un “paquete accionario” comprende también el control de la sociedad, si éste control no se obtenga, también se podría reclamar. Podríamos pensar en un caso que no se enajenan la totalidad de las acciones y el accionista que permanece en la sociedad tiene acciones preferidas que le permiten controlar el directorio de la sociedad y hacen necesario su voluntad para conformar mayorías especiales para adoptar determinadas decisiones.

Sobre el punto anterior, Zaldivar<sup>24</sup> expresa que la garantía por evicción relativa al derecho sobre el título le corresponde al vendedor. En el momento de la venta es preciso que tenga el pleno derecho sobre la cosa y por lo tanto garantice la titularidad del derecho que alega sobre las acciones enajenadas.

La garantía por vicios internos de la cosa, está prevista por el artículo 548 del Código de Comercio y es por los seis meses siguientes al tiempo de la entrega de la cosa.

El tema que se plantea es que no sólo se transfiere la acción, bien mueble, sino que se adquiere por el comprador el status de socio, o sea la posición de socio con todos sus derechos y obligaciones. Independientemente del precio que se abone y del valor nominal de las acciones adquiridas, se adquieren un conjunto de derechos y obligaciones que vinculan al adquirente con la sociedad. Las acciones también van a representar una cuota parte del patrimonio de la sociedad, y en caso de liquidación, el accionista tendrá derecho a esa cuota parte, pero solamente en caso de liquidación de la sociedad. Durante el funcionamiento de la sociedad, el accionista tiene derechos y obligaciones, pero no es titular directo del patrimonio de la sociedad ni de los bienes que lo integran.

Si bien desde el punto de vista jurídico, el comprador está adquiriendo acciones, desde el punto de vista económico, esa adquisición importa tomar el control sobre el patrimonio de la sociedad y consecuentemente cualquier afectación sobre el patrimonio, va a repercutir en el precio abonado por las acciones. En función de lo expuesto, se plantea en doctrina y jurisprudencia la discusión acerca de la aplicación y extensión de la teoría de los vicios ocultos en el contrato de compraventa de paquetes accionarios al patrimonio de la sociedad. En otras palabras, en caso de que se realice una compraventa de acciones, procede aplicar la acción quanta minoris y reclamar por vicios ocultos, si hay diferencias en el patrimonio de la sociedad cuyas acciones se adquirieron.

De acuerdo a lo previsto por el artículo 550 del Código de Comercio, las partes pueden, por estipulaciones particulares, hacer más extensiva la obligación de derecho o disminuir sus efectos, y hasta pueden convenir que el vendedor no quedará obligado al saneamiento. Aunque se establezca que el vendedor no se obliga a sanear, queda siempre obligado al saneamiento que resulta de sus hechos personales posteriores al

---

<sup>24</sup> Zaldivar y otros, Cuadernos de derecho societario, T. III, pg. 283.

contrato y de los anteriores que no hubiese declarado al comprador, siendo lo estipulado en contrario nulo.

En la medida que las partes hayan previsto la responsabilidad del vendedor por pasivos ocultos, hayan basado la determinación del precio de la compra de las acciones en un balance y garantizado la correcta registración de los activos y pasivos en el balance, lo pactado será válido dado que las partes son libres de pactar las garantías y responsabilidades que estimen convenientes para la celebración del negocio.

El análisis que realizaremos a continuación se refiere a los casos en que no se ha pactado en forma explícita una garantía por pasivos ocultos o no se ha garantizado el contenido de los estados contables y la aplicación de la garantía legal por vicios ocultos.

### **6.1 Inexistencia de garantía legal por vicios ocultos.**

Los autores que son partícipes de esta posición parten de la base que la venta de las acciones no implica la venta de los activos de la sociedad y que no se puede aplicar en forma transitiva la garantía sobre los bienes sociales.

Gasperoni<sup>25</sup> ya en el año 1950 consideraba que no podía endosarse al vendedor de las acciones la obligación de garantía por evicción que pueda plantearse en relación a los bienes que constituyen el patrimonio de la sociedad.

Con relación a la responsabilidad del vendedor, Sasot Betes-Sasot<sup>26</sup> entienden que el vendedor sólo responde frente al comprador, salvo pacto en contrario, de la legitimidad del título acción, pero no de su contenido patrimonial.

Zaldivar<sup>27</sup> también considera que siendo el objeto transferido la acción, no puede ser obligado el enajenante a responder por la validez de los bienes sociales, salvo que expresamente se haya pactado dicha solución.

Halperín<sup>28</sup> opina con la mayoría de la doctrina (año 1958), que el vendedor no es responsable ni garantiza la consistencia del patrimonio social, el enajenante transfiere los derechos de socio y no una cuota parte del patrimonio social, ni una cuota parte en el dominio de la empresa comercial. Queda exceptuado lógicamente cuando las partes pacten expresamente esa garantía, o ésta resulte de los elementos que sirvieron de base a la negociación (por ejemplo, resulta expresamente según un balance social, que resulta inexacto).

Ferraro Mila<sup>29</sup> adhiere a esta posición, entendiendo que dada la naturaleza del contrato de transferencia de paquete accionario (se transfieren acciones y no el patrimonio social), cualquier garantía sobre el estado patrimonial de la target, debe surgir inequívocamente de los términos del contrato, y no meramente de las circunstancias que rodearon la operación o la conducta de las partes. El autor cita el fallo “de Atucha v

---

<sup>25</sup> Gasperoni, Las acciones de las sociedades mercantiles, Madrid 1950, pg. 224.

<sup>26</sup> Sasot Betes-Sasot, Acciones, Bonos, Debentures y Obligaciones Negociables, Ed. Abaco, pg. 374.

<sup>27</sup> Zaldivar y otros, Cuadernos de derecho societarios, T. III, pg. 283.

<sup>28</sup> Halperín, Sociedades Anónimas, pg. 316.

<sup>29</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 133.

Terrabussi de Reyes Roa” en el cual se expresa que si para la compraventa de un inmueble, las partes se valieron de la transmisión del paquete accionario de la sociedad anónima que era titular de su dominio, la cuestión debe ser juzgada por las reglas relativas a la negociación de acciones y no por las concernientes a la compraventa de inmuebles.

Incluso entiende que no puede concluirse en forma genérica la existencia de una garantía implícita por pasivos ocultos en los contratos de transferencia de paquetes accionarios de control, derivada meramente de las circunstancias que rodean la operación, o bien de indicios o presunciones emanadas del comportamiento de las partes. Daga la naturaleza de la transferencia de paquetes accionarios, las garantías patrimoniales y por pasivos ocultos deben ser incluidas expresamente en el contrato o surgir inequívocamente de sus términos.

En el caso “Rocha, Ramón y otros c. Puente Osvaldo” (CNComercio Sala C de 1988) citado por Lovagnini,<sup>30</sup> se expresa que el vendedor no es garante del estado del patrimonio social. Así debe entenderse debido, puesto que el enajenante sólo transmite sus derechos de socio, y no una cuota parte del patrimonio de la sociedad, salvo que medie pacto expreso por el cual se vincule las acciones o participaciones transferidas con el patrimonio y se acuerde un régimen de garantía en tal sentido.

## **6.2 Existencia de la garantía legal por vicios ocultos.**

Los autores que sostienen esta posición parten de la base del negocio subyacente en la compra de las acciones y en que el precio se determina en base al valor de los bienes de la sociedad.

Favier Dubois y Nissen<sup>31</sup> entienden que el vendedor de acciones es responsable y garantiza la consistencia del patrimonio social en la compraventa de paquetes accionarios y corresponde aplicar el instituto de los vicios redhibitorios, en tanto los pasivos ocultos constituyen vicios que pueden afectar la cosa adquirida, haciéndola impropia para su destino natural.

Nissen<sup>32</sup> entiende que nada autoriza a descartar la aplicación de las normas que el Código de Comercio prevé para el caso de la existencia de vicios internos u ocultos de la cosa vendida, que en materia de compraventa de acciones encuentra permanente aplicación en la aparición posterior de pasivos ocultos, menos aún puede sostenerse que la ausencia de toda previsión o reserva sobre esos pasivos ocultos puede liberar de responsabilidad al vendedor.

En “Corrales Francisco c. De Rosso Celestino” (CNComercio Sala A de 1993) citado por Lovagnini,<sup>33</sup> se dijo que el contrato de transferencia del paquete accionario de una sociedad anónima debe ser entendido como realizado en consideración de las

---

<sup>30</sup> Lovagnini, Consideraciones acerca de la transferencia de paquetes accionarios, La Ley No. 57, 21/3/2000.

<sup>31</sup> Favier Dubois y Nissen, Negocios sobre partes cuotas, acciones y otros títulos societarios, Ad-Hoc, p.74.

<sup>32</sup> Nissen, Ley de sociedades comerciales, T. 3, pg. 251.

<sup>33</sup> Lovagnini, Consideraciones acerca de la transferencia de paquetes accionarios, La Ley No. 57, 21/3/2000.

condiciones patrimoniales del ente vigentes a la fecha de su celebración y no con independencia de ellas, por lo que no puede considerarse que el precio de dichas acciones no incluya el valor del establecimiento cuya explotación es el único motivo relevante de la sociedad en cuestión: pues es claro que, sin el activo referido, el valor de los títulos quedaría reducido a un expresión meramente nominal carente de contenido real en el mercado que privaría su sentido intrínseco al contrato celebrado.

Ferraro Mila<sup>34</sup> analiza en caso “De las Carreras v. Shaw” en el cual se expresa que, opiniones de creciente predicamento proponen que la rehibición sí sea oponible al tradens del paquete cuando éste sea tal, es decir, constituya un todo confiriente del poder de control.

## **7. La compraventa de paquetes accionarios de control y la Ley de Defensa de la Competencia.**

El Artículo 7 de la Ley de Defensa de la Competencia 18.159 promulgada el 10 de julio de 2007 (en adelante LDC), establece que “se considerarán posibles actos de concentración económica aquellas operaciones que supongan una modificación de la estructura de control de las empresas partícipes mediante: fusión de sociedades, adquisición de acciones, de cuotas o de participaciones sociales, adquisición de establecimientos comerciales, industriales o civiles, adquisiciones totales o parciales de activos empresariales, y toda otra clase de negocios jurídicos que importen la transferencia del control de la totalidad o parte de unidades económicas o empresas.”

El mismo artículo exige la necesidad de notificación al órgano de aplicación diez días antes de la celebración de la operación de concentración cuando se de por lo menos una de las condiciones siguientes.

- (a) Cuando como consecuencia de la operación se alcance una participación igual o superior al 50% del mercado relevante.
- (b) Cuando la facturación bruta anual en el territorio uruguayo del conjunto de los participantes en la operación, en cualquiera de los últimos tres ejercicios contables, sea igual o superior a 750.000.000 Unidades Indexadas.

La LDC además requiere en su Artículo 9, para los casos en que el acto de concentración económica implique la conformación de un “monopolio de hecho”, la autorización previa del órgano de aplicación, que sería un caso en el cual se necesitaría la aprobación del ente regulador para proceder a realizar la compraventa de las acciones.

Si bien no se define el concepto de “monopolio de hecho”, refiere a una situación de monopolio, es decir, a la estructura del mercado donde hay un solo participante y no hay sustitutos cercanos a todos los consumidores.

En función de lo anterior, en los casos que una compraventa de paquetes accionarios de control pueda configurar una de las situaciones mencionadas, se deberá tener en cuenta

---

<sup>34</sup> Ferraro Mila, La transferencia de paquetes accionarios de control, Lexis Nexis, pg. 141.

la necesidad de solicitar autorización previa o notificar al órgano de aplicación en materia de defensa de la competencia.