

# ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

## PALABRAS PRELIMINARES

La adquisición de empresas es una herramienta para concretar las estrategias de inversión de los grupos societarios y de los empresarios individuales por igual, tanto locales como extranjeros, en cualquier país. Entre los efectos derivados de este tipo de operaciones, encontramos que éstas suelen revelarse como un factor fundamental para desarrollar y sostener el crecimiento económico de una Nación.

A modo de referencia y al menos según datos oficiales, durante los primeros siete meses del año 2006 se desarrollaron proyectos de inversión en la Argentina por U\$S 13.591 millones. De ese total, U\$S 9.775 millones fueron destinados a la formación de capital (en nuevos emprendimientos o la ampliación de los existentes), mientras que U\$S 3.816 millones se utilizaron para la adquisición de empresas, ya sea para obtener porciones minoritarias o su control<sup>1</sup>.

Quienes hemos colaborado con este nuevo Dossier de la RDCO sobre "Adquisición de empresas", lo hicimos convencidos de que estamos abordando una temática que parece haber recobrado plena fuerza y vigencia durante los últimos años, luego del colapso económico, financiero y político que sufrió nuestro país a principios de este siglo. En particular, hemos intentado darle a nuestros trabajos un enfoque eminentemente práctico, sin olvidar, empero, el repaso de las posturas doctrinarias y jurisprudenciales afines con cada tema abordado.

Nuestro objetivo principal ha sido el de identificar ciertos interrogantes y cuestiones que presenta el ejercicio profesional en esta materia, así como proponer posibles respuestas y soluciones. Como meta, nos marcamos la de evidenciar cómo los abogados pueden colaborar a identificar problemas mediante un adecuado asesoramiento legal a la hora de negociar este tipo de contratos, a fin de evitar el conflicto entre partes —muchas veces salvable e innecesario—, con los consiguientes mayores costos transaccionales que usualmente se derivan de éste.

Después de todo, entre las responsabilidades de los profesionales del derecho —jueces y abogados, según corresponda—, encontramos la de velar por la coherencia en el funcionamiento del Estado de Derecho, custodiar el respeto por las instituciones básicas, colaborar con el fortalecimiento de la seguridad jurídica y generar certidumbres en las relaciones contractuales, a través de un asesoramiento legal orientado hacia una regulación convencional clara, precisa y completa.

<sup>1</sup> Fuente: informe difundido el 8/10/2006 por el Centro de Estudios para la Producción (CEP) dependiente del Ministerio de Economía y Producción (<http://www.industria.gov.ar/cep/>).

El cumplimiento efectivo de esas tareas son de las tantas que nos permitirán insertar a la Argentina en el concierto de las naciones como un país serio y previsible, lo cual no sólo nos pondrá en el camino del desarrollo sustentable, sino que es el mejor mensaje de confianza y credibilidad que puede darse a los inversores.

Al fin y al cabo, no debemos olvidar que son éstos los que, en gran medida, permiten que las transacciones que ocupan los comentarios que siguen, se continúen realizando.

PABLO F. FERRARO MILA  
Director

## VALIDEZ Y EXTENSIÓN DE LAS CLÁUSULAS LIMITATIVAS O EXCLUYENTES DE LA RESPONSABILIDAD DEL VENDEDOR EN LOS CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE ACCIONES

por PABLO FERRARO MILA

### I. INTRODUCCIÓN

Cuando se piensa en los resguardos acerca del estado patrimonial de la compañía *target*<sup>1</sup> en las transferencias de paquetes accionarios de control, se suele focalizar el análisis —casi naturalmente— desde la posición del adquirente. En particular, respecto de los requerimientos del comprador de incluir determinadas declaraciones y garantías contractuales, así como cláusulas de garantía propiamente dichas, con relación al patrimonio subyacente al paquete accionario que transfiere<sup>2</sup>.

Sin embargo, la práctica contemporánea en materia de adquisición de sociedades también involucra, cada vez con mayor frecuencia, la inclusión de cláusulas limitativas o excluyentes de la responsabilidad del vendedor en los convenios de transferencia de

<sup>1</sup> Denominamos compañía *target* a la sociedad emisora de las acciones que conforman el paquete accionario de control objeto de la transferencia.

<sup>2</sup> Cuando se estipulan *declaraciones y garantías contractuales* (conocidas en la práctica transaccional como *representations and warranties* o simplemente "*reps*") se realiza en consonancia con lo previsto por el art. 2167, CCiv. Es decir, este tipo de cláusulas se incluyen en el contrato para dejar establecida convencionalmente la vinculación del estado patrimonial de la *target* con el paquete accionario que se transfiere. De este modo, estas cláusulas suelen contener una serie de declaraciones y "garantías" formuladas comúnmente por el vendedor, acerca de los más diversos estados de situación sobre los hechos, los derechos y las cosas, incluyendo hechos propios de la *target*, sus administradores, o bien estados de creencia del vendedor sobre la situación patrimonial de la *target*. En otras palabras, estas "declaraciones y garantías", que generalmente suelen incluirse como un capítulo del contrato, brindan al comprador, entre otros aspectos, una descripción pormenorizada del estado contractual, contable, patrimonial e impositivo de la *target*. En este contexto, el concepto de "garantía" más bien pretende asegurar un determinado estado de la situación patrimonial de la *target*, y no se refiere al resguardo de una obligación, como ocurre en las "cláusulas de garantía de pasivos" o "indemnidades" propiamente dichas. Estas últimas se incluyen especialmente a los efectos de dejar convencionalmente establecida la obligación y las condicioness de respuesta frente a la aparición de pasivos ocultos o de contingencias en la *target*.

acciones. Este tipo de cláusulas, si bien funcionan como contrapartida de aquellas exigidas por el comprador, no suelen captar la misma atención en lo que hace al análisis de su validez y extensión. Este último es, precisamente, el motivo de este trabajo.

Cuando se estipulan cláusulas excluyentes o limitativas de la responsabilidad del enajenante del paquete accionario, éstas se motivan, por ejemplo, en el interés de aquellos accionistas vendedores (inversores) cuyo objetivo inicial fue el de obtener una plusvalía a corto o mediano plazo sobre el paquete que decidieron vender, sin necesariamente haber participado en el control de la gestión cotidiana de la compañía *target* mientras eran accionistas.

Por otro lado, en aquellas operaciones donde entra en negociación una rebaja sustancial del precio de compra del paquete accionario, la limitación o exclusión de la responsabilidad del vendedor suele formar parte tanto de la estrategia del que solicita restringir o hasta exceptuar completamente<sup>3</sup> su responsabilidad con relación al patrimonio subyacente al paquete que transfiere, como del adquirente dispuesto a renunciar a requerir las declaraciones y garantías de estilo al vendedor, o a efectuar cualquier reclamo con relación a los pasivos no declarados que pudieran aparecer en la *target*.

Frente a la insistencia del vendedor —lógica por cierto en algunos casos como los descriptos arriba—, de limitar su responsabilidad o de no querer garantizar pasivos de la *target*, surge el interrogante acerca de la validez y extensión, por un lado, de las cláusulas limitativas o excluyentes de la garantía del vendedor, y por el otro, de las cláusulas de renuncia a efectuar reclamos por parte del comprador.

So pena de adelantarnos a nuestras conclusiones en esta instancia, nos parece que un régimen como tal favorable al enajenante, es viable de ser acordado convencionalmente. Las cláusulas de exclusión, limitación o renuncia a garantías son en principio válidas en nuestro ordenamiento jurídico<sup>4</sup>. Ellas se encuentran encuadradas por ciertos límites que conviene precisar; límites cuya importancia puede verse condicionada en el marco de un contrato de adquisición de acciones, en función de los riesgos de la cautela y del consiguiente deber de diligencia que pesa sobre las partes —en especial, el adquirente— en este tipo de transacciones.

## II. LA VALIDEZ DE LAS CLÁUSULAS EXCLUYENTES O LIMITATIVAS DE LA RESPONSABILIDAD DEL VENDEDOR

Salvo en los casos en que la venta se realice con dolo o engaño<sup>5</sup>, nos pronunciamos por la validez tanto de las cláusulas limitativas o excluyentes de la responsabilidad del enajenante de las acciones, como de las cláusulas de renuncia a efectuar reclamos por parte del comprador.

Este tipo de estipulaciones, empero, deben ser distinguidas de la ausencia total de garantías del vendedor sobre el estado del patrimonio social de la *target*. En tal caso,

<sup>3</sup> Conocido en la práctica transaccional como venta a "tranquera cerrada".

<sup>4</sup> V.gr., arts. 2098, 2166, CCiv.

<sup>5</sup> Como sería el caso, por ejemplo, de negociar los títulos sobre la base de un balance falso o intencionalmente inexacto (conf. ALEGRIA, Héctor, "Sociedades anónimas", *Cuadernos de Legislación Ordenada*, nro. 5, Forum, Buenos Aires, 1966, p. 62).

el silencio del vendedor no lo compromete en modo alguno<sup>6</sup>, a no ser que, conforme a nuestra lectura del art. 2167, CCiv., de los propios términos del convenio pueda derivarse inequívocamente alguna garantía —sea ésta expresa o implícita— con relación al estado patrimonial del ente.

En otras palabras, si no existen declaraciones contractuales expresas por parte del vendedor respecto de la consistencia del patrimonio social, ni pudiera inferirse garantía alguna tácita o implícita de los propios términos del convenio, el principio es que ninguna obligación en este sentido puede resultar del silencio del enajenante<sup>7</sup>.

Por su parte, cuando son incluidas en el convenio, las cláusulas contractuales de no garantía del vendedor y las de renuncia del comprador a efectuar reclamos a éste con relación al paquete accionario que se transfiere, involucran en esencia dos cuestiones.

La primera está relacionada con la obligación legal por parte del vendedor de garantizar la posesión pacífica de la cosa vendida: la llamada garantía de evicción. La segunda está vinculada con limitaciones o exclusiones a las garantías con relación a la

<sup>6</sup> Por principio, el silencio no configura una manifestación tácita de voluntad. El art. 919 regula el silencio como manifestación "negativa", no importa, como regla, conformidad; importa rechazo "al acto o a la interrogación". El silencio comprende la abstención, la omisión y el callar. Sólo por excepción "el que calla otorga", es decir, el silencio vale como aceptación o conformidad: 1) cuando haya obligación de explicarse o de contestar, sea por mandato de la ley o por las relaciones de familia; y 2) cuando la obligación de contestar o de explicarse sea "a causa de una relación entre el silencio actual y las declaraciones precedentes". Es decir, cuando haya habido una relación anterior entre las mismas partes, que fuerza a hablar, sea porque el silencio anterior fue interpretado como conformidad, sea por otras razones. Se habla entonces de un "silencio comprometedor", de la "antinomía entre este silencio y la conducta anterior" (conf. MÖSSET ITRRASPE, Jorge - PIEDECASAS, Miguel A., *Responsabilidad precontractual*, 1ª ed., Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2006, p. 105).

<sup>7</sup> La voluntad humana hace que el hombre se mueva entre dos campos de realidades diversos: el querer interno y los actos exteriores. Lo primero, generalmente desinteresa y no es alcanzado por el derecho, y lo segundo hace a la declaración de la voluntad como conducta en la cual el sujeto exterioriza lo deseado. Para aquel que calla, sólo nacerá la consecuencia jurídica en los casos en que hubiera existido una relación anterior con otra persona que origine la obligación de expedirse. La regla que da Savigny e inspira al codificador argentino, es aquella que indica que "el silencio sólo opuesto a los actos o a un interrogatorio no puede en principio ser considerado como un consentimiento o una confesión. Si, pues, alguno me presenta un contrato y manifiesta que tomará mi silencio como aquiescencia, yo no me obligo, porque ninguno tiene el derecho cuando yo no lo consiento de forzarme a una contestación positiva" (conf. COMPAGNUCCI DE CASO, Rubén H., "El silencio como manifestación omisiva de la voluntad", LL 1994-B-312). En el mismo sentido se ha expresado tradicionalmente la jurisprudencia francesa, afirmando que "en derecho, el silencio de aquel que se pretende obligar no puede alcanzar, en ausencia de toda otra circunstancia, como prueba contra quien se demanda la obligación" (ver Cass. Civ., 25/5/1870, Guilloux, DP, 70.I.257; S., 70). Esta jurisprudencia fue confirmada por la sala Civil de la Corte de Casación, en un fallo del 16/4/1996 (Cass. Civ. 1re. Ch., 16/4/1996, Bull. II, nro. 181; JCP, 96.IV.1366, Def. 96, a. 36.381, nro. 101, n. Ph. Delebecque: "Le silence ne vaut pas, à lui seul, acceptation"). Ver, asimismo, BAUDOUIN, Vincent, "La validité des clauses exclusives de responsabilité du vendeur dans un contrat d'acquisition d'actions", *Actes pratiques, Sociétés*, Editions du Juris-Classeur, mars-avril 2002, p. 25.

consistencia del patrimonio social de la *target*, que a nuestro modo de ver deben poder surgir en forma expresa o implícita —aunque inequívoca— de los propios términos del convenio.

Sin embargo, aun cuando el pacto no contuviera garantías convencionales —expresas o implícitas— con relación al estado patrimonial de la *target*, el vendedor no renunciaría por ello a la garantía legal, por ser ésta un efecto natural de los contratos onerosos.

## 1. El alcance de la garantía legal

En cualquier caso, ¿cuál es el alcance de la garantía legal sobre el paquete accionario que se transfiere?

Conforme a la normativa de derecho común<sup>8</sup>, las obligaciones del vendedor del paquete accionario no terminan con la entrega de éste al comprador. Debe, además, garantizar al adquirente que podrá gozar de la cosa transferida conforme a su destino<sup>9</sup> y a la naturaleza del derecho de propiedad que le ha transmitido<sup>10</sup>.

En esencia, esta obligación de garantía comprende tres aspectos: en primer término, el vendedor debe abstenerse de todo acto que implique una turbación del derecho que ha transmitido; en segundo lugar, debe procurar que el comprador no sea turbado por un tercero que invoque para hacerlo un derecho anterior a la transmisión; y si el tercero triunfa en sus pretensiones, tiene la obligación de indemnizar al comprador por los daños y perjuicios; finalmente, debe garantizar al comprador respecto de los vicios de la cosa<sup>11</sup>.

De este modo, en el derecho argentino, el vendedor del paquete accionario garantiza al adquirente la legitimidad y el alcance del derecho sobre los títulos que transfiere, incluyendo<sup>12</sup>:

- (i) La legalidad del título<sup>13</sup>;
- (ii) El cumplimiento de todos los actos inherentes a la existencia del título y a su representación de una parte del capital social<sup>14</sup>; y
- (iii) La inexistencia de gravámenes sobre los títulos o de mejores derechos de terceros a los que posee el vendedor.

<sup>8</sup> Art. 1414, CCiv.

<sup>9</sup> En el caso, el ejercicio de los derechos de socio respecto de las acciones que se transfieren.

<sup>10</sup> En cuanto al régimen general establecido en la LSC, merece recordarse también que la transferencia de acciones de una sociedad anónima debe ser notificada por escrito a la sociedad emisora o entidad que lleve el registro e inscribirse en el libro o cuenta pertinente, surtiendo efectos frente a la *target* y los terceros a partir de su inscripción (art. 215, LSC).

<sup>11</sup> Conf. BORDA, Guillermo A., *Tratado de derecho civil. Contratos*, LexisNexis - Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1999, Lexis Nº 1109/000901.

<sup>12</sup> Conf. PRINCIPE, Silvina, *Adquisición de paquetes accionarios de control*, La Ley, Buenos Aires, 2002, p. 68.

<sup>13</sup> Es decir, que el título cumpla con los recaudos formales exigidos por las normas legales y estatutarias aplicables.

<sup>14</sup> V.gr., resoluciones sociales, publicidad e inscripciones correspondientes.

Caso contrario, el vendedor deberá responder por aplicación de las reglas de la compraventa en materia de evicción. Además, según señalamos arriba, como la garantía de evicción es un efecto natural de los contratos onerosos, existe, por ende, aunque no se la haya estipulado expresamente en el convenio <sup>15</sup>.

En cuanto al deber de garantizar al comprador respecto de los "vicios" de la cosa, si entendemos que la "situación de control" <sup>16</sup> sobre la *target* —que es inherente al paquete accionario que se transfiere— es una "cosa" en sentido mercantil, ésta estaría amparada por lo establecido en el art. 473, CCom. Empero, si el enajenante se hubiera comprometido en forma expresa en el convenio a transferir un paquete accionario que confiere el "control" —de derecho— sobre la *target*, el adquirente podrá reclamarle únicamente por aquellos "vicios" que pudieran afectar el *ejercicio efectivo de dicho poder de control*, pero no por aquellos que pudieran afectar el patrimonio social, salvo que de los propios términos del contrato pudieran inferirse garantías patrimoniales expresas o implícitas.

Finalmente, merece recordarse que las normas de derecho común también disponen que las partes pueden acordar en aumentar, disminuir o suprimir la obligación que nace de la evicción. Sin embargo, dicha renuncia debe estar expresamente contemplada en el convenio y es nula toda convención que libere al enajenante de responder por evicción cuando hubiera mala fe de su parte <sup>17</sup>.

Vemos entonces que sin perjuicio de la capacidad de las partes de modificar su alcance convencionalmente, las garantías legales originadas en la regulación de la compraventa resultan ineficaces para garantizar determinado estado del patrimonio de la *target*. No sólo porque la enumeración anterior no hace referencia alguna a la situación patrimonial del ente, sino que, como hemos visto, cualquier garantía en este sentido deberá surgir en forma expresa o implícita de los mismos términos del convenio.

## 2. El alcance de las garantías convencionales

En cuanto a las garantías *convencionales*, acabamos de ver que para que pueda derivarse algún tipo de garantía con relación a un determinado estado, cualidades o

<sup>15</sup> Art. 2097, CCiv.

<sup>16</sup> La *situación de control* o el *poder de control*, entendido como la figura tipificada en el art. 33, inc. 1º, LSC (control interno o de derecho); es decir, la posibilidad de formar la voluntad social, prevaleciendo en el órgano de gobierno y de designar a los órganos de administración, representación y fiscalización de la *target*.

<sup>17</sup> La garantía de evicción no es de orden público. Las partes pueden, por tanto, aumentar, disminuir o suprimir la obligación que nace de la evicción (art. 2098, CCiv.). Sólo en un caso será nula tal estipulación: cuando se libere al vendedor de la responsabilidad emergente de su mala fe (art. 2099, CCiv.), pues tales cláusulas serían contrarias al principio de buena fe que debe regir las relaciones contractuales (art. 1198, CCiv.). Como tales cláusulas son perfectamente legítimas habrá que estar, naturalmente, a lo que las partes dispongan en el contrato. Pero como esas estipulaciones pueden ser de significado dudoso, hay que aceptar como principio general que toda cláusula que limite las obligaciones legales derivadas de la evicción, es de interpretación estricta, como que comporta la renuncia de un derecho (conf. BORDA, Guillermo A., *Tratado de derecho civil*, Contratos, cit., Lexis N° 1109/001121).

consistencia del patrimonio de la *target*, ésta deberá poder inferirse en forma axiomática de los propios términos del acuerdo<sup>18</sup>. Caso contrario, el enajenante de las acciones no es responsable ni garantiza la consistencia patrimonial de la *target*, debido a que el negocio jurídico involucra por definición la transferencia de sus derechos de socio y no de una cuota parte del patrimonio social<sup>19</sup>.

No obstante, según las circunstancias del caso y en función del interés y del poder de negociación de las partes, puede llegar a interesarle de todas formas al vendedor del paquete accionario exigir la limitación o la exclusión de su responsabilidad con relación al patrimonio subyacente<sup>20</sup>, o bien obtener el compromiso del comprador a no efectuar reclamos con respecto al estado patrimonial de la *target*.

De este modo, sin perjuicio de las referencias patrimoniales expresas o implícitas que pudieran contener, es normal que los contratos de transferencia de acciones incluyan cláusulas de limitación *cuantitativa* de la responsabilidad del enajenante. Así, las partes pueden acordar que la responsabilidad del vendedor quede excluida en su totalidad respecto de los pasivos que pudieran aparecer<sup>21</sup>, o bien limitada a exclusivamente cierto tipo de pasivos<sup>22</sup> o a una determinada cuantía.

En este sentido, dada la complejidad habitual de este tipo de transacciones y la imposibilidad real que incluso con la mayor diligencia y buena fe puedan evitarse contingencias y pasivos sobrevenidos, el vendedor tratará por ejemplo de incluir una franquicia mínima respecto de su responsabilidad. En consecuencia, el vendedor sólo responderá por los pasivos o contingencias que sobrepasen un determinado monto.

También es común estipular limitaciones cuantitativas máximas de responsabilidad. Así, el vendedor deseará establecer una cláusula por la que la responsabilidad máxima no exceda, en ningún caso, el precio de compra<sup>23</sup>.

<sup>18</sup> Conf. art. 2.167, CCiv.

<sup>19</sup> Conf. en igual sentido, por ej.: (i) HALPERIN, Isaac - OTÁEGUI, Julio C., *Sociedades anónimas* 2ª ed., Depalma, Buenos Aires, 1998, p. 369; (ii) ROCA, Eduardo A., "Transferencia de 'paquetes' de acciones", ED 9-969; (iii) ZALDÍVAR, Enrique - MANÓVIL, Rafael M. - RAGAZZI, Guillermo F. - ROVIRA, Alfredo L., *Cuadernos de derecho societario*, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1978, p. 232; (iv) SASOT BETES, Miguel A. - SASOT, Miguel P., *Sociedades anónimas. Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*, Ábaco, Buenos Aires, 1985, p. 374; (v) ALEGRIA, Héctor, "Sociedades anónimas", cit., p. 62; (vi) PAOLANTONIO, Martín E., "XI. Transferencia de acciones y patrimonio social: las garantías de consistencia", en FAVIER DUBOIS (h), Eduardo M. - SANDLER, Max M. (dirs.), *Negocios sobre partes, cuotas, acciones y otros títulos societarios*, Universidad Notarial Argentina, Colegio de Escribanos, Ad-Hoc, Buenos Aires, p. 89, y (vii) SALERNO, Marcelo U., "La cesión del control de la empresa según la Corte Suprema", LL 2001-E-1033. Para mayor abundamiento acerca de nuestra postura sobre esta cuestión, remitimos al lector a nuestro anterior trabajo sobre *La transferencia de paquetes accionarios de control*, LexisNexis, Buenos Aires, 2006, ps. 132 y ss.

<sup>20</sup> O bien con relación a ciertos pasivos o contingencias vinculados al patrimonio de la *target*.

<sup>21</sup> La venta a "tranquera cerrada" mencionada *supra* (nota 3).

<sup>22</sup> V.g., impositivos, laborales, previsionales, etc.

<sup>23</sup> Otras variantes a la limitación cuantitativa de la responsabilidad del vendedor son, por ejemplo, el establecimiento de un tope porcentual del precio abonado (por ej., "hasta el 50% del



Según su redacción, las cláusulas "de mínimo" pueden plantear problemas interpretativos, que conviene que las partes resuelvan *ex ante* si no quieren enfrentarse a los típicos conflictos que se generan en este sentido.

En primer lugar, la duda que suele presentarse es si la franquicia es un mínimo *global* o lo es por *cada una* de las contingencias o pasivos sobrevenidos. O, en otros términos, si el pasivo aparecido como consecuencia de una determinada contingencia, aunque no llegue al mínimo de franquicia, se computa a efectos de eventual suma con pasivos posteriormente sobrevenidos.

Desde el punto de vista de los intereses del comprador, la interpretación correcta será probablemente esta última. De ser así entonces, en principio, el silencio o inactividad del comprador respecto de cada una de las contingencias no debería interpretarse como renuncia a la acción o conformidad.

Pero puede ocurrir también que la intención del vendedor hubiera sido la de estipular que cualquier contingencia o pasivo inferior a la franquicia debía ser asumida por el comprador<sup>24</sup> y, por ende, no serían acumulables hasta alcanzar el monto de la franquicia.

Como se ve, la precisión a la hora de redactar este tipo de cláusulas, en función de los intereses de las partes, resulta recomendable.

El segundo conflicto típico que se presenta es el de si el mínimo de la franquicia constituye igualmente una cuota exenta de responsabilidad, cuando el pasivo sobrevenido sobrepase dicha franquicia<sup>25</sup>. Va de suyo que el comprador invocará que a falta de otra especificación en el contrato, debería imponerse la interpretación negativa. La franquicia respondería entonces a la necesidad de no provocar reclamaciones insustanciales. Pero una vez que la necesidad de la reclamación se haga patente y sea por un monto superior a la franquicia, salvo por disposición en contrario del convenio, seguramente el comprador alegará que no se le prive de la posibilidad de reclamar por todo el daño sufrido<sup>26</sup>.

Como puede apreciarse, la falta de claridad respecto del alcance de la franquicia en el convenio puede dar lugar a confusiones, que normalmente derivan en un conflicto entre partes al momento del reclamo por el pasivo o la contingencia acaecida<sup>27</sup>.

precio"), o el acuerdo de compartir en partes iguales entre el comprador y el vendedor la responsabilidad por los pasivos ocultos hasta un determinado monto, debiendo cualquier pasivo oculto que exceda dicho umbral ser soportado por alguna de ellas (cláusula conocida como *first loss sharing*); conf., en este sentido, FERNÁNDEZ MADERO, Nicolás, "Nociones básicas sobre fusiones y adquisiciones de empresas", LL IMP 2005-19-2599.

<sup>24</sup> Por ejemplo, para evitar reclamos por montos *de minimis*.

<sup>25</sup> Similar a lo que ocurre con las cláusulas de las franquicias de los seguros (v.g.r., automotores): las partes acuerdan que producido el siniestro, la compañía de seguros pagará por encima de un determinado monto para arriba.

<sup>26</sup> Conf., en sentido similar, ÁLVAREZ ARJONA, José María - CARRASCO PERERA, Ángel (dirs.), *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, Aranzadi, Navarra, 2001, p. 227.

<sup>27</sup> Conviene entonces dejar claramente establecido en el contrato cómo funcionará el monto de la franquicia (conocida también en la práctica transaccional como "umbral" o *threshold*), tanto en función de los reclamos individuales, como del total acumulado de reclamos. En este último caso (total de reclamos acumulados), por ejemplo, el umbral puede funcionar como "trap

Por otro lado, el vendedor suele estar interesado en acordar limitaciones temporales a su responsabilidad con relación al patrimonio subyacente al paquete accionario que transfiere<sup>28</sup>, o bien al ejercicio de los reclamos por parte del comprador<sup>29</sup>. El motivo principal que suele llevar al enajenante a requerir este tipo de limitaciones temporales de las garantías, es el de gozar de cierto grado de certeza en la planificación de sus negocios luego de la transferencia.

De este modo, los convenios de transferencia de acciones suelen prever una delimitación temporal de la *vigencia* de las declaraciones y garantías contractuales formuladas por el vendedor<sup>30</sup>. A modo de ejemplo, se suele establecer que tales manifestaciones "durarán hasta dos años después del cierre o hasta que prescriban las acciones de terceros".

Sin embargo, cláusulas de este tipo pueden no ser enteramente inequívocas, ni resolver todos los problemas.

Por un lado, las cláusulas que describen el plazo de responsabilidad en forma de *duración de la vigencia* de las declaraciones y garantías convencionales, pueden resultar equívocas. Aunque se entienda limitada la responsabilidad a los hechos o eventos ocurridos en la *target* antes del cierre, su manifestación puede ser ulterior, así como su reclamación. En este orden de ideas, el plazo de duración podría entenderse como un plazo de *garantía de aparición* de la contingencia —nacida en una fecha anterior al cierre— o como un plazo de *reclamación* de esa contingencia.

En principio, si el contrato se limita a decir que "las declaraciones y garantías tendrán una *vigencia* de dos años", todo indica que debería entenderse que no se responderá de las contingencias y pasivos aparecidos más allá de esta fecha, pero sí de los aparecidos antes, aunque se reclamen posteriormente dentro del plazo de prescripción aplicable. Como seguramente esto no es lo que quiso el vendedor al incluir una cláusula de este tipo, parecería conveniente que la cláusula de limitación se formule más bien como una cláusula de *extinción de responsabilidades*, en cuanto tales.

De ser así, todo indica que las partes deberían acordar que a partir de determinada fecha se *extinguirá toda la responsabilidad* que el vendedor pueda haber contraído con motivo de tales declaraciones y garantías; salvo, llegado el caso, respecto de aquellos reclamos que hubieran sido arbitral o judicialmente ejercidos en forma previa a la fecha de corte. Así, el plazo actuaría al mismo tiempo como plazo de aparición de

---

door" o "basket" (canasto), es decir que una vez que el umbral estipulado fuera alcanzado, el vendedor responderá por todos los montos por encima y/o por debajo de ese umbral. Alternativamente, el umbral puede funcionar también como "cushion" o "deductible" (monto deducible); el vendedor responderá sólo por los reclamos que individualmente superen el umbral establecido.

<sup>28</sup> Por ejemplo, la asunción de responsabilidad del vendedor únicamente por todos los pasivos ocultos o contingencias que el comprador *detecte* o se *manifiesten* dentro del año posterior al cierre de la transacción.

<sup>29</sup> Por ejemplo, mediante la necesidad de notificar al vendedor dentro de un determinado período de tiempo acerca de la ocurrencia de un pasivo o contingencia para que éste pueda participar en su defensa, sin necesidad de responder inmediatamente por éste; o bien que el vendedor responderá únicamente por aquellos reclamos que se inicien dentro de los dos años posteriores al cierre de la transacción.

<sup>30</sup> Ver *supra* nota 2.

la contingencia y como plazo para el reclamo de la correspondiente responsabilidad por parte del vendedor.

Del mismo modo, el plazo de extinción de la responsabilidad puede constituir el plazo de cómputo de los pasivos y contingencias para determinar si alcanzan la franquicia mínima, cuando ésta hubiera sido acordada. Así, por ejemplo, el vendedor quedaría exento solamente si durante el período en que está vigente la responsabilidad no se ha alcanzado el mínimo establecido, suponiendo, como lo hicimos más arriba, que todas las contingencias se computen agregadamente para determinar si se ha alcanzado tal mínimo<sup>31</sup>.

Por otro lado y para concluir con nuestra serie de ejemplos, piénsese que la prescripción de las acciones de terceros puede no haber comenzado aún por no haberse producido el supuesto que, conforme a la normativa de derecho común, da lugar al nacimiento de la correspondiente acción<sup>32</sup>. Imaginemos que se trate de la acción de un tercero fundada en un daño extracontractual producido por un incumplimiento "latente" de la *target* anterior al cierre, que se manifiesta mucho tiempo después (v.gr., daño medioambiental, responsabilidad por productos, por defectos en la construcción de algún inmueble de la *target*, etc.). En estos casos, es muy probable que la liquidación final del pasivo tarde en producirse varios años, probablemente muchos más de los previstos por las partes a la hora de establecer la limitación convencional de la responsabilidad de una de ellas.

### III. LA PROBLEMÁTICA SOBRE LA INTERPRETACIÓN DE ESTE TIPO DE CLÁUSULAS

Dado que postulamos la plena vigencia de la autonomía de la voluntad en esta materia, si las partes deciden excluir o limitar expresamente la responsabilidad del vendedor del paquete accionario, nos parece que el cuidado en la redacción de este tipo de cláusulas es fundamental. Ya que en caso de ambigüedad, como hemos visto, existe siempre el riesgo de que el intérprete, en caso de conflicto, se aparte del real interés de las partes al momento de estipularla.

Pensemos, por ejemplo, en una cláusula que establece —como es común— que el vendedor excluye "toda responsabilidad o garantía con relación a las acciones que transfiere". ¿Se refiere esto a la garantía legal (evicción) emergente como efecto natural del contrato de compraventa, o se incluye cualquier garantía con relación al estado patrimonial de la *target*?

Sin perjuicio de que por nuestra parte entendemos que salvo por pacto expreso o por referencias contractuales inequívocas con relación al estado patrimonial de la *target*, el vendedor no es responsable ni garantiza la consistencia del patrimonio social, no podemos olvidar la diversidad de posturas que existen acerca de la garantía por parte del vendedor en materia de pasivos ocultos en este tipo de operaciones<sup>33</sup>. Ergo, la estipulación de cláusulas ambiguas en esta materia no parece ser recomendable, independientemente de la parte beneficiada por la cláusula en cuestión<sup>34</sup>.

<sup>31</sup> Conf., en igual sentido, ÁLVAREZ ARJONA, José María - CARRASCO PERERA, Ángel (dirs.), *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, cit., p. 230.

<sup>32</sup> Arts. 4020 y ss., CCiv.

<sup>33</sup> Ver nota 59. *infra*.

<sup>34</sup> Merece señalarse que las cláusulas de garantía de pasivos ambiguas o cuyos términos

En cualquier caso, es en el mejor interés del vendedor que los términos de la cláusula que limita o exime su responsabilidad con relación al paquete accionario que se transfiere, o en la que el comprador renuncia a efectuarle cualquier tipo de reclamos en este sentido, sean particularmente claros<sup>35</sup>.

En la práctica, puede ocurrir que las partes al contrato de transferencia del paquete accionario incluyan ciertas referencias al patrimonio subyacente de la *target*<sup>36</sup>, pero por cuestiones inherentes a la negociación (por ej., reducción del precio de adquisición, capacidad negocial de cada parte, etc.<sup>37</sup>), el vendedor requiera excluir o limitar su responsabilidad respecto de todos o a determinados pasivos que pudieran aparecer luego de la transferencia.

den lugar a dudas sobre la existencia misma de la garantía, son interpretadas por la jurisprudencia comparada en el sentido de que la duda debe beneficiar al vendedor (deudor). Así, la sala Comercial de la Corte de Casación francesa entendió que la cláusula intitulada "Garantía de Pasivos", que estipulaba que "los vendedores garantizan en contrapartida a los compradores que no existe ninguna otra deuda de la sociedad que las que figuran en el balance; en caso de que un pasivo oculto se revele, los vendedores serán notificados por los compradores e invitados a participar de las discusiones que pudieran iniciarse con los acreedores", no ponía en cabeza de los vendedores la obligación de pagar el pasivo oculto que se presentase (conf. Cass. Com., 23/4/1985, nro. 84-11217). Por su parte, la Corte de Apelación de Amiens, frente a la incertidumbre acerca de la voluntad de las partes cuando la garantía de pasivos había sido concebida en términos muy genéricos, estimó que la cláusula de garantía de pasivos debía ser interpretada en forma restrictiva y a favor del deudor (en el caso, el vendedor de las acciones). En este sentido, debemos recordar que nuestro ordenamiento prescribe un principio similar en el art. 218, inc. 7º, CCom. En cuanto a la interpretación que ha hecho nuestra jurisprudencia sobre la extensión de las cláusulas de garantía en los contratos de compraventa de paquetes accionarios, ver a modo de ejemplo Corte Sup., 19/8/1999, "Inversiones y Servicios SA v. Estado nacional s/in cumplimiento de contrato", ED 187-617, y C. Nac. Com., sala C, 16/12/1997, "Erosa, José Oscar v. Marengo Di Moriondo, Eugenio C. y otros s/ordinario", ED 180-46. Finalmente, en cuanto a la interpretación de las cláusulas limitativas o excluyentes de la responsabilidad del vendedor respecto del paquete accionario que transfiere, la jurisprudencia francesa también entiende que su interpretación debe atenderse estrictamente a los términos del convenio (ver Cass. Com., 9/10/1990, nro. 89-14537, y BAUDOIN, Vincent, "La validité des clauses exclusives de responsabilité du vendeur dans un contrat d'acquisition d'actions", cit., p. 26).

<sup>35</sup> A simple modo de ejemplo, la cláusula que exime de responsabilidad al enajenante suele declarar que "el vendedor no otorga garantía expresa o implícita alguna con respecto a la consistencia del patrimonio social previo a la transferencia incluyendo sin limitación sobre el estado de los activos, pasivos, bienes o giro comercial de la sociedad". Por su parte, la cláusula mediante la cual el comprador renuncia expresamente a efectuar reclamo alguno del comprador suele estipular que "el adquirente renuncia en forma irrevocable a efectuar cualquier tipo de reclamo al vendedor con relación a la consistencia patrimonial de la *target* previo la transferencia, incluyendo sin limitación reclamos vinculados al estado de los activos, pasivos, bienes o giro comercial de la sociedad".

<sup>36</sup> Por ejemplo, un balance de la *target*, o un inventario de sus activos, etc.

<sup>37</sup> Las cláusulas limitativas o excluyentes de la responsabilidad del vendedor pueden, asimismo, estar motivadas en las consideraciones personales del adquirente; tal será el caso, por ejemplo, en que este último ya sea accionista del *target*, o que hubiera participado en la administración de ésta.

Puede ocurrir también que el comprador conozca la existencia de una contingencia patrimonial relevante para él y a cambio de la consiguiente repercusión en el precio de compra, decida asumir sus consecuencias y eximir de responsabilidad al vendedor sobre la misma.

De este modo, aun cuando las partes acordaron vincular convencionalmente el paquete accionario transferido con el estado del patrimonio social, conviene asimismo eximir total o parcialmente de responsabilidad al enajenante por los vicios que pudieran afectarlo.

En cierto modo, y dependiendo siempre del contenido del convenio, nos parece que la cuestión se asimilaría al caso de la venta de una cosa "en el estado en que se encuentra", que en opinión de Borda ha sido resuelta con precisión y acierto por la jurisprudencia francesa, según la cual este tipo de estipulaciones implica una renuncia a la responsabilidad por los vicios ocultos desconocidos por el vendedor, o bien por una contingencia que el comprador conoce positivamente y decide asumirla (normalmente, a cambio de una disminución en el precio)<sup>38</sup>. Desde ya que en ningún caso podría aceptarse la mala fe del enajenante, por ejemplo, cuando conocía los vicios y los ocultó adrede al comprador<sup>39</sup>.

En definitiva, conforme a la normativa de derecho común<sup>40</sup>, las partes pueden, por un lado, aumentar o ampliar la garantía por vicios redhibitorios y, por ende, *incluir en el contrato cláusulas especiales de responsabilidad* para los casos que naturalmente no correspondería catalogar como tales vicios<sup>41</sup>. Y como no está en juego el orden público ni los intereses generales, pueden también, por el otro, estipular en sus contratos restricciones a su responsabilidad, manteniéndola sólo respecto de algunos vicios y no de todos, pudiendo renunciar a todos ellos o, a la inversa, agregar algunos<sup>42</sup>.

En cualquier caso, por tratarse de compromisos asumidos expresamente por las partes en el convenio<sup>43</sup>, frente a un incumplimiento, resultaría aplicable el régimen general de responsabilidad contractual.

Por otro lado y según las circunstancias del caso, la validez de las cláusulas de exclusión o limitación de la garantía del vendedor, o de renuncia del comprador a efectuarle reclamos, puede verse condicionada por situaciones que podrían derivar en vicios del consentimiento del adquirente, como ser declaraciones inexactas o incompletas sobre hechos o cuestiones relevantes, reticencia resultante del silencio

<sup>38</sup> Conf. BORDA, Guillermo A., *Tratado de derecho civil. Contratos*, cit.

<sup>39</sup> V.gr., mediante la entrega de un balance falso o intencionalmente inexacto.

<sup>40</sup> V.gr., arts. 2166 y 2167, CCiv.

<sup>41</sup> Por ejemplo, vinculando el paquete accionario que se transfiere y el precio abonado por el mismo con la consistencia patrimonial de la *target* y los pasivos o contingencias que pudieran presentarse y afectaría luego de la transferencia.

<sup>42</sup> Conf. BUERES, Alberto - HIGHTON, Elena, *Código Civil y normas complementarias. Análisis doctrinario y jurisprudencial. Contratos*, 1ª ed., Hammurabi, Buenos Aires, 2003, p. 740; y BELLUSCIO, Augusto - ZANNONI, Eduardo, *Código Civil y leyes complementarias. Comentado, anotado y concordado*, t. 9, Astrea, Buenos Aires, 1994, p. 785.

<sup>43</sup> No se trata en realidad de vicios redhibitorios propiamente dichos, sino de que la responsabilidad —o su limitación o exclusión— proviene de obligaciones asumidas por las partes en el convenio.

del vendedor u omisiones importantes deliberadas respecto de la situación patrimonial de la *target*.

En este sentido, dada la diversidad de intereses que suelen entrar en juego<sup>44</sup> y la naturaleza de estas operaciones<sup>45</sup>, consideramos que a la hora de evaluar la existencia de un vicio del consentimiento en este tipo de transacciones, cobrará especial relevancia el contenido de las estipulaciones contractuales volcadas conforme a la autonomía de la voluntad, confrontado con las circunstancias que rodearon la celebración del convenio<sup>46</sup> y el grado de diligencia empleado por las partes<sup>47</sup>. Ello servirá como punto de referencia para establecer tanto el equilibrio del principio *caveat emptor* que rige para las operaciones mercantiles en general<sup>48</sup>, como el consiguiente grado de responsabilidad de las partes, su exención o limitación.

En cuanto a la cuestión del silencio del vendedor de un paquete accionario respecto de la situación patrimonial de la *target*, recordemos que no hay norma específica en el ordenamiento legal argentino que imponga al enajenante de las acciones la obligación de informar acerca del estado del patrimonio del ente al momento de la transferencia<sup>49</sup>.

Sin perjuicio de ello, parecería conveniente para el vendedor que desea limitar o excluir su responsabilidad con relación al paquete que transfiere, que además de esti-

44 Entre la variedad de intereses e intenciones subjetivas de las partes a la hora de celebrar una transacción de este tipo, pueden mencionarse, por ejemplo, el de adquirir la *target* a efectos de generar sinergias productivas dentro de un determinado grupo societario (v.gr. optimizando las ganancias que eventualmente pudieran derivarse de ello), o bien a efectos de liquidar las operaciones de la *target* ("desguazarla") luego de un determinado período de tiempo luego de la adquisición (por la amenaza que representa en el mercado como competidora de la compradora), o para escindir ciertas divisiones de negocios o disponer de ciertos bienes, por ejemplo, una marca de la *target* luego de la adquisición aun conservando el resto de los activos (intentando optimizar así su productividad), etc.

45 Se transfieren acciones y no el patrimonio social de la *target*.

46 V.gr. la realización o no de una auditoría de compra (*due diligence*), así como el alcance sobre ésta acordado por las partes.

47 En este sentido, destacamos la importancia de que las partes intervinientes en este tipo de transacciones (por lo común, comerciantes y hombres de negocios) obren con la debida diligencia de acuerdo con las características de la operación: el comprador, realizando las investigaciones necesarias sobre el negocio que pretende adquirir (*due diligence*), y el vendedor, facilitando información conforme a los parámetros acordados.

48 El precepto *caveat emptor* podría resumirse en la frase "que el comprador tenga cuidado", aplicable por principio al tipo de transacciones como la que nos ocupa. A nuestro modo de ver, el precepto *caveat emptor* deriva de otros principios generales del derecho, como por ejemplo el formulado en el art. 902, CCiv., y el principio de la buena fe-diligencia consagrado en el art. 1198, párr. 1º *in fine*. CCiv.: las partes deben celebrar, interpretar y ejecutar sus contratos de buena fe y obrando con *cuidado y previsión*. Ver, en este sentido, C. Nac. Com., sala B. 5/2/1999, "Zunghiri, H. J. v. Sánchez. Carlos y otros", LL 1999-D-193. En el derecho comparado, este principio ha sido consagrado por la jurisprudencia de la Suprema Corte de EE.UU. ("Kelllog Bridge Co. v. Hamilton", 110 US 108, 116 S.Ct. 537, 20 L.Ed. 86).

49 Tampoco existe norma legal específica en la Argentina que requiera a las partes ni a sus asesores realizar una auditoría de compra (*due diligence*) en una transferencia de paquete accionario de control, ni que determine el alcance que éste debe tener.

pujar esto último en forma expresa y clara, se asegure que el contrato no contenga disposiciones convencionales que lo obliguen a brindar determinada información sobre la *target*. Y para el caso de que se acuerde que el vendedor deba brindar cierta información, éste podría estar interesado en dejar estipulado convencionalmente tanto el alcance de la información brindada como el de la investigación realizada por el comprador<sup>50</sup>.

Este tipo de medidas parecerían alejar el riesgo de que el silencio del vendedor pudiera ser considerado reticencia dolosa de información, lo cual, va de suyo, en ningún caso resultaría aceptable<sup>51</sup>.

#### IV. LA EXÉGESIS JURISPRUDENCIAL

Si bien no hemos encontrado demasiados precedentes locales que analicen la validez y extensión de las cláusulas limitativas o excluyentes de la responsabilidad del enajenante de un paquete de acciones, ésta ha sido expresamente admitida y considerablemente estudiada en sistemas comparados al nuestro como el francés<sup>52</sup>.

<sup>50</sup> Por ejemplo, el vendedor que desea limitar o excluir su responsabilidad suele estar interesado en que el convenio de transferencia estipule que el adquirente tuvo la oportunidad de informarse acerca del estado patrimonial de la *target* de manera completa y conforme a su voluntad y sus requerimientos. Además, y a simple modo de ejemplo, el enajenante suele tener interés en obtener un reconocimiento expreso del comprador en el sentido de que: (i) le ha sido provista y puesta a disposición del comprador toda la documentación e información requerida por éste con relación al estado patrimonial de la *target* y el adquirente presta conformidad en este sentido; o (ii) que el adquirente ha tenido acceso a dicha documentación e información de manera irrestricta y adecuada; o bien (iii) que el comprador ha realizado sus propias investigaciones, exámenes y auditorías sobre la situación de la *target*, sobre la base de las cuales ha establecido en forma independiente su apreciación acerca del estado patrimonial de la *target* y de su giro comercial, incluyendo, entre otros, sus activos, pasivos, contingencias, situación financiera, impositiva, laboral y previsional.

<sup>51</sup> En la doctrina comparada se ha expresado que "en toda hipótesis, el vendedor del paquete accionario no podrá exonerarse de su actuación dolosa y cualquier precaución tomada en la redacción del convenio tampoco podrá, afortunadamente, contravenir el principio según el cual el fraude todo lo corrompe. En consecuencia, sólo la información sincera y honesta del vendedor [brindada conforme al interés expresado por el comprador y a los parámetros acordados] con relación al estado patrimonial de la *target*, permitirá negociar cláusulas válidas de exclusión de la garantía y de la responsabilidad" (conf. LEPROUST-LARCHER, Marie-Christine - CHEVALLIER, Jean-Claude, "Difficultés de mise en place d'une garantie de passif lors d'une cession de contrôle dans une société commerciale". *Répertoire du Notarial Québécois*, nro. 08/02, 30/4/2002, p. 507).

<sup>52</sup> Conf. BAUDOIN, Vincent "La validité des clauses exclusives de responsabilité du vendeur dans un contrat d'acquisition d'actions", cit., p. 25. La licitud de las cláusulas de no garantía del vendedor del paquete accionario ha sido admitida tanto por la doctrina como por la jurisprudencia francesa. Así, B. Saintourens confirma que si bien no son tan comunes como su opuesto —las cláusulas de garantía de pasivos o de consistencia patrimonial—, "su licitud no genera duda alguna" (conf. SAINTOURENS, B., en comentario a CA Agen 1<sup>o</sup> Ch., 21/12/1988, "Navarro v. Duhau et Molenaar", *Bulletin Mensuel d'Information des Sociétés*, 1989, p. 525). Por otro lado, los tribunales franceses también han admitido la validez de este tipo de cláusulas dentro del marco de la cesión de cuotas de una sociedad de responsabilidad limitada. En el caso, el contrato de

Un fallo interesante de nuestros tribunales con respecto a esta cuestión que pudiéramos rescatar es "Fami v. Marchiaro"<sup>53</sup>.

En el caso, la demandada interpuso una excepción de falta de legitimación basada en un convenio formalizado entre accionistas por el cual se transferían las acciones de la *target* (Fami SACI) y en donde por la cláusula novena, se formalizaba una renuncia a reclamo alguno o a accionar penal o civilmente con respecto a los demandados (ex directores de la *target*).

La Cámara confirmó el criterio del *a quo* que rechazó la defensa, resaltando, entre otros argumentos, que: (i) tal pacto no era oponible a la *target* porque fue realizado entre personas de existencia visible, ajenas a la sociedad, a la persona jurídica societaria actora en el proceso; y (ii) la renuncia o transacción de responsabilidades de los directores, reglada en el art. 275, LSC, debe ser expresa y resuelta formalmente por la asamblea general ordinaria, sin mediar la oposición del 5% del capital social; ello no ocurría así en esa circunstancia, en el convenio invocado<sup>54</sup>.

De este modo, la Cámara resolvió que el convenio entre las partes intervinientes en el referido acuerdo no podía impedir el derecho de la sociedad actora de accionar, ya que aquél no cumplía las formalidades de ley, según la LSC, por lo que impedía el ejercicio por la *target* de la acción social de responsabilidad del art. 274, LSC, por los daños y perjuicios sufridos por ella.

De ahí que a fin de soslayar este tipo de conflictos sea común en la práctica que los accionistas vendedores que desean evitar reclamos vinculados a su gestión como directores de la *target*, propongan cierta metodología para el cierre de la transacción. Así, en forma simultánea al cierre, los accionistas vendedores suelen requerir que la aprobación de su gestión como directores salientes sea votada en asamblea por los accionistas compradores, ello sin perjuicio de las indemnidades que pudiera contener el contrato de transferencia de las acciones<sup>55</sup>. Normalmente, a fin de proteger los in-

cesión incluía una cláusula de no garantía según la cual los cesionarios se eximían de "toda carga u obligación que pudiera gravar las cuotas adquiridas, de tal forma que los cedentes no fueran jamás considerados responsables, por cualquier título que fuera, por razón de su calidad de ex socios". La Corte de Apelación de Aix-en-Provence estimó que dicha cláusula constituía una renuncia expresa de los cesionarios frente a los cedentes a ejercer contra éstos cualquier acción en garantía, a razón de la disminución del valor de las cuotas, debido a la revelación ulterior de nuevas deudas en la *target* (conf. CA Aix-en-Provence, "Gullung v. De Laidet", 20/7/1976, D. 1977, IR, 448).

<sup>53</sup> C. Civ. y Com. Rosario, sala 1ª, 24/10/2002, "Fami SACI v. Marchiaro, Antonio y otros", LL Litoral 2003-1134; IMP 2004-A-1326.

<sup>54</sup> El tribunal destacó asimismo que por tratarse de cuestiones de responsabilidad directorial, se hallaba comprometido el orden público y en ningún caso su extinción es eficaz si existe violación de la ley, lo que así aparecería en el caso. De recepcionarse ello, la renuncia a la deuda indemnizatoria, o su reclamación, o al inicio de acción alguna, se estaría menoscabando el orden público societario, dado que no justificaría ventaja alguna para la sociedad, sería contraria al interés social, ya que podría verse incrementado el pasivo social y por ende afectada la garantía de los terceros, suponiendo un beneficio indebido para algunos signatarios; por ello, el pacto no es oponible a la sociedad actora (conf. "Fami v. Marchiaro", cit.).

<sup>55</sup> En este sentido, dependiendo de las circunstancias del caso y del porcentaje accionario transferido, debe tenerse en cuenta lo prescripto en el artículo 275, LSC, en cuanto a la extinción de la responsabilidad de directores y gerentes respecto de la sociedad.



tereses del enajenante en este sentido, también se suele incluir a los asesores legales de los vendedores como autorizados para inscribir las resoluciones adoptadas en dicha asamblea frente a los organismos competentes. Por su parte, entre los precedentes franceses en esta materia encontramos que la sala comercial de la Corte de Casación tuvo la oportunidad de declarar la licitud de una cláusula excluyente de responsabilidad del vendedor con relación al paquete accionario que transfería<sup>56</sup>. En el caso, el vendedor (accionista mayoritario) había cedido el paquete accionario mediante un convenio que lo eximía expresamente de toda responsabilidad en lo concerniente a las acciones que transfería, *incluyendo* por cuestiones patrimoniales vinculadas a la *target* y por las consecuencias de las faltas que el vendedor pudiera haber cometido durante su gestión como administrador y presidente de la sociedad.

El adquirente demandó la nulidad de la convención, invocando que la cláusula en cuestión contenía disposiciones contrarias a las reglas de orden público que regían la responsabilidad del directorio de las sociedades anónimas.

La Corte de Casación, manteniendo los argumentos de la Corte de Apelación, comenzó por reafirmar la validez de este tipo de cláusulas de exclusión de responsabilidad del vendedor de un paquete accionario, por tratarse de una cuestión eminentemente de contenido patrimonial y amparada por la autonomía de la voluntad. Asimismo, resaltó que la dispensa de responsabilidad *en su conjunto* era perfectamente lícita por involucrar cuestiones privadas entre los signatarios, comportando especialmente "compromisos suscritos bajo condiciones determinadas por el adquirente respecto del vendedor, como consecuencia de la venta de las acciones y de la liberación de responsabilidad de éste" (el adquirente habría solicitado una reducción sustancial del precio a cambio de la liberación de la responsabilidad del vendedor).

Sin perjuicio de que nos pronunciarnos por la validez de este tipo de cláusulas en nuestro medio, no debe perderse de vista que conforme hemos visto al comentar "Fami v. Marchiaro", *supra* la exclusión convencional de la responsabilidad del accionista vendedor emergente de su actuación como director de la *target*, podría verse condicionada en nuestro sistema tanto por la metodología adoptada para el cierre de la transacción como por la normativa aplicable a la responsabilidad directorial<sup>57</sup>.

Finalmente, la legitimidad de las cláusulas de renuncia del comprador a efectuar reclamos al vendedor sobre el paquete accionario transferido, también ha sido admitida por la jurisprudencia francesa. De este modo, se precisó el alcance de este tipo de cláusulas en un interesante fallo de la Corte de Apelaciones de París con relación a un convenio de transferencia de acciones que, a la vez de contener estipulaciones referidas a la consistencia del patrimonio de la *target*, contenía una cláusula de renuncia a efectuar reclamos por parte del adquirente.

Luego de una determinación de oficio por ajuste del fisco con relación a la *target*, el reclamo del comprador por el pasivo acaecido fue rechazado por el tribunal en función de la renuncia expresa a efectuar reclamos contenida en el convenio<sup>58</sup>.

<sup>56</sup> Conf. Cass. Com., 18/2/1980, "Aynès v. Martínez", nro. 76-13362, Bull. Civ., IV, p. 65, nro. 86.

<sup>57</sup> V.gr., arts. 59, 274 y ss.

<sup>58</sup> CA Paris, 12/12/1989, "Tedone v. Saint-Charnand", Juris-Data nro. 026030.

## V. CONSIDERACIONES FINALES

Las transferencias de paquetes accionarios de control de sociedades cerradas (no cotizadas) no están sujetas a una regulación específica en nuestro sistema jurídico. Por ende, se trata de un área de negocios donde la autonomía de la voluntad es la regla y donde la habilidad negociadora de las partes —y de sus asesores— para proteger sus intereses se encuentra en su máxima expresión.

En función de la libertad de la que disponen para estipular convencionalmente sus derechos y obligaciones, los términos del convenio serán el principal punto de referencia a la hora de desentrañar el negocio acordado entre las partes, así como cualquier garantía —o sus limitaciones— que pudiera derivarse de aquél.

Sin embargo, no debe olvidarse que la diversidad de posturas doctrinarias acerca de la existencia de garantías del vendedor del paquete accionario sobre el estado del patrimonio social, así como la variedad de interpretación por parte de los tribunales en estas cuestiones, alejan al derecho del concepto de ciencia exacta<sup>59</sup>.

Por ello, la cautela impone a las partes no sólo estipular en los convenios su voluntad, en forma clara, completa y conforme a sus respectivos intereses en la transacción (llegado el caso, con las exclusiones de responsabilidad que pudieran corresponder), sino que también deberán conducirse con la diligencia necesaria en función del negocio que están concretando<sup>60</sup>. En todos los casos, resultarán cruciales las recomendaciones de los asesores legales de cada una de las partes que participan en la operación.

<sup>59</sup> Ver nota 20 *supra* y entre otros: (i) FAVIER DUBOIS (h.), Eduardo M. - NISSEN, Ricardo A. - SANDLER, Max M. (dirs.), "El vendedor o cesionario de acciones es responsable y garantiza la consistencia del patrimonio social en la compraventa de paquetes accionarios", en *Negocios sobre partes, cuotas, acciones y otros títulos societarios, Ad-Hoc*, Buenos Aires, 1994, p. 74; (ii) GARCÍA TEJERA, Norberto, "Compraventa de acciones", ED 116-948; (iii) HALPERIN, Isaac - OTAEGUI, Julio C., *Sociedades anónimas*, 2ª ed., Depalma, Buenos Aires, 1998, p. 369; (iv) MARTORELL, Eduardo E., "Paquetes accionarios de mega empresas: problemática derivada de su transferencia", LL 1999-A-806; (v) ODRIOZOLA, Carlos, S., "Acerca de las acciones de control", RDCO, 1978; (vi) PAOLANTONIO, Martín E., "XI. Transferencia de acciones y patrimonio social: las garantías de consistencia", cit., p. 89; (vii) PRINCIFE, Silvina, *Adquisición de paquetes accionarios de control*, La Ley, Buenos Aires, 2002; (viii) RICHARD, Efraín H., "Garantía por contingencias en el patrimonio social otorgada por el accionista que transfiere su participación. Transferibilidad de esa garantía", RDCO 2001-307, Lexis Nº 00021/000221; (ix) ROCA, Eduardo A., "Transferencia de 'paquetes' de acciones", ED 9-968; (x) ROCA, Eduardo A., "Pasivos ocultos en la 'compraventa' de paquetes", ED 180-46; (xi) ROCA, Eduardo A., "Paquetes, no líos", ED 188-531; (xii) ROCA, Eduardo A., "Paquetes o líos", ED 162-259; (xiii) SALERNO, Marcelo U., "La cesión del control de la empresa según la Corte Suprema", LL 2001-E-1033; (xiv) SUÁREZ ANZORENA, Carlos, "Paquetes accionarios", RDCO 1990-A-434; y (xv) VERLY, Hernán, "En torno a los llamados pasivos ocultos", LL 2003-F-1190.

<sup>60</sup> El art. 1198, CCiv., establece el principio de la buena fe en la celebración, ejecución y cumplimiento de los contratos, a la vez de exigir a los contratantes obrar con el debido *cuidado y previsión* (buena fe-diligencia).