**El impacto del “Covid-19” en “fusiones & adquisiciones” (de “evento disruptivo” a “riesgo conocido”)**

**Rodolfo G. Papa[[1]](#footnote-1)**

**Artículo originalmente publicado en la Revista Temas de Derecho Comercial, Empresarial y del Consumidor (ERREIUS). Marzo 2021.**

1. Reflexiones introductorias en el abordaje de esta problemática:

Nos proponemos analizar cuál ha sido el impacto causado por el “Covid-19”, con particular énfasis, sobre la concertación de las denominadas operaciones de “fusiones & adquisiciones” de compañías locales[[2]](#footnote-2), esencialmente en lo que respecta a la transferencia onerosa de una participación social controlante (comúnmente denominada como un “paquete accionario de control”[[3]](#footnote-3)) sobre aquellas.

Recordemos que este tipo de negocios sobre acciones o cuotas sociales, poseen una serie de particularidades distintivas, frente a otros formatos contractuales[[4]](#footnote-4).

Por un lado, la formación de su consentimiento contractual (en la gran mayoría de los casos), no es lineal ni automática, sino que se encuentra sometida a un “testeo de calidad” al que se enfrentan las partes contratantes, en cuya dinámica, las negociaciones se conducen a través de su tránsito por las siguientes etapas: la pre-contractual, la contractual y la post-contractual, respectivamente, cuyo avance razonablemente exitoso, tampoco podría asegurar la exclusión de controversias, inclusive una vez que se hubiera cerrado.

Tengamos en cuenta, en consecuencia, que no necesariamente tales tratativas van a culminar con el perfeccionamiento de la operación, puesto que una diversidad de escenarios de conflicto, podrían tener lugar durante cada uno de las precitados “momentos”, y entonces, podría frustrarse.

Por otra parte, su objeto contractual se extiende (como regla) más allá a la de una simple transmisión de valores negociables (que también incluye la cesión del estado de socio o accionista, por parte del vendedor), y así, debería abarcar (al amparo del ejercicio del *pacta sunt servanda*) una transferencia indirecta del equivalente proporcional de tales tenencias sobre el patrimonio social de la compañía target de la operación, puesto que, es en definitiva, la causa fin que las partes deberían haber tenido en consideración para contratar (además -obviamente- de la incidencia de tal patrimonio en la fijación del método o mecanismo para establecer su valuación económico-financiera, de la que resultará el precio), y que debería quedar reflejado dentro del contenido de sus previsiones contractuales.

En tal sentido, la doctrina ha tipificado esta vinculación entre el capital y patrimonio social como una “cláusula de garantía sobre la consistencia patrimonial de la sociedad”, la que debería asegurar la existencia y características de sus activos, y la inexistencia de pasivos ocultos, incluyendo aquellos de naturaleza contingente (o no), declarados contra la compañía[[5]](#footnote-5)

Tampoco podríamos dejar de soslayar que la existencia de este tipo de pactos, si bien, en esencia, son atípicos o innominados, puesto que, en su construcción, impera la autonomía de la voluntad en su máxima expresión (excluyendo aquellos en los que podría generar (al menos en teoría) una adhesión a cláusulas predispuestas, o bien, una relación de consumo, según el caso), no ha sido desconocida por nuestro Código Civil y Comercial de la Nación, cuyo artículo 1124, inciso b), torna aplicable (de manera supletoria) las normas del contrato de compraventa a aquellos pactos por los cuales una parte se obliga a transferir la titularidad de títulos valores por un precio.

A pesar de su falta de regulación normativa expresa, la siguiente definición doctrinaria sintetiza (en nuestro parecer) de manera adecuada (y actual) a este formato que autorregula convencionalmente la venta de participaciones sociales sobre un ente societario ideal (sujeto de Derecho autónomo e independiente a las partes contratantes), y la consiguiente distribución de riesgos entre aquellas, como “…aquel contrato complejo, innominado y no legislado que tiene por objeto una individualidad propia que excede a una cosa mueble, a los derechos cesibles y a la autonomía y literalidad cartular, y es por eso que, sin necesidad de proponer una legislación específica para regular la transferencia accionaria, ya que la teoría general de los contratos alcanza y sobra para incluirlo, será fundamental la tarea profesional a la hora de redactar el acuerdo…”[[6]](#footnote-6).

En síntesis, y sobre la base, recalcamos, de cómo podría haber impactado la pandemia global causada por el “Covid-19” (en conjunción con las medidas restrictivas a la libre circulación de las personas, el comercio y ciertos servicios y actividades esenciales (o no) que hubieran sido dispuestas por los gobiernos nacionales y estaduales, en el ámbito de sus incumbencias), sobre este tipo de operaciones, distinguiremos en nuestro análisis, dos grandes segmentos: en primer lugar, aquellas que hubieran sido acordadas (o firmadas), pero aún no cerradas, al momento del reconocimiento de esta pandemia (como tal) a nivel mundial (que temporalmente podríamos situar al momento de tal declaración por parte de la Organización Mundial de la Salud (OMS) durante el mes de marzo del año pasado); y, en segundo, su conversión a “riesgo conocido” (pero de consecuencias o efectos todavía inciertos y desconocidos).

Parecería que la crisis causada por el “Covid-19”, ha impactado de manera genérica a través de dos modalidades distintas en la instrumentación de este tipo de negocios societarios.

Por una parte, al momento de su aparición, como un evento “disruptivo”, extraordinario, sobreviniente, imprevisible y ajeno a las partes, que de cualquier modo, como analizaremos a continuación, en principio, no debería haber alterado el cumplimiento de las prestaciones pactadas, a menos que su ocurrencia “disruptiva” hubiera sido expresamente prevista y se hubieran cumplido los recaudos para la aplicación de alguno de los institutos de excepción al precitado *pacta sunt servanda*.

Mientras que, por la otra, nos enfocaremos en describir su conversión a un “riesgo conocido”, en cuyo caso, su reconocimiento como tal debería haber sido necesariamente contemplado por los contratantes en lo que respecta a la autorregulación convencional en la distribución de dicho riesgo (o su exclusión, según el caso), durante el devenir de su negociación, puntualmente entre la firma y el cierre, y a su vez, dentro de la etapa “post-cierre”, respectivamente.

En el análisis de dichas cuestiones transcendentales, deberíamos tener en consideración, tanto operaciones exclusivamente domésticas, como aquellas en las que hubieran tenido participación (en su concertación), inversores extranjeros, en cuyo caso igualmente, y siguiendo una antigua jurisprudencia nacional, aún en el caso de contratos “internacionales” celebrados sobre una transferencia accionaria o “paquete” de una sociedad local, ante la posible coexistencia de diversas legislaciones aplicables a tal pacto, debería prevalecer nuestro ordenamiento jurídico, por aplicación del principio de la ejecución de la “prestación más característica”, en el caso, la entrega de la cosa (no dineraria), materializada en la transferencia de una participación social sobre una sociedad anónima nacional, con domicilio, sede social y establecimiento principal en Argentina[[7]](#footnote-7).

1. El “Covid-19” como “evento disruptivo”. Su impacto sobre operaciones acordadas, pero aún no cerradas al tiempo de su aparición:

Un primer aspecto que resultaría necesario explicitar, aunque probablemente sin una respuesta contundente, ante esta inédita cuestión, consistiría en evaluar (al menos preliminarmente) cuál podría haber sido el impacto “disruptivo” causado por esta pandemia global (reconocida expresamente -además- como tal), sobre aquellas operaciones de transferencia del control accionario firmadas, pero aún no cerradas al momento de su estallido.

Es necesario puntualizar, que cada operación, posee características únicas.

En tal sentido, podría ser factible que las partes hubieran alcanzado un acuerdo sobre los elementos esenciales (precio, determinación y forma de pago) del contrato, pero la ejecución de las prestaciones que hubieran sido pactadas, pudieron haber quedado sujetas al cumplimiento de determinados condicionamientos (o condiciones suspensivas), en esencia, de fuente convencional o regulatoria, según el caso.

Por lo cual, quedaran jurídicamente obligadas a cumplir con sus respectivas prestaciones, una vez que se hubiera dado cumplimiento a tales condicionamientos, sobre la base del contenido de lo que hubiera sido acordado.

En consecuencia, esta disociación entre la firma y el cierre del negocio, muy común en la práctica del mundo Anglosajón aunque no necesariamente replicada en transacciones pequeñas o medianas celebradas localmente, expone a las partes a transitar un “iter temporal”, extendido desde la firma del contrato, hasta el cierre de la operación, teniendo en cuenta que, durante dicho lapso, la compañía target seguirá siendo administrada por el vendedor, y un tema no menor que también despierta relevancia, en nuestro entender, es el de que esta etapa constituye la última oportunidad en virtud de la cual la parte compradora podría abandonar o “bajarse” de la transacción, ante la circunstancia de no haberse reunido (o cumplido) con las condiciones necesarias para proceder al cierre.

Es así como este posible escenario de conflicto (entre la firma y el cierre) que podría haberse evidenciado en la realidad, ante el estallido global de esta pandemia, podría haber sido esgrimido por la parte compradora, con el propósito de intentar abandonar o bajarse de la operación, sin consecuencias dañosas (o resarcitorias) derivadas de tal proceder, aunque obviamente, y como resultado de tal decisión, no podría evitar su “judicialización”.

Un caso real “testigo”, que refleja lo explicitado anteriormente, habría quedado materializado en el incumplimiento a lo acordado en una transacción mercantil entre multinacionales, la cual ante la “disrupción” de la pandemia, y con motivo del incumplimiento a lo que había sido pactado, derivó en su judicialización.

Durante el mes de Noviembre del año 2019, un holding multinacional Francés (Louis Vuitton), con presencia global por su comercialización de marcas “Premium” en diversos rubros, acordó la compra de una tienda Americana de venta de artículos de lujo (Tiffany´s), habiéndose fijado (en tal oportunidad) el precio correspondiente al valor de cada acción a ser adquirida.

A partir del mes de marzo del año pasado, ante la certeza del comienzo de la actual crisis pandémica, y frente a un posible impacto adverso (en el mediano plazo) sobre el nivel de ventas en el mercado de consumo mundial de altos ingresos (lo cual indirectamente tendría incidencia sobre el “valor” de la acción inicialmente pactado), la adquirente intentó, alegando diversos fundamentos (entre ellos una petición del propio Gobierno Francés), abandonar la operación.

Ante tal circunstancia, la empresa vendedora (o target) decidió promover una demanda por cumplimiento contractual, contra la empresa Francesa, ante los tribunales del Estado de Delaware (Estados Unidos)[[8]](#footnote-8).

Ahora bien, la pregunta que deberíamos (al menos intentar) responder, sobre la base de la posición del adquirente que hubiera intentado abandonar (o bien, como estrategia alternativa, forzar al vendedor a encarar una renegociación de “buena fe” en la reestructuración del precio y su forma de pago, o en su caso, un solución extrajudicial amigable (como último recurso)), consistiría en establecer si el “covid-19” podría haber sido calificado lo suficientemente “disruptivo”, como para haberle permitido adoptar legítimamente tal decisión, y en caso afirmativo, bajo cuáles fundamentos.

Nótese que, bajo este último cuestionamiento, existirían diversos temas jurídicos sustantivos a relevar, atendiendo a diversos factores, tales como: si nos enfrentamos a una operación exclusivamente local, o en la que hubieran participado empresas regidas por el *Common Law*, como también el grado de sofisticación y experiencia que hubieran acreditado las partes contratantes en la concertación de este tipo de negocios societarios.

Al respecto, el primer argumento jurídico sólido del que ha querido prevalerse un comprador, que hubiera perseguido el precitado objetivo de “bajarse” de la transacción, habría sido la invocación de que la aparición del “Covid-19” habría quedado subsumida bajo el ámbito de aplicación de la denominada por los anglosajones (por sus siglas de origen), como cláusula “MAC” (“*material adverse change*”, o “cambio adverso sustancial”), incorporada estandarizadamente en contratos comerciales complejos regidos total o parcialmente por el *Common Law*, y que ha sido replicada también en contratos celebrados entre partes exclusivamente locales.

Así, hipotéticamente, el efecto específico del “Covid-19” podría haber afectado adversa y significativamente (entre otros) los activos, condición financiera, negocios, resultados y las operaciones de la compañía target, entre la firma y el cierre, de tal modo que, ante su ocurrencia, posibilitaría al comprador invocar legítimamente su derecho a abandonar la operación (aún no cerrada)[[9]](#footnote-9).

Obviamente, en la construcción del contenido de esta cláusula las partes ejercen de manera plena su autonomía de la voluntad, resultante del poder y habilidad para negociar con el que cuentan, en principio “entre iguales”, tendiente esencialmente a cómo distribuirán los posibles riesgos derivados de su aplicación, ante un escenario disruptivo que tuviera lugar entre la firma y el cierre.

En el proceso de elaboración de su estructura, la cláusula “MAC” incluye los siguientes aspectos: (i) ámbito de aplicación, abarcando (no taxativamente) supuestos tales como la condición financiera, operaciones, activos o resultados de la compañía target, como también, eventos, hechos o circunstancias que retrasen o impidan en forma significativa al vendedor o a la compañía target, el cumplimiento de sus obligaciones pactadas bajo el contrato; (ii) excepciones (no alcanzadas por la cláusula “MAC”), riesgos “sistémicos” (no relacionados con el manejo de la compañía target)[[10]](#footnote-10); y, (iii) calificación de las excepciones (supuesto en los que no se aplican las excepciones), en cuyo caso, el riesgo, se traslada otra vez al vendedor, por ejemplo, el test de la “desproporcionalidad” causado sobre la compañía target, en comparación con otras compañías similares pertenecientes al mismo sector económico donde opera[[11]](#footnote-11).

En términos generales, al amparo de la práctica del *Common Law* sobre la cuestión en examen, podría afirmarse que para que la cláusula “MAC” pudiera ser invocada por una parte compradora, para que, de ese modo, pudiera abandonar la operación (aunque -recalcamos- tal acto podría servir para forzar a renegociar de “buena fe” con el vendedor las bases para la revisión del precio, su ajuste, y forma de pago), se ha establecido que para que pudiera ser aplicada con una razonable expectativa de éxito, el efecto específico que un acontecimiento disruptivo (como lo ha sido la pandemia causada por el “covid-19”), hubiera afectado la situación patrimonial de la compañía target, deberían haberse reunido dos presupuestos: su materialidad o “significatividad”, y además, ser temporalmente duradera.

En otras palabras, y como resultado de haber explicitado tales extremos (que parecerían ser) requeridos para la procedencia del ejercicio de una cláusula con dichas particularidades, al menos bajo el ámbito de tal legislación extranjera, podría afirmarse que los estándares adoptados por esta última para reconocer su invocación, como procedentes para que el comprador aspire a abandonar una operación con estas características, son de aplicación estricta y muy exigente.

En efecto, tal ha sido el criterio adoptado por la jurisprudencia Americana, dado que recién en el año 2018, ha reconocido por primera vez en una sentencia dictada por los Tribunales del Estado de Delaware (Estados Unidos), en el caso *“Akorn*”, admitió la validez de esta cláusula, invocada por la entidad absorbente (Fresenius), bajo un acuerdo de fusión, y que durante su ejecución, más precisamente entre su firma y el cierre, había tenido lugar una intempestiva y drástica disminución del valor de la compañía, lo que además, se cristalizó en forma duradera en el tiempo (durante 5 trimestres consecutivos), causando una reducción del valor total de su patrimonio (*equity*), equivalente a un 21% de aquel, todo lo cual, condujo a reconocer como válida la decisión de Fresenius de abandonar la operación, finalmente decretada por el tribunal[[12]](#footnote-12).

Por otro lado, correspondería también analizar (al menos preliminarmente) si dicho interrogante podría aplicarse a transacciones exclusivamente locales, y en consecuencia, bajo cuáles fundamentos podría sostenerse como procedente la invocación de esta pandemia como un acontecimiento impeditivo con impacto sobre el normal cumplimiento de las prestaciones originalmente pactadas, ya sea o bien entre la firma y el cierre, como inclusive, durante el post-cierre (en el caso, por ejemplo de la cancelación del saldo del precio de compra), lo cual nos enfrenta a otros eventuales conflictos.

En retrospectiva, asumiendo que tal escenario hubiera sido cristalizado en sus previsiones contractuales, debería interpretarse el alcance de sus contenidos, junto con el comportamiento que las partes hubieran adoptado durante la formación del consentimiento (más específicamente durante su etapa precontractual, en especial, durante *el due diligence*), atendiendo a las reglas de interpretación en material contractual, previstas por la nueva Codificación unificada[[13]](#footnote-13).

En segundo lugar, deberíamos examinar si, sobre la base de las particularidades de la transacción, cuya ejecución podría haber sido puesta en “crisis” por alguna de las partes (en especial, por el comprador), ya sea entre la firma y el cierre, e incluso, durante el post-cierre, el estallido de la “pandemia” hubiera impactado tan “disruptivamente” en la ejecución de las prestaciones contractuales pactadas, que podría encuadrarse en alguno de los institutos regulados expresamente por la nueva Codificación unificada que operan, en la práctica, como una excepción al *pacta sunt servanda*.

En tal sentido, nos referimos específicamente a los supuestos de imposibilidad de cumplimiento (por “fuerza mayor”), la excesiva onerosidad sobreviniente, o bien, la denominada e incorporada por dicha normativa, frustración de la finalidad del contrato, respectivamente.

El interrogante que cabría formularse es si -en la práctica- en transacciones regidas exclusivamente por ley Argentina, podría invocarse alguno de tales institutos, a los fines de (hipotéticamente) interferir en el contenido del *pacta sunt servanda* (o alternativamente, posibilitar que las partes se sienten a renegociar de buena fe ciertos términos esenciales originalmente pactados, direccionados obviamente a la revisión del precio).

Preliminarmente, dado lo novedoso de la cuestión que planteamos, parecería que a menos que las partes hubieran expresamente acordado (o renunciado) a la aplicación de alguno de los precitados institutos, resultaría ser extremadamente compleja, a tenor de las siguientes consideraciones.

En el caso de una imposibilidad de cumplimiento por causa de “fuerza mayor”, tanto la pandemia (como las medidas gubernamentales restrictivas adoptadas para enfrentarlo), deberían ser calificadas como una imposibilidad sobrevenida, objetiva, absoluta y definitiva para el cumplimiento de las prestaciones pactadas (artículos 955 y 1730 del CCyC). En principio, el estallido de la pandemia no ha “impedido” el cumplimiento de las prestaciones pactadas en este tipo de negocios (pago del precio, y en contraprestación, la transferencia de la documentación societaria correspondiente que evidencie debidamente el cambio de accionista o socio controlante).

Alternativamente, ante un evento de excesiva onerosidad sobreviniente, la pandemia debería haber afectado (en exceso) la equivalencia o sinalagma contractual, y, en un caso de frustración de la finalidad, debería haberse frustrado definitiva y absolutamente la causa (además de ser compartida subjetivamente), que las partes hubieran acordado expresamente para contratar.

Otro supuesto que, como parte de la construcción de contenidos de este trabajo no podemos dejar de soslayar, como un escenario de interferencia respecto a lo que se hubiera inicialmente acordado, residiría en la posibilidad de formular un planteo, con sustento en la invocación (y obviamente la prueba, cuya carga recaería sobre el reclamante), de una posible “pérdida de valor” operado sobre la compañía target, como efecto de una “alteración extraordinaria de las circunstancias existentes al tiempo de la celebración del contrato”, de tal forma que tal alteración podría haber sido presumiblemente causada por el “Covid-19”.

Siguiendo una postura doctrinaria de “última generación” proveniente del mundo Anglosajón, podría afirmarse que en un evento con las particularidades descriptas anteriormente, la cuestión a dilucidar consistiría en determinar si el flujo futuro de fondos de la compañía, tal como se esperaba razonablemente que hubiera generado al tiempo de la ocurrencia de un acontecimiento que podría ser calificado como un “efecto adverso material” (o “MAC”), hubiera sido o fuera significativa (o materialmente) inferior de aquel que hubiera sido esperado razonablemente que generase al tiempo en que el contrato hubiera sido firmado. Para responder a dicha cuestión, la medición (comparada) de los flujos futuros de fondos, tanto al tiempo de la celebración del contrato, como su proyección evaluados al tiempo en el que el evento de “MAC “, hubiera tenido lugar, debería estar a cargo de un consultor financiero independiente, y cuya opinión debería ser admitida como una medida de prueba determinante por el tribunal judicial o arbitral que resultare competente[[14]](#footnote-14).

1. El “Covid-19” como “riesgo conocido”. Su impacto en la concertación de operaciones “post-pandemia”:

Estamos próximos a cumplir un año de tránsito por esta crisis pandémica, que lamentablemente no ha podido todavía ser controlada, a nivel mundial. Por lo cual, esta incertidumbre que enfrenta la humanidad, también se replica en el mundo de los negocios, y más específicamente, en la temática objeto de nuestro análisis.

Es así como a través de lo que hemos vivenciado durante el año pasado, ante esta situación verdaderamente inédita, podríamos sostener que el “Covid-19” ha mutado de ser un “acontecimiento disruptivo”, que podría haber impactado adversamente sobre las operaciones que habían sido negociadas y concertadas con antelación a su reconocimiento, a ser -en la actualidad- indudablemente un “riesgo conocido” por los contratantes, y cuya distribución o asignación, según el caso, debería ser incorporada como otro de los temas esenciales que gobernará sus previsiones contractuales.

Al no haberse podido alcanzar una salida a esta crisis pandémica, el mantenimiento de la incertidumbre respecto a sus posibles derivaciones en el desarrollo de los sectores de la economía en los que la compañía target opere, podría permanecer abierta -al menos- en el mediano plazo, ya sea por su mantenimiento o inclusive por uno o más “rebrotes”, según el caso.

Por lo cual, correspondería enunciar -al menos preliminarmente- cuáles temas a nivel “macro”, en aquellas operaciones que se hubieran comenzado a negociar luego de la aparición (y reconocimiento como tal) de esta pandemia, sus partes deberían adecuar a su posible alcance.

Así pues, entre las cláusulas relevantes, cuyo contenido debería necesariamente, en nuestro entender, revisarse o (en su caso) adecuarse a la crisis pandémica que enfrentamos, destacamos (no taxativamente), las siguientes: ¿cómo se deberían distribuir la asignación de riesgos ante la ocurrencia de un “cambio adverso significativo” sobre los negocios de la compañía target (causados por el “covid”); ¿cómo debería diseñarse la estrategia del *due diligence*?; y, ¿qué mecanismo específico de ajuste (post-cierre) podría pactarse en el contrato de compraventa de acciones (para que las partes pudieran compartir el riesgo derivado del mantenimiento de la pandemia, y así se repartan los beneficios de una posible mejora a mediano plazo)?

En lo que se refiere a la negociación de la cláusula MAC en operaciones “post-pandemia”, una primera afirmación, simple pero básica, indicaría que, en la generalidad de los casos, quedarían excluidas de su aplicación, como una de sus “excepciones”.

Asimismo, para aquellas negociaciones que pudieran haber comenzado dentro de este período, sería esencial adecuar y adaptar el contenido de un “check list” o “cuestionario” de Due Diligence” (con impacto sobre la situación patrimonial de la compañía target del negocio, y extensivo, a la situación jurídica del vendedor), a aquellas materias o áreas que podrían (eventualmente) “contagiar” a la compañía target, como resultado de la pandemia.

Al enfrentarnos a la tarea de elaborar un “Cuestionario de Due Diligence”, en la actualidad, a nivel “macro”, deberíamos evaluar cómo impactarían (entre otras) las siguientes áreas de la compañía target:

-Su pertenencia a “cadenas de valor” (eventuales rupturas de su cadena de pagos),

-Sus relaciones comerciales con clientes y proveedores,

-Sus protocolos que gobiernen los derechos del trabajador en materia de seguridad e higiene (chequear la ausencia de contagios causados por el virus, entre sus trabajadores),

-Existencia de protocolo en materia de “trabajo remoto”,

-Políticas de ciberseguridad y protección de la privacidad de datos,

-Chequear la implementación de un “plan de crisis” (que incluya enfrentar cualquier hipótesis de “contagio masivo”),

-Determinar si ha sido una industria “afectada” por la pandemia (anticipando un posible “riesgo insolvencia”),

-Encarar específicamente un *due diligence* en temas de “*compliance”*, incluso en operaciones exclusivamente locales, desde la aparición de nuevos riesgos sobre la compañía target, como el de la responsabilidad penal sucesoria, en los casos en que el target hubiera cometido algún delito de los comprendidos por la ley 27401, y dicha responsabilidad, de no haber sido debidamente detectada y denunciada en forma previa al cierre, podría trasladarse a la compañía resultante o adquirente, según el caso (artículo 3, de la precitada legislación),

-Pólizas de seguro en curso de ejecución (cobertura por “riesgo interrupción del negocio”), y,

“Situación de cumplimiento (o incumplimiento, según el caso) de sus “Material Contracts” (chequear si podría seguir cumpliéndolos (bajo un contexto de pandemia))/revisar sus derechos para suspender su cumplimiento o demandar su resolución/chequear la existencia de cláusulas de “fuerza mayor” o “hardship” (a los fines de ser eventualmente invocadas)/revisar notificaciones de “incumplimiento”/declaración de Fuerza Mayor/pedidos de renegociación, que hubieran sido recibidos de “contra-partes”.

En lo que respecta al contenido de las principales previsiones de pactos alcanzados durante esta etapa de “post-pandemia”, podríamos puntualizar la importancia de las “declaraciones y garantías” del vendedor sobre la situación patrimonial de la compañía target, específicamente en la divulgación de aquellos pasivos causados por esta crisis, el estado de cumplimiento de sus “contratos relevantes”, relaciones comerciales con clientes y proveedores, como la veracidad de sus estados contables y de los registros de sus operaciones.

En lo que respecta a los compromisos u obligaciones asumidos por las partes, destacamos, en especial, la capacidad del target para conducir sus operaciones (dentro del denominado “curso ordinario consistente con prácticas pasadas”), durante el período que transcurra entre la firma y el cierre (de ser aplicable a la operación), teniendo en cuenta, además, bajo cuáles circunstancias el vendedor podría adoptar medidas extraordinarias para combatir al virus (fuera del alcance de tal principio), sin contar con el consentimiento del comprador, e inclusive, en el caso que las partes no hubieran contemplado al “covid” como parte de la asignación de riesgos (dentro del contenido de la cláusula MAC), podrían incluir una nueva condición precedente o suspensiva, basada en la inexistencia de un deterioro significativo que hubiera ocurrido sobre los negocios de la compañía target, causado por la pandemia.

Por último, en operaciones en las que participen partes con cierto grado de sofisticación, ya sean locales o internacionales, sería probable que a los fines de que distribuyan (en forma total o parcial) el riesgo de estimación de la valuación de la compañía, con una proyección razonable en el mediano plazo, sería probable que, como parte de la determinación del precio, bajo una modalidad variable, acuerden compartir un alea por la cual el valor de la compañía podría fluctuar (de manera contingente) en la medida que alcanzara (o no) ciertos umbrales de rentabilidad, ventas o proyectos (según el caso), durante el post-cierre, sujeto obviamente a un plazo de vigencia (modalidad conocida por los anglosajones como “*earnout”*).

1. Nuestras conclusiones:

Parecería indudable que, como resultado de la conversión del “Covid-19” a un “riesgo conocido”, en todas aquellas “fusiones & adquisiciones” que se hubieran comenzado a negociar a partir de su reconocimiento global como “pandemia”, los abogados corporativos que representemos el interés de alguno de sus protagonistas en su concertación, no podemos dejar de prever en su estructuración, a través de sus tres etapas a nivel “macro” (la precontractual, la contractual y la post-contractual), cuál podría ser el efecto adverso causado por dicho “virus” sobre los negocios sociales de la compañía target, y cómo las partes, al amparo del *pacta sunt servanda*, deberían crear mecanismos de protección ante aquellos riesgos y contingencias que hubieran sido identificados preventivamente durante el *due diligence*, y complementariamente, cómo distribuir y asignar la “incertidumbre por lo desconocido”, respecto a la prolongación de una crisis pandémica y económica todavía irresuelta. El desafío permanece abierto.

1. Abogado (Universidad de Buenos Aires. Graduado con Diploma de Honor). Master of Laws (LL.M). Universidad de Warwick. Warwick Law School (Inglaterra) *(British Chevening Scholarship*). Actualmente se desempeña en forma autónoma como abogado corporativo, especializado en derecho empresario, M&A deals & compliance. [↑](#footnote-ref-1)
2. Recordemos que este segmento de negocios abarca diversas estructuras jurídicas, tales como fusiones (por absorción o amalgamiento), escisiones, e incluso, negocios sobre activos estratégicos o “unidades de negocios”, califiquen (o no) como “fondos de comercio”, bajo nuestra legislación. [↑](#footnote-ref-2)
3. Tal expresión ha sido definida doctrinariamente 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…”. Roca, Eduardo. Transferencias de “paquetes” de acciones. Publicado en El Derecho. Tomo 9. Página 968. [↑](#footnote-ref-3)
4. Sobre un análisis jurídico, contractual y regulatorio completo de esta temática, nos remitimos a una obra que publicáramos para su abordaje y fuente de consulta profesional. Papa, Rodolfo G. “La transferencia del control accionario. Claves para su negociación contractual”. Primera edición. Errepar. 2012. [↑](#footnote-ref-4)
5. Paolantonio, Martín E. Las garantías de consistencia patrimonial en la compraventa de acciones. Revista de Derecho Privado y Comunitario. Tomo 2004-1. Página 37 y siguientes. [↑](#footnote-ref-5)
6. Odriozola, Juan Martín, en su trabajo titulado, “Compraventa accionaria y take over. La función profesional”. Aparecido en “Negocios parasocietarios”. Publicación del Instituto de Derecho Comercial de la Universidad Notarial. Ad Hoc. 1994. Página 164. [↑](#footnote-ref-6)
7. Cámara 2a. Civil y Comercial de la ciudad de Paraná, sala II, 10/08/88. “Sagemüller, Francisco G. c/ Sagemüller de Hinz, Liesse L. y otro”. [↑](#footnote-ref-7)
8. Una síntesis del origen de este conflicto comercial internacional entre tales compañías multinacionales, es descripto en la nota periodística: “El grupo de Louis Vuitton cancela la compra de Tiffany”, publicada en el diario El País, de fecha 9/9/2020. Para su lectura completa, se puede acceder al siguiente link: https://elpais.com/economia/2020-09-09/el-grupo-de-louis-vuitton-cancela-la-compra-de-tiffany.html

Al mismo tiempo que el holding Francés comunicaba a sus accionistas que abandonaba la compra de la cadena de joyerías, la propia Tiffany ha informado de que ha presentado una acción legal ante la Justicia estadounidense para obligar a la firma francesa a completar la adquisición. La demanda, presentada ante un juzgado de Delaware (Estados Unidos), acusa a Louis Vuitton de no haber cumplido sus obligaciones para lograr el visto bueno de las autoridades de Competencia y “refuta” la idea de la firma francesa de que “pudiera evitar completar la adquisición”. [↑](#footnote-ref-8)
9. En la práctica, la cláusula “MAC” podría operar como otro de los “condicionamientos” para el cierre de la operación. Aunque sería muy poco probable que, en aquellos contratos de compraventa de acciones que hubieran sido acordados y celebrados con antelación al mes de Marzo del año pasado, las partes hubieran contemplado expresamente la aparición de la pandemia como un “acontecimiento disruptivo”, cuya ocurrencia hubiera sido incluido dentro del alcance de su contenido. [↑](#footnote-ref-9)
10. Entre las excepciones a la aplicación de la cláusula “MAC”, la práctica Anglosajona incluye (entre otras), las siguientes: cambios en las condiciones de la economía o en los mercados financieros, efectos que afecten la industria en la que opere la compañía target, emergencias nacionales, crisis o calamidades nacionales o internacionales, desastres causados por la naturaleza, efectos de fuerza mayor, e, inclusive (antes del Covid), epidemias o pandemias. [↑](#footnote-ref-10)
11. Un modelo práctico tentativo, (proyectado), y estandarizado de cláusula “MAC” podría establecer (no taxativamente) lo siguiente: “…significa cualquier cambio, circunstancia o evento que afecte adversamente y de manera sustancial los negocios, la operación, los activos, pasivos o la condición financiera o contabilidad de la compañía, de tal modo que se afecte sustancialmente la valuación de la compañía y/o afecte sustancial y adversamente su capacidad de seguir operándola como negocio en marcha y que no se encuentre relacionada o sea consecuencia de: (i) cambios en las NIF y/o (ii) eventos de caso fortuito o fuerza mayor…”. [↑](#footnote-ref-11)
12. Akorn Inc. v. Fresenius KABI AG. Court of Chancery (Estado de Delaware. USA). Dictado en fecha 1/10/2018. [↑](#footnote-ref-12)
13. Recordemos que el artículo 1065 de la nueva Codificación unificada, ha contemplado como fuentes de interpretación contractual, cuando el significado de las palabas utilizado contextualmente no fuera suficiente, tanto las circunstancias en la que se hubiera celebrado (incluyendo las negociaciones preliminares), como, la conducta de las partes (incisos a) y b)). [↑](#footnote-ref-13)
14. The University of Iowa. College of Law. Legal Studies Research Paper. “Material adverse Effect Clauses and the “Covid-19” Pandemy”. 2020-21. Setiembre 2020. Conclusiones. Punto 2. Página 27. Robert T. Miller. Todas las traducciones al idioma Español realizadas en las citas bibliográficas de este trabajo, lo han sido en forma libre por su autor. [↑](#footnote-ref-14)