

La debida diligencia (“*due diligence*”) en fusiones & adquisiciones

Rodolfo G. Papa¹

Palabras claves: Fusiones y adquisiciones. Due diligence. Contrato de compraventa de acciones. Auditoría. Buena Fe.

SUMARIO:

-Podría sostenerse que la conceptualización del término debida diligencia o “*due diligence*” en el Derecho Argentino, máxime a partir de la vigencia del Código Civil y Comercial de la Nación, tal como ha sido adoptado desde el mundo Anglosajón, con particular énfasis en el segmento de las fusiones & adquisiciones de empresas, se ha incorporado en varias de sus disposiciones, en especial, en su artículo 1053, inciso a), cuando se refirió (en lo atinente a la posible exclusión de responsabilidad del vendedor por vicios ocultos), a un “examen adecuado a las circunstancias del caso al momento de la adquisición”.

-Una labor de *due diligence* liderada por abogados, en el ámbito de las fusiones & adquisiciones de empresas, no podría -en principio- ser equiparada a una “auditoría”, tal como este último instituto ha sido regulado por las normas contables profesionales.

-La dinámica en la ejecución de una labor *due diligence* como parte del iter tendiente a la formación del consentimiento contractual en una operación de fusiones & adquisiciones, refleja una fuente latente de conflictos, en cuya adjudicación debería aplicarse el principio consagrado jurisprudencialmente -y también por la nueva Codificación unificada-, en virtud del cual todo aquello divulgado o informado por el vendedor, se presumiría conocido o debería haber sido conocido por el comprador, según el caso.

1. El propósito de esta ponencia:

Nos parece necesario retomar, a través de la presentación de esta ponencia, el análisis de un tema que, podríamos calificar como dinámico y complejo, como es el concepto, y las características distintivas y de última generación de una labor de debida diligencia o “*due diligence*”, a cargo primariamente de abogados, como parte de la construcción de una operación de fusiones o adquisiciones de empresas.

Es así como esta ponencia aspira a compartir una serie de reflexiones, tanto desde el prisma de la “ley Argentina”, como también por algunas opiniones doctrinarias originadas desde el derecho comparado, sobre el abordaje de este instituto.

Es claro que el concepto de *due diligence*, por su propia terminología, ha sido desarrollado por la práctica Anglosajona, con particular énfasis en el diseño y negociación de operaciones tipificadas en la práctica como “*Mergers & Acquisitions*” (o más comúnmente identificadas por sus siglas, como “M&A”).

Así, por ejemplo, en la ley de Títulos Valores de los Estados Unidos del año 1933, se ha definido al *due diligence*, como: “...una medida de prudencia o actividad que, de común, es exigible, y ordinariamente realizada, por todo hombre de negocios prudente, y bajo determinadas circunstancias, cuyo contenido variará según las condiciones del caso concreto...”.

¹ Abogado (Universidad de Buenos Aires. Graduado con Diploma de Honor). Master of Laws (LL.M). Universidad de Warwick (Inglaterra). *British Chevening Scholarship*. Profesor de la Universidad de San Andrés. Autor de 7 libros publicados. Académico y conferencista internacional. Ha dictado cursos de capacitación presenciales sobre esta temática en Perú, Panamá y Colombia. Es director del curso internacional de entrenamiento y formación profesional “Estructura de un M&A Deal” (dictado por SIJUSA Panamá), por el que ha capacitado (desde el año 2020) a más de 400 abogados corporativos de 13 países de América Latina, y también, en beneficio de 3 firmas de abogados corporativos líderes en América Central.

La referencia a una labor de *due diligence*, como una de las etapas por las que habitualmente transita la formación del consentimiento contractual, en una transacción cuya causa-fín es la

compraventa de una participación social controlante o “paquete accionario de control” sobre una compañía local, o bien, de activos empresariales (o un “fondo de comercio”), según el caso, nos impone razonablemente responder a varios interrogantes, entre los que puntualizamos (no taxativamente), los siguientes: ¿Cuál es el significado de una labor de *due diligence* desde una visión jurídica? ¿Cuáles son sus objetivos principales? ¿Cuáles son las consecuencias resultantes de su efectiva implementación? ¿Bajo cuáles estándares de conducta deberían comportarse sus protagonistas? ¿Podría realizarse una labor de *due diligence* por parte del vendedor? ¿En qué se distingue una labor de *due diligence* para abogados, respecto a una “auditoría de estados contables”? ¿Podría sostenerse que todo aquello divulgado por el vendedor durante el *due diligence*, se presumiría “conocido por el comprador”? En consecuencia, operaría como una presunción en contra de este último, respecto a eventuales reclamos resarcibles que pudiera formular, una vez que se hubiera consumado la transacción, a menos que se hubiera pactado un resultado alternativo, al amparo del ejercicio de la autonomía de la voluntad contractual.

Abordaremos, a continuación, la respuesta a los precitados cuestionamientos.

En nuestro entender, en la negociación de un contrato de compraventa de una empresa², sea bajo la modalidad de una participación social controlante o “paquete”, o bien, la de activos empresariales, una labor de *due diligence* a cargo de abogados, podría calificarse como una “investigación razonable”, y “a medida” de las particularidades de la proyectada transacción, primariamente concentrada en la evaluación y revisión del estado de una “empresa en marcha”, que en la realidad, podría asumir el status de un patrimonio social dinámico (como el que subyace a la marcha de un ente societario), o alternativamente, al de un establecimiento mercantil (o “fondo de comercio”), tendiente a identificar cuáles son sus principales fortalezas y debilidades, realizado por profesionales (no categorizados por su habilitación o licencia para desempeñarse como tales, sino por su grado de “pericia” y cualidades específicas requeridas para realizar tal labor), y, como ya anticipáramos, podría ser realizado tanto por el vendedor como por el proyectado comprador, respectivamente.

Adicionalmente, sus objetivos esenciales consistirían en la identificación preventiva de todos aquellos riesgos que impactaren adversamente en la concertación de la proyectada transacción, ya sean de naturaleza jurídica, regulatoria, de compliance, existencia de restricciones contractuales o para-societarias, y la de pasivos exigibles, contingentes u ocultos, según el caso.

Es evidente que la implementación de una labor de *due diligence* a cargo de abogados, como parte del iter en la formación del consentimiento contractual en una operación de M&A gobernada por el Derecho Argentino, es desafiante.

Debería lograr la validación de la veracidad y congruencia de toda aquella información y documentación (legal, contable y fiscal) que hubiera divulgado el vendedor (y sus representantes y asesores profesionales), ya sea durante el devenir de las negociaciones preliminares que condujeran luego a su efectiva apertura, lo cual de efectivamente comprobarse, conduciría a concluir que el comportamiento adoptado por el vendedor resultaría consistente con el apego a obrar de “buena fe”, en concordancia con los denominados “deberes secundarios de conducta” (lealtad, confianza, cooperación, confidencialidad, coherencia, entre otros).

Por otra parte, resultaría necesario que todo el proceso tendiente al diseño, instrumentación y adopción de una serie de medidas de investigación respecto a toda aquella información y documentación provista por el propio vendedor (que en la realidad, sería su gran mayoría), y alternativamente, mediante el acceso a fuentes de información que no fueran controladas por aquel

² Para un análisis completo y exhaustivo de la compraventa de una participación social controlante o “paquete accionario de control” sobre una compañía local, recomendamos consultar la siguiente obra. “Transferencia del control accionario. Claves para su negociación contractual”. Primera edición. 2012. Errepar. Autor: Papa, Rodolfo G.

(como, por ejemplo, la obrante en Registros Públicos), no solamente se evaluará como una herramienta indispensable para la identificación preventiva de riesgos, sino también y en forma concomitante, como una potencial (y latente) fuente de conflictos que podría suscitarse en dos grandes “momentos” de la vida de la proyectada transacción.

Ya sea durante la etapa “pre-contractual”, en virtud de la cual, como resultado de la conclusión del *due diligence*, conduzca a una ruptura o abandono de las tratativas, o bien, alternativamente, durante la etapa post-cierre, en la que el adquirente formule un reclamo resarcible (al amparo de la indemnidad), por posibles incumplimientos al contenido de las “declaraciones & garantías” otorgadas por aquel.

Ciertamente que este último escenario de conflicto, podría estar motivado, como principio general, por una ausencia en su conocimiento (por parte del reclamante), o bien, en su caso, por su falta de divulgación o revelación, y que de no ser resuelto amigablemente por las partes contratantes, podría derivar en su “judicialización”, teniendo en cuenta que, a los fines de su dilucidación, el Juez o tribunal arbitral que resultare competente, debería revisar y evaluar de manera determinante, cuál habría sido la conducta u obrar adoptado por las partes, durante la dinámica de dicha investigación³.

Para concluir, y ante la indudable influencia ejercida por la práctica Anglosajona, la cual impacta sobre sus etapas y documentación aplicable, podría afirmarse que existe una clara tendencia global, hacia su “estandarización”, con independencia de cuál fuera la ley local que lo gobernare, compartimos la siguiente definición doctrinaria extranjera que, en nuestro entender, es consistente, en lo sustancial, con las características de este instituto, en la actualidad:

“...Un proceso complejo que comprende el desarrollo de una actividad técnica dirigida a la investigación, revisión y análisis de los elementos relevantes de una empresa objeto de una potencial adquisición, llevada a cabo conforme a los estándares y diligencia adecuados al caso, y dirigida a plasmar las conclusiones alcanzadas en un documento denominado como informe...”⁴.

2. El *due diligence* para abogados en una operación de fusiones & adquisiciones, no equivale a una “auditoría de estados contables”, ni podría calificarse como una “condición potestativa”:

El *due diligence* es una investigación encarada “a medida” de las particularidades de la proyectada transacción, en la que, obviamente, se debería tener en cuenta cuál es el formato “macro” en virtud del cual se concertará.

En otras palabras, si tendría como objeto un “paquete accionario de control” sobre la compañía target, o bien, un conjunto de “activos empresariales” que conformaren un “fondo de comercio”, o bien, una “reorganización societaria” (sea una fusión, o bien, una escisión, según el caso).

Existen, en nuestro entender, “4 avenidas”, que no deberían dejar de considerarse a los fines de la implementación de una labor de *due diligence*, como son, a saber: el estado del patrimonio social de la compañía target; la situación jurídica del vendedor; la exposición a una autorización o aprobación (de índole regulatoria) a la que la transacción (sea de acciones o activos) pudiera quedar expuesta⁵; y finalmente, la situación de ciertos “terceros” con los que la precitada entidad hubiera entablado ciertas vinculaciones jurídicas (p.ej.: intermediarios, socios de negocios, contratistas o servicios tercerizados, entre los más comunes).

Adicionalmente, deberíamos tener en cuenta, en esta adecuación del *due diligence* a las particularidades de la transacción, otras connotaciones no menos relevantes, tales como: a cuál de los protagonistas estaríamos asesorando profesionalmente (vendedor VS. posible comprador); si las

³ Incisos a) y b), del artículo 1065 del Código Civil y Comercial de la Nación.

⁴ Acosta Álvarez, Tomás José. Uría Menéndez Abogados, S.L.P. “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa”. Publicado en: Jordano Luna, Martín-Quetglas, Rafael Sebastián. “Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas”. Madrid. 2016. Wolters Kluwer. Páginas 65-98. (Definición citada de página 74).

⁵ El caso más habitual por el cual una operación (local) de fusiones & adquisiciones podría quedar sujeta a una autorización regulatoria, es si calificare como un “evento de concentración económica”, bajo la ley de defensa de la competencia (artículos 7 y 9, ley 27442).

negociaciones preliminares se cristalizarían bajo un formato directo, o alternatively, bajo un escenario competitivo, también conocido como una “subasta privada de negociación”, en virtud del cual, el vendedor (en simultáneo) podría negociar con varios potenciales candidatos; o bien, si la transacción fuera celebrada exclusivamente entre partes domésticas, o en contraposición, con inversores extranjeros, y adicionalmente, debería acordarse entre sus protagonistas, cuál sería la

extensión y el alcance de las labores a ser desarrolladas durante su duración, lo cual debería ser objeto de regulación convencional como parte del contenido de una “Carta de Intención”⁶.

Otra aclaración que debe ser formulada, es la referida a que habitualmente, incluso en la práctica de la abogacía, se asocia -erróneamente- el concepto de *due diligence*, al de una “auditoría de estados contables”.

Ciertamente que la diferencia más sustantiva, entre el alcance de ambos conceptos, no solamente es la de que una auditoría de estados contables ha sido regulada por las normas profesionales de los contadores, sino por las consecuencias y exposición a responsabilidad que podría causar como resultado de su instrumentación.

En tal sentido, corresponde aseverar que:

“...En la auditoría de estados contables de la empresa objetivo, el contador público deberá obtener los elementos de juicio válidos y suficientes que le permitan emitir su opinión o abstenerse de ella, sobre los estados contables bajo examen...”⁷.

Sostenemos que una labor de *due diligence* para abogados implementada en un contexto transaccional, es un servicio profesional encomendado por un cliente, en virtud del cual, y como parte de la contratación de dicho servicio, deberían especificarse y acordarse cuáles serían las acciones y medidas de investigación (y su alcance) a implementarse, ya sea aquellas que provengan exclusivamente del vendedor, y en forma complementaria, la adopción de una serie de medidas de investigación “independientes” (o no controladas por aquel), que razonablemente le permitieran validar la veracidad de toda aquella información relevante.

De tal modo que, como resultado de dicho proceso, los responsables de su realización deberán comunicar e informar los hallazgos resultantes de dicho relevamiento a su cliente, a través de la emisión de un “Informe” u otro documento con una carga de contenidos más específica, cuyo alcance y extensión debería haber sido acordada con aquel, como uno de los términos de su contratación.

Al respecto esta especie de servicio profesional (diferente al de una “auditoría de estados contables”), se encuentra también reflejado en la práctica profesional contable como un “Encargo para aplicar Procedimientos Acordados con el Cliente (EAPA”, y cuyo objetivo consiste en que el contador público lleve a cabo procedimientos previamente definidos con terceras partes, respecto de información contable (o no) de una entidad en la que se desarrollen dichos procedimientos y que luego informe sus hallazgos. Los procedimientos en cuestión son de una naturaleza de auditoría, pero no consisten en una auditoría de estados contables⁸.

Es importante destacar otra de las características distintivas inherentes a una labor de *due diligence* para abogados, desde la visión de un *leading case* dictado por el Tribunal Mercantil de la Capital Federal, al haber calificado el resultado de los hallazgos detectados, como un “hecho ajeno” a la voluntad del promitente, y en consecuencia, sus conclusiones no podían quedar sujetas al libre albedrío del obligado, en atención a que el objeto de dicha investigación se encontraba fuera del control de aquel que había encarado su efectiva instrumentación.

⁶ Artículo 993 del Código Civil y Comercial de la Nación.

⁷ Resolución Técnica 37. Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Segunda Parte. Punto III. A. 3 ⁸ Eguía, José L-Papa, Rodolfo G. “Due diligence para abogados y contadores”. Segunda edición. Ampliada y actualizada. 2017. Errepar. Página 442.

En el caso comentado, la Sala D rechazó la demanda promovida a fin de exigir el pago de una suma comprometida como garantía de mantenimiento de la oferta irrevocable de compra de acciones efectuada por el demandado si, más allá de que la oferta haya sido calificada como irrevocable, aquel comunicó al destinatario de la misma se reservaba el derecho de aprobar la auditoría a realizarse sobre la entidad emisora de acciones como paso previo a la suscripción de los contratos de compraventa accionaria, y éste no se opuso a ello pues, para que la retractación de la oferta genere derecho a ejecutar la garantía de cumplimiento, tal oferta no debería haber estado condicionada de manera alguna por cuanto, si hubiera estado sujeta a alguna reserva, no sería una verdadera oferta⁸.

En tal sentido, dicho decisorio sostuvo que la circunstancia de que el promitente se hubiera reservado la facultad de dejar sin efecto la oferta de compra de acciones, de manera unilateral y en función del resultado que tuviese una auditoría a realizarse, no tipificaba como una “condición potestativa” prohibida por el artículo 542 del (hoy derogado) Código Civil, desde que, ésta solo existe cuando la subsistencia de la obligación depende del puro arbitrio del obligado. En el caso, teniendo en cuenta que la demandada promitente no podía actuar caprichosamente, ya que sujetó su actuar a un hecho ajeno como lo fue el resultado de la auditoría, fácil es concluir que no se encontraba presente una condición potestativa pura, en los términos de la citada norma⁹.

3. La dinámica del *due diligence* en una fusión o adquisición “*Argentinizada*”: acciones a ser implementadas por cada uno de sus protagonistas (vendedor VS. posible comprador)

Un *due diligence*, posee un enfoque multidisciplinario, del que participan en forma determinante, en el ámbito de sus respectivas incumbencias profesionales, abogados y contadores.

Desde el inicio de las tratativas preliminares, con antelación incluso a su efectiva instrumentación, van a converger los intereses de sus dos actores principales, en el cumplimiento de sus respectivas obligaciones, desde la posición del vendedor, la de proveer información y documentación relevante, y desde el lado del posible comprador, la de “conocer lo que está comprando”, accediendo a tales fines a diversas fuentes de información, sean controladas (o no) por el vendedor.

A nivel “macro”, correspondería enunciar cuáles serían las principales acciones (y en contraposición, obligaciones) asumidas por cada uno de tales protagonistas, durante la instrumentación de un *due diligence*, de conformidad al siguiente detalle:

(i) Vendedor:

-Sería aconsejable que implementare un *due diligence* interno (o “vendedor *due diligence*”), con antelación al inicio de las negociaciones para la venta de su negocio. El propósito de esta actividad sería múltiple.

Por un lado, conocer las fortalezas y debilidades que posee su empresa, accediendo a toda aquella información de relevancia vinculada con la situación actual de su empresa en marcha. Asimismo, como resultado de tal acción, le posibilitaría un más prolijo y completo armado, a posteriori, del denominado “Data Room” (sea físico o virtual).

-En forma previa a realizar cualquier intercambio de información y documentación, sería también necesario que se negociare y celebre (con el posible comprador), un “acuerdo de confidencialidad”, cuya finalidad esencial será la de proteger y reconocer bajo dicho status, toda aquella información y documentación que hubiera sido calificada y definida en tal carácter por sus previsiones, y que precise, quiénes serán sus “sujetos obligados”, de tal modo de obtener un mecanismo de cobertura contractual que le asegure que los destinatarios de dicha información la utilizarán únicamente con la finalidad de avanzar en la celebración de la proyectada transacción, y

⁸ CNCOM, Sala D. “Vicente, Norberto Carlos José y otro c/ Sociedad Latinoamericana de Inversiones SA”. Dictado en fecha 28/10/2010.

⁹ Es dable destacar que, el artículo 542 del derogado Código Civil, ha sido replicado -en lo sustancial- por la primera parte del actual artículo 344 del Código Civil y Comercial de la Nación.

alternativamente, en el supuesto que fracasare, se acuerde que las obligaciones a cargo de sus destinatarios, sobrevivirán a dicha terminación anormal, y en consecuencia, permanecerán alcanzadas por tal pacto, durante el plazo que se hubiera acordado.

-Obviamente, y como fuera anticipado, deberá comportarse en forma consistente al amparo del principio de la “buena fe” (artículo 9 del CCyC), en combinación con una serie de “deberes secundarios de conducta” (lealtad, confianza, colaboración, cooperación, coherencia).

-Resultaría necesario, atendiendo primariamente al tamaño y complejidad de la proyectada transacción (nos referimos específicamente a la situación de la “compañía target”), que reuniera un equipo de profesionales (sea interno o externo, o del que participen ambos niveles), que abarcare los 3 pilares sobre los que se asentará la investigación de *due diligence* en un contexto transaccional. Nos referimos específicamente a los aspectos: jurídicos, contables-tributarios y financieros, respectivamente.

-Con el objetivo de generar una interacción lo más eficiente y proactiva posible, que se cristalizará una vez que se hubiera procedido a la apertura del Data Room, sería conveniente que se designara a un “responsable” en la comunicación con el equipo que represente el interés del posible comprador, cuya principal tarea residiría en responder a todas aquellas consultas, aclaraciones, preguntas y pedidos que le remitieran estos últimos (ya sea de información de fuente legal, contable o fiscal, según el caso);

-Una actividad importante a su cargo, es la de diseñar, armar y poner en funcionamiento el denominado Data Room, sea bajo una modalidad presencial o virtual, que conforma el espacio (físico o digital) en el que debería concentrarse (en forma ordenada y sistemática) toda aquella información y documentación relevante de fuente legal, regulatoria, contable, fiscal, comercial, financiera, de tecnología de información, laboral, contractual, y de compliance, entre otras, a los fines de que se encontrare disponible para su revisión y análisis por parte del equipo de profesionales que hubiera reclutado el posible comprador, ya sea ante un escenario de “negociaciones directas”, o bien, “competitivo”.

(ii) **Del posible comprador:**

-Ciertamente que sería “clave” que bajo un razonable estándar de profesionalidad y diligencia, se ocupara en reclutar a un equipo de profesionales interdisciplinario, sea interno o externo o una combinación de ambos, que abarcara en esencia los temas jurídicos, contables-fiscales, y financieros, en sus respectivas áreas de incumbencia, y que obviamente acreditare un adecuado grado de pericia para encarar esta investigación,

-Cumplir con los compromisos asumidos por los “sujetos obligados” (de acuerdo al alcance que hubiera sido acordado), bajo el “acuerdo de confidencialidad”,

-Diseñar una adecuada estrategia de investigación, direccionada específicamente al tipo de negocio o actividad económica operada y explotada por la compañía target, incluyendo la elaboración de una “matriz de riesgos” jurídicos, regulatorios, de compliance y patrimoniales, a los que el vendedor y/o en su caso la compañía target podrían quedar expuestos,

-Elaboración de un “Cuestionario de *Due Diligence*” o “Check List”¹⁰, que en la práctica exteriorizaría toda aquella información y documentación relevante vinculada con el área jurídica, regulatoria, contable y tributaria de la compañía target, y que, deberá ser confeccionado, en sus respectivas incumbencias, por abogados y contadores, a los fines que, de su remisión, soliciten al vendedor a que ponga el contenido de tales documentos, a disposición del (posible) comprador, para su revisión, una vez que se hubiera abierto el “Data Room”.

¹⁰ Para un completo y exhaustivo acceso al contenido de “Cuestionarios de Due Diligence”, tanto para abogados como contadores, recomendamos consultar la siguiente obra. “Due diligence para abogados y contadores”. Segunda edición. Ampliada y actualizada. 2017. ERREPAR. Eguía, José L-Papa, Rodolfo G. Sexta Parte. También disponible en formato de e-book.

-Si bien el contenido de un “Cuestionario de *Due Diligence* Legal” debería adaptarse y adecuarse a las particularidades distintivas de la proyectada transacción, más específicamente a las características de la compañía target, como ente societario, ente contable y contribuyente, su estructura debería estar conformada por 5 grandes áreas:

- Las “tradicionales” (p.ej.: societarios, contractuales, litigios, laboral y previsional, inmuebles, activos intangibles, marcas, registraciones contables, impuestos, capacidad societaria, entre otros),

- Las creadas por el impacto disruptivo causado por la pandemia del “Covid-19”,

- Las de fuente regulatoria y de la legislación aplicable en materia de la “Defensa de la Competencia”,

- Las aplicables al “*compliance due diligence*”, y,

- Aquellas inherentes al negocio principal o actividad económica explotada por la compañía target (máxime si se encontrare sujeta a una supervisión Estatal permanente).

- Una vez que se hubiera concluido la actividad de relevamiento de información y revisión de la documentación que hubiera sido puesta a disposición por el vendedor en el “Data Room”, deberá proceder a informarse sobre los “hallazgos” que hubieran sido identificados durante su implementación.

Recordemos, en conclusión, que como pauta común aplicable a ambos protagonistas en la dinámica de una labor de *due diligence*, en el marco de una operación concertada localmente, que deberían evitar cualquier comportamiento que pudiera ser calificado como “abusivo”, intempestivo, o de “mala fe”, que por su significatividad, pudiera conducir a que alguna de las partes hubiera quedado “frustrada injustificadamente” (artículo 990 y 991 del CCyC), como resultado de tal terminación anormal, resultante de la propia dinámica de esta etapa por la que habitualmente transitará la proyectada transacción.

4. El *due diligence* como una latente fuente de conflicto durante el devenir de la etapa post-cierre:

No solamente resultaría conveniente asociar una labor de *due diligence* a la de una “investigación”, tendiente a individualizar riesgos que pudieran afectar adversamente la concertación de la transacción, sino que, además, debería ser calificada como una potencial fuente de conflictos, cuya irrupción podría quedar latente, dentro del devenir de la etapa “post-cierre”.

En tal sentido, doctrina española ha sostenido que se ha de conceder al comprador la protección necesaria respecto de toda aquella información que no pudiera razonablemente y según las circunstancias, llegar a conocer. En particular, de acuerdo a esta opinión, cabría entender que la diligencia exigible a todo inversor debería ser, en consecuencia, razonable, pero no perfecta¹¹.

Por otra parte, en una reciente investigación académica Colombiana, realizada sobre un análisis de lo que había sido resuelto por una serie de laudos arbitrales, que habían resuelto conflictos derivados o con fuente en los comportamientos adoptados por sus partes durante el *due diligence*, se destacó la existencia de una “tensión” que surgía entre el vendedor y el comprador en el proceso de compartir y analizar la información, con la finalidad de presentar una posición sobre cuál parte contractual debía cumplir con ese deber de diligencia, si el vendedor, o en su caso, el comprador. Así, se concluyó en sostener que no había certeza sobre quien recaía el deber de informar, junto a los deberes secundarios de conducta, surgidos en el marco de las operaciones corporativas¹².

Una particular fuente de controversias que podría desencadenarse durante la etapa postcierre, como consecuencia de todo lo obrado por las partes contratantes durante el *due diligence*, consistiría

¹¹ García Miró, Mario. “La *due diligence* legal y sus efectos en la compraventa de empresas”. Master en Derecho de la Empresa y los Negocios. Universidad de Barcelona. España. Curso 2014-2015. Página 67.

¹² Restrepo Londoño, Ana-Castillo Madriñan, José Manuel-Castro Nader, Juan David-Correa Minuzzo, Rodrigo-Acosta, Juan Camilo. “El deber de información y la debida diligencia en las adquisiciones de compañías: una perspectiva incierta en los laudos arbitrales Colombianos”. Anuario de Derecho Privado 04. Universidad de Los Andes (Colombia). Facultad de Derecho. Jurisprudencia. DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/2022.651> (Consultado por última vez el 06/09/2023).

en la formulación de reclamos resarcibles por parte del comprador contra el vendedor, al amparo de la cláusula de indemnidad, alegando y evidenciando por aquel, o bien, un incumplimiento al contenido de las “declaraciones & garantías” del vendedor, como también, la aparición de un “pasivo oculto”, con causa o título anterior a la fecha de cierre.

Al respecto, y a los fines de puntualizar cuáles serían las hipótesis de conflicto más comunes que podrían suscitarse durante la vigencia de la etapa post-cierre, y que, a los fines de su dilucidación necesariamente conduzcan a una evaluación en retrospectiva de todo aquello que las partes contratantes (y sus asesores profesionales), hubieran realizado (u omitido hacer, según el caso), correspondería, en nuestro entender, explicitar las siguientes.

Por un lado, una cuestión crucial que debería ser dirimida ante un conflicto que tuviera lugar en dicha instancia, como resultado de un reclamo resarcible formulado por el comprador, sería el de determinar si la fuente de tal reclamación, hubiera sido expresa (o implícitamente) divulgada o revelada por el vendedor, como parte de la información incorporada al Data Room, o bien, incluida en otra “fuente conexa”, como podría haber sido la contabilidad de la “compañía target”.

En tal sentido, correspondería referirnos a otro *leading case* dictado por el Tribunal Mercantil de la Capital Federal, que expresamente sostuvo que todo aquello informado o divulgado por el vendedor durante el *due diligence*, se presumiría “conocido” por el comprador, en cuyo caso, se le trasladaría a este último, el riesgo por lo “conocido”.

En consecuencia, (el adquirente) estaría asumiendo dicho riesgo como propio, al tiempo de la celebración del contrato de transferencia. Es así como bajo el imperio de tal presunción, no podría

luego formular un reclamo resarcible alegando la existencia de un pasivo contingente u oculto, ya que habría sido “conocido” por aquel en oportunidad del *due diligence*.

Al respecto, en dicho fallo, la Sala C, sostuvo la siguiente pauta interpretativa:

“...La cláusula de garantía por la cual los vendedores del 100% de las acciones de una sociedad se comprometían a responder por las obligaciones que tuvieran su causa en actos anteriores a la venta y que no estuvieran reflejados en el balance de transferencia, no puede considerarse operativa respecto de los honorarios debidos a profesionales que llevaban juicios de la firma antes de la operación, ya que, por un lado, los adquirentes conocían la existencia de dichos juicios, por lo cual la eventualidad de tener que pagar tales emolumentos no les podía ser ajena, y por otro, si acaso la cuestión hubiera quedado diferida a las resultas del balance de transferencia, tampoco podría atribuirse responsabilidad a los vendedores por omisiones en este estado contable, por cuanto no está contemplado que el mismo deba contener información adicional sobre pasivos contingentes, salvo pacto en contrario, lo cual no ocurrió en la especie...”¹³.

El segundo cuestionamiento crucial que deberíamos plantear para la resolución de una disputa que podría suscitarse durante la etapa post-cierre, ante los reclamos resarcibles que podrían formularse, es el de si el comprador conoció o debió haber conocido, en oportunidad de instrumentar su investigación de *due diligence*, la causa fuente que habría originado tal reclamación.

Un análisis de este último interrogante nos conduciría a concluir, siguiendo doctrina y jurisprudencia comparada, que para que el comprador alcanzare un estándar de razonabilidad en su investigación, no solo bastaría a que acceda a un conocimiento de lo que está comprando, sino que en la actualidad debería ser redefinido, y cristalizarse como el deber de “auto-informarse”, obviamente, como parte de su instrumentación.

En tal sentido, doctrina colombiana que ha analizado esta posición, ha sostenido que el deber de informar que se materializa en la práctica de un proceso de *due diligence*, es un deber que exige al vendedor poner a disposición del comprador correctamente toda la información que conoce y debería

¹³ CNCOM, Sala C. “Erosa, José Oscar y otro c/ Marengo Di Moriondo Eugenio C. y otros s/ordinario”. Dictado en fecha 16/12/1997.

¹⁵ Linares Durán, Alfonso. “La validez de la cláusula pro-sandbagging pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico Colombiano”. Universidad de Los Andes. Facultad de Derecho. Revista Derecho Privado 52. Julio-Diciembre 2014.

conocer respecto a la empresa que está vendiendo. Y agregó que, como límite de este deber el comprador debe informarse por sí mismo (o de “auto-informarse”) hasta tanto le sea posible, aunque destacamos que este deber del comprador es limitado, dada la carga de informar que tiene el vendedor profesional, debido al conocimiento que tiene o que debería tener de su propio negocio¹⁵.
