TRABAJO DE TESINA

"Fusiones & Adquisiciones:
"LEGAL DUE DILIGENCE"
Ensayo de Regulación Normativa de la actividad"

A) FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS,
B) EMISION DE PROSPECTOS EN LA ACTIVIDAD DE SALIDA DE LAS ACCIONES DE UNA EMPRESA A LA OFERTA PÚBLICA.
C) CONTRATOS ECONOMICOS, JOIN VENTURE, COLABORACION, DISTRIBUCION Y OTRAS ACTIVIDADES ECONOMICAS
D) DESINVERSION, RETIRO DE LA OFERTA PÚBLICA (OPAS).-

1) CREACION DEL REGISTRO DE ABOGADOS IDONEOS PARA DICHA ACTIVIDAD, QUE SE ENCONTRARIA EN LA SEDE DEL COLEGIO PUBLICO DE ABOGADOS DE LA MATRICULA DEL PROFESIONAL.-REGISTRO DE LA BOLSA DE COMERCIO, COMISION NACIONAL DE VALORES, INSPECCION GENERAL DE JUSTICIA.

2) REGISTRO DE AGENTES ESCROW.-

3) EL AJUSTE NORMATIVO EN LA I.G.J Y EL DECRETO 677/01 DE LA CNV.-

4) EL DUE DILIGENCE FINANCIERO.-

5) EL VALOR AGREGADO A LA FUNCION DE ABOGADO DE LAS FINANZAS.-

CONFIDENCIAL

Autor: Oscar Daniel Penno

Profesores Tutor: Dr. Rodolfo PAPA. CEMA

CONFIDENCIAL

Enero de 2010

INTRODUCCIÓN _____ *6*

1) CAPITULO I _____ 8

1.1) DUE DILIGENCE. Origen de su nombre _____ 8

1.2) Justificacion y Finalidad _____ 11

1.3) Funcion Economica. _____ 11

1.4) Etapas del proceso _____ 12

2) **CAPITULO II**. _____ 14

2.0) Clsases Revisiones. _____ 14

2.1) Revision por el sujeto. _____ 14

2.2) Por la materia. _____ 15

2.3) Por etapas de dimiento _____ 17

2.4) Por el contenido _____ 20

2.5) Revisión por el Cierre y Post cierre (CLOSING & POST CLOSING DUE DILIGENCE _____ 21

2.6) Garantías extendidas al acuerdo rco _____ 23

2.7) El Informe. Estructura de la Due Diligence _____ 25

3) **CAPITULO III**.-

3.1) Procedimiento de revision. Acuerdos negociales _____ 26

3.2 COMO SE REALIZARA EL REQUERIMIENTO PROFESIONAL. REG. DILIGENT LAWYER _____ 27

3.3) Duracion y Personal Implicado _____ 29

3.4) Legal Opinion _____ 29

4) **CAPITULO IV** _____ 31

4.1) Aspectos materiales de la revision legal _____ 31

4.2) La Due Diligence Legal _____ 32

4.3) La Due Dilence Laboral _____ 32

4.4) La Due Diligence Financiera. Importancia _____ 33

4.5) La Due Diligence Fiscal _____ 35

4.6) La Due Diligence Medioambiental _____ 35

4.7) La Due Diligence Comercial. Referencias _____ 36

CONFIDENCIAL

4.8) La Due Diligence Informacion IT _____ 36

5) CAPITULO V.

5.0) Ámbito de aplicación (Sociedades régimen de transparencia)_____37

5.1) Derecho de las Sociedades_____ 37

5.1.a) Emisión de negocios sobre valores gociables_____37

5.1.B) Emisión de valores gocialbles_____37

5.1.C) Ofertas Publicas de venta y suscripción de valores_____41

5.1.d) Ofertas Públicas de Adquisición_____43

5.2) El caso de la Fusión de empresas. Distintas fases de la Fusión. Su procedimiento____45

6) ***CAPITULO VI***.

6.1) Aplicación sobre distintos contratos_____ 47

6.1.a) Contratos de Colaboracion_____47

6.1.b) Join Venture. Su método**.-** Consideraciones_____48

6.2) Derecho Concursal. MODIFICACION DE LA LEY 24522_____50

6.3) Responsabilidad y Obligaciones derivadas de la Regulación pretendida_____52

7) ***CAPITULO VII.***

7.1) Las manifestaciones del empresario_____53

7.2) Cuales pueden ser las clausulas que limitan la responsabilidad del empresario___53

7.3) Cláusulas de cobertura del Inversor. Pacto de denuncia Unilateral o de escape___55

7.4) Responsabilidad del empresario objetivo_____55

7.5) Responsabilidad del Inversor. Confidencialidad de la contratación durante el ínterin period._____56

8) ***CAPITULO VIII***

8.1) NATURALEZA JURIDICA DE LA REVISION LEGAL O DUE DILIGENCE___57

9) ***CAPITULO IX.***

9.1) Conclusión de este issue legal. Necesidad de inclusión en la norma de fondo_____60

10) *CAPITULO X*.

10.1) Necesidad de Contratación de Pólizas de Seguro_(Seguro de Revisión Legal) ___61

CONFIDENCIAL

11) *CAPITULO XI.*

11.1) Creación del Registro Diligent Lawyer. Escrow y Agente Escrow_____62

11.2) El COLEGIO PUBLICO DE ABOGADOS Función. Registro. Escrow._____62

12) *CAPITULO XII*

12.1) MODIFICACION en la Reg. de Inspección General Justicia (RESOLUCION GENERAL 07/05) del CODIGO CIVIL SECCION CONTRATOS Y LEY de SOCIEDADES 19550_____64

12.2) Propuesta de Formularios Estándar_____65

CONCLUSIÓN_____77

BIBLIOGRAFIA_____78

CONFIDENCIAL

Introducción.

Nos encontramos con que en la función profesional abogacil, el jurista recién egresado de la Facultad de Derecho o inclusive con varios años de practica en el mercado legal, se encuentra con figuras o actividades legales no conocidas, y menos aun explicadas en las aulas de las carreras de grado. Sus soluciones, algunas veces, desbordan los esquemas de nuestro ordenamiento jurídico, pues el Due Diligence es un claro ejemplo de ello.

Frente a modelos sintéticos de contratación, proliferan entre las formas privadas y publicas, en la contratación comercial, modelos analíticos, conformados por acuerdos generales o marco y documentos de cierre de la operación, cuyo elemento en común es el andamiaje obligacional, que requiere de ajustes de sus contenidos que nuestro sistema jurídico debería contener, a través de una actividad regulada.-

La revisión técnica del objeto contractual o subyacente, se ve enmarcada en la concepción anglosajona, con una neta repercusión en la actividad económica. Cartas de Intenciones y acuerdos marco otorgan las garantías y comprobaciones previas a las que se sujeta el oferente.-

Desde el Derecho Mercantil, la contratación de bienes complejos comprende áreas de incidencia como ser, la emisión y transmisión de valores, la enajenación de empresas o proyectos, alianzas empresariales, o los acuerdos de financiación y distribución. Todos ellos, modelos complejos ajenos a nuestra tradición jurídica.-

A fin de ordenar los intereses de las partes en distintas fases de la negociación, es importante definir esta compleja labor que se dará a llamar *DUE DILIGENCE LEGAL*.-

Así las cosas, los mercados emergentes no siempre tienen el entorno más transparente para formar alianzas. Empresas extranjeras pueden encontrar obstáculos que tienen que superar para lograr el retorno sobre su inversión, por lo que es necesario que cualquier alianza o fusión tenga la estructura correcta para proteger su inversión y asegurar que las metas del negocio se logren.

CONFIDENCIAL

El abogado aquí, ejercerá como TECNICO, obligando a que este se encuentre a cargo de la revisión técnica, y actúe con la debida diligencia.-

Esta prudencia requerida, hará verificar si la operación en los términos que se plantea, permite conseguir el fin perseguido por el inversor. Para ello el técnico habrá de ponderar, con la metodología adecuada, los mecanismos que permitan alcanzar la finalidad anhelada.

A fin de advertir los riesgos y contingencias previsibles como las ventajas esperadas del negocio futuro se tomara en consideración su potencialidad en la fase posterior del llamado "*Post Closing Due Diligence*".-

En la actualidad no existe una ordenación sistemática de esta moderna actividad que debe ser netamente jurídica, aunque contenga en sus distintas sub actividades perfiles económicos, financieros, y toda otra especialidad necesaria para conformar la totalidad del espectro que formara la Opinión Legal, que señalara la finalización de la misma. Es por ello que será necesario crear una normativa específica y que involucra otros ámbitos, que regule la actividad de Due Diligence, en la contratación mercantil.

Finalmente proponemos no solo, la regulación de la actividad, sino que recaiga su funcionamiento, en cabeza de los abogados especialistas en finanzas, cuya performance se basa en el entendimiento de esta materia, sumado ello a los requisitos y autoridades que entiendo serán las encargadas de controlar su actuación de cuyo desarrollo se elaborara en los Capítulos siguientes.-

CONFIDENCIAL

CAPITULO I.-

1.1) ¿Cual es el origen de su nombre?

El origen de su nombre proviene de la idea de la necesidad de realizar un trabajo profesional con la "debida diligencia", y la Securities Act de 1933 de EEUU como se vera a posteriori y por ello deben efectuarse este tipo de trabajos para garantizar la prudencia con la que un empresario debe decidir si lleva a cabo una operación corporativa o financiera.

Como consecuencia de la internacionalización de las transacciones mercantiles se ha generalizado, en la práctica, en Argentina a partir de los años `90, la utilización del término de origen anglosajón "due diligence", para referirse a los trabajos de revisión encaminados a obtener información sobre los distintos aspectos jurídicos, contables, financieros, comerciales, medioambientales, procesos productivos, esencialmente focalizado en el marco de una operación de adquisición de una empresa o negocio en marcha.

Debemos señalar que existe una falta absoluta de regulación en esta materia, no sólo a nivel doméstico, sino también internacional, hecho que dificulta la "estandarización" de un trabajo de este tipo, y que, en razón de ello radica el espíritu del trabajo.-

En la práctica, lo usual es que un proceso de Due Diligence no se inicie hasta que las partes hayan acordado, al menos, un principio de acuerdo sobre las bases esenciales de la propuesta operación. Este principio de acuerdo suele plasmarse en un documento que recibe el nombre de Carta de intención (*Engagement letter*). Los aspectos regulados en la Carta de intención suelen hacer referencia a:

- El plazo para ejecutar el Due Diligence y la obligación del vendedor de facilitar al comprador y a sus asesores, el acceso a las instalaciones, documentos e información necesarios para llevarlo a cabo.

- Un compromiso de confidencialidad por parte del comprador respecto al acceso a toda la información relevante que se le va a facilitar.

CONFIDENCIAL

- La asunción por el vendedor de un compromiso de exclusividad en virtud del cual se obliga a no negociar ni a concluir la transacción con un tercero durante tal período.

Una primera aproximación al concepto de DUE DILIGENCE, involucra una revisión legal y contable, la cual puede extenderse no solo a lo relacionado con la empresa que se intenta adquirir, sino a diversos modelos de negocios. En la Argentina, nos encontramos ante una pantanosa materia que no posee regulación y la seguridad jurídica del sistema, torna un tanto dificultosa la percepción unitaria del fenómeno.

Por lo que, cuando durante el curso de un periodo de negociación entre los vendedores de un negocio o empresa y los inversores o compradores, una vez de que el inversor muestre un interés real, normalmente reflejado mediante una "Carta de intención" en la que se recoge precisamente la intención de adquirir la totalidad o parte de una empresa o sociedad comercial, en determinadas condiciones, comienza lo que se suele llamar en la jerga jurídica un proceso denominado de "Due Diligence" o "Diligencias Debidas".

Ello en virtud del cual, el pretenso adquirente realiza, con explícito consentimiento y asistencia del vendedor, una detallada investigación de diferentes áreas del negocio que se quiere adquirir, al objeto de conocer con mayor profundidad aquello que se desea adquirir.

Para la mayoría de los adquirentes ésta es la primera oportunidad de conocer el negocio en detalle.

De la mano con la actividad contable-financiera, son medios de verificación del estado y evolución general de una empresa, y sirve como criterio orientador y de formación de voluntad y consentimiento de un sujeto respecto del objeto de la contratación.

Así se ha trasladado a nuestro sistema jurídico, la referencia al Due Diligence, como “diligencia debida”, *ad pedem litterae* traducida, que todavía produce mayores confusiones sobre el fenómeno. He aquí el origen: Dentro de la contratación de Títulos valores de la Sección II (6) párrafo 3 de la Securities Act de 1933 de los Estados Unidos, que establecía un criterio de **“caveat emptor”,** exención de responsabilidad, o Due Diligence, originariamente para todos aquellos intermediarios y asesores que realizaren una investigación apropiada para todos los

CONFIDENCIAL

asuntos relativos a la emisión y o intermediación de títulos valores [1].-

A través del folleto informativo (Prospecto) de la emisión de acciones se opera el derecho de información del que gozan los inversores al tiempo de suscripción y desembolso de las acciones que sean objeto de la emisión.-

Por sobre todo el DUE DILIGENCE, tenía entonces por primera finalidad la de servir como base en el asesoramiento de la inversión a través de la cual el inversor obtenía –ante tal escenario- como resultado, el conocimiento de las potencialidades y riesgos derivados del proyecto.

En una primera aproximación el Black`s Law Dictionary define a esta actividad como *"la medida de la prudencia, actividad o asiduidad, que puede ser esperada de, y ordinariamente ejercitada por una persona razonable y prudente bajo determinadas circunstancias; medidas por un estándar, pero dependiente de los hechos relativos del caso concreto".*

Ello genera que el sistema jurídico debe proveer al mundo empresarial un grado de idoneidad capaz de soportar esta ardua tarea que exige la máxima racionalidad y prudencia.-

Tal es así que según el caso el contenido y metodología variara irremediablemente, de un caso a otro, sin que quepa la aplicación por analogía, suponiendo que tampoco podrá aplicarse en forma genérica con formularios y listados a priori, desarrollados para esta materia.-[2]

Como se mencionara mas arriba dentro de la Securities Act de 1933, abarcaba el contexto de emisión de acciones como la relativa a su transmisión. Entonces el Due Diligence servia a los intermediarios como remedio legal, es decir un recurso de defensa frente a los inversores que podrían reclamar frente a ellos.

Ello por la emisión de informaciones engañosas o erróneas. El contenido de los informes periciales, en cuanto se ajusten a los criterios propios de la "lex artis", de cada profesional pasa a ser utilizado como medio calificado de prueba del cumplimiento de sus obligaciones. Siempre que se informe al inversor suficientemente y con racionalidad quedaría el

CONFIDENCIAL

---

[1] Sobre la aplicación de la regla caveat emptor, en el common law, se pronuncia REED LAJOUZ (The art of M&A Due Diligence Mc Garw-Hill, Nueva York 2000 PG. 5).-

[2] Mendez & Sawyers (Due Dligence in Private Placements and Private Acquisitions) Conducting Due Diligence, ed, Practising Law Institute, Nueva cork, 1999 Pag.308. aluden los factores que afectan la intensidad de las revisions, el estatus de la empresa, su historial y beneficios.-

profesional exonerado de la responsabilidad por insuficiencias o defectos en la información facilitada.

Si bien se aplico esta practica en los EEUU desde transmisiones de títulos valores, hasta la modificación estructural de una sociedad, el Due Diligence devino un estándar aplicable en todo el ámbito de las FUSIONES Y ADQUISICIONES (Merger & Acquisitions)[3].-

A partir de allí, se entiende que el DUE DILIGENCE LEGAL se extendió también, a la compra de empresas-

1.2) JUSTIFICACIÓN Y FINALIDAD.

El principal argumento a favor de la realización de un Due Diligence es que, aproximadamente, la mitad de las adquisiciones de empresas se consideran después un fracaso y la explicación a que más se recurre se resume en la siguiente afirmación: "*la empresa no era lo que parecía*"; y éste es el riesgo clave que un proceso de Due Diligence trata de reducir.

Cuando el comprador realiza la primera aproximación al vendedor interesándose por la sociedad o el negocio, suele tener una visión restringida sobre su funcionamiento.

Toda transacción que implica una inversión financiera de cierta envergadura (adquisición de una sociedad, toma de participación significativa o de una parte sustancial de sus activos) lleva implícita la existencia de diversos tipos de riesgos para el potencial comprador: por ejemplo, la exactitud de las cuentas y estados financieros de la sociedad, la existencia de cargas y gravámenes que afectaren a los activos objeto de transmisión, la valoración de dichos activos, la existencia de pasivos ocultos, ente los principales.

1.3) FUNCION ECONOMICA.-

Al ámbito del Derecho de las ***FUSIONES Y ADQUISICIONES***, se incorporan otras operaciones de connotaciones económicas relevantes en la contratación empresarial. Entre ellas, contratos de colaboración y distribución. La realización de informes técnicos, cobrando mayor dimensión en razón del riesgo de la inversión de estas operaciones y las partes afectadas en la operación.-

[3] Sobre el origen y evolución del concepto (La importancia del due diligence en el rating de financiación estructurada) Act Fin num 3 1998.-

CONFIDENCIAL

Por otro lado permite al empresario trasladar la carga de la evaluación al inversor y la dispensa de potenciales responsabilidades derivadas de vicios en el consentimiento de la contraparte, criterios que en la doctrina anglosajona, se traducen en el principio mencionado en forma anterior.-

Tal es así que los informes técnico legales, pueden advertir (antes, durante y después de la operación) la existencia de pasivos ocultos y prevención de pasivos sobrevenidos, y sus riesgos al presenciar posibles conflictos de organización, colisión de intereses entre particulares, distribución de mercados o ineficiencias económicas, entre otros.-

Identifica un doble vertiente, la de identificar todo el proceso de investigación del target u objeto empresa en su conjunto, y la relación de la persona que ostente un derecho dominical sobre la misma. En tal sentido la revisión técnica de un proceso de Due Diligence, comprende un procedimiento común de obtención de datos, documentación e información respecto de la otra parte y el objeto contractual.

No obstante no se ha de obviar que, el contenido del *Due Diligence Report* que se explica en el Capitulo II, y deberá contener el punto de partida de la operación proyectada (adquisición directa de la empresa o indirecta a través de su control accionario, modificaciones estructurales, participaciones de empresas en común, contratos de distribución).-

El proyecto ley o de Decreto que subyace del presente trabajo, importa la aplicación de métodos estandarizados para despejar básicamente toda duda respecto del proceso a seguir según sea el tipo de negocio a estructurar. Así, la revisión debe servir para facilitar los acuerdos y no su dilación en el tiempo.

Sin embargo, no se puede desarrollar esta revisión de igual forma en todas las operaciones en las que pueden tener lugar. En consecuencia, este método, así como su contenido deberán ajustarse al negocio proyectado, al volumen de la inversión y a la empresa de que se trate, proponiendo la utilización básica de formularios estandarizados, si bien requerirán de una oportuna adaptación a las características de la empresa y de la operación, según el caso, favorece sin duda cabe, la adopción de estas prácticas.-

1.4) ETAPAS DE ESTE COMPLEJO PROCESO.-

Habiendo justificado la existencia de la actividad de Due Diligence, los profesionales que se encargaran de efectuarla

CONFIDENCIAL

contemplaran las necesidades ex ante y ex post de la negociación. Por lo tanto deberán ajustar el direccionamiento de la misma en algunas etapas o pasos que incluirá la labora del "Diligent Laywer" (como llamaremos a los responsables de la actividad revisora de aquí en mas).-

Surge así, que el Abogado Idóneo necesitara de un Working Team, a fin de cumplimentar con dicha revisión, la cual como se vera estará regulada por el Colegio Publico de Abogados como se propondrá a la postre, comenzando su iniciación luego de la propuesta de contratación, con la presentación equipos de trabajo (Working Team) y la coordinación de tareas a efectivizar, previo análisis del Profesional Abogado una vez solicitada su encargo profesional, por el inversor u oferente de la operación.

Se formularan en dicha oportunidad la Carta de Intención y el Acuerdo de Confidencialidad de las partes para llevar adelante el Due Diligence.-

Asimismo se efectuara la Remisión del "Due Diligence Check List" de temas a ser relevados (que se compone de la descripción de la información mas la documentación a ser requerida sobre el "Target"), mediante los documentos pertinentes que en forma de estandarización, se ofrecerán.-

Luego de ello, se iniciara la denominada "Apertura del Data Room" mediante el Proceso interactivo de Q&A (liderado por los asesores legales del potencial comprador) y su consecuente Cierre, al finalizar dicha etapa.-

Como medida ejecutoria de la revisión observaremos la Elaboración y preparación del "Due Diligence Report", y sus conclusiones (Informe legal del profesional).-

Al cabo de la terminación del Informe mencionado en el párrafo precedente se efectivizara la presentación a cargo de los asesores legales ante su cliente (potencial comprador) puntualizando las conclusiones esenciales del "*Due Diligence Report*" (establecer los principales obstáculos que impedirían el cierre de la transacción mas procesión de las soluciones pertinentes a dichas contingencias)

Se realiza así, el cruce de información y conclusiones respecto al Due Diligence Report contable e impositivo que ha sido realizado y que se encontrara contenido en el DUE DILIGENCE LEGAL sobre el "target u objeto de venta, fusión, oferta publica, desinversión, retiro de oferta publica, Join Venture, contratos de distribución y colaboración entre otras

CONFIDENCIAL

relaciones mercantiles que merituen la puesta en marcha de la esta actividad legal.-

En adición a ello, la descripción integral del estado del "target" con sus activos y compromisos financieros como resultado del Due Diligence legal.-

El documento que se analiza en detalle, supone toda la documentación revisada durante el Due Diligence, y precisa todas las posibles irregularidades detectadas con relación a la revisión realizada. En ella se detalla cuáles serían las "contingencias" relevantes que impactarían adversamente sobre el "target" post-cierre de la transacción y determinará el impacto regulatorio aplicable a la misma.-

Propondrá el curso de acción a seguir a los fines de subsanar todas las irregularidades detectadas sobre el "target" en forma previa al cierre de la transacción y establecerá las respectivas conclusiones resultantes de la realización de dicho proceso.-

Como etapa anterior al cierre, se ultiman los detalles del Mecanismo para proceder al cierre de la transacción, su "agenda del cierre" que establece cómo se administrará el target entre la firma y el cierre.

Sus Instrumentos para la protección (Indemnidad mas Garantías especificas para enfrentar contingencias determinadas), las Indemnidades post-cierre a favor del comprador, las limitaciones a la responsabilidad patrimonial del vendedor respecto a los reclamos post cierre, sus Covenants (compromisos) para el vendedor pre y post cierre, son características infaltables en el desarrollo de la labor revisional.-

Por ultimo la Ley y Jurisdicción aplicables son cuestiones inevitables a proponer en el documento.-

CONFIDENCIAL

CAPITULO II:

2.0) CLASES DE REVISIONES:

2.1) Revisión por el sujeto:
La revisión del Oferente (*VENDOR DUE DILIGENCE*) y revisión de inversor *(BUYER DUE DILIGENCE*).-

El profesional que realiza el Due Diligence, intervendrá según su *Lex artis* e interesara, en principio a la parte inversora, por cuanto esta es la que arriesga el capital en la operación. De

igual forma, su posición extramuros respecto de la empresa objetivo le exige actuar con cautela, e informarse adecuadamente del contenido, circunstancias y evolución previsible de la empresa o proyecto sobre el cual recaerá su inversión. (los llamados Start-ups) [4].-

La formación *motus proprio* de revisiones técnicas del oferente, Vendor`s Due Diligence, permite al mismo tiempo, superar inconvenientes que tradicionalmente genera la redacción por los profesionales del inversor.

Asimismo el técnico del oferente introduce ciertas ventajas, puede sentar las bases de la posterior negociación con los inversores interesados. El "campo de batalla" de la negociación encuentra con este método, un cauce inicial de actuación de las partes, en el cual se han de conjugar las desavenencias y conflictos que se produzcan en apartados concretos.-

En las Fusiones y Adquisiciones se ha de valorar todas aquellas cláusulas negociales que permitan modificar el precio final de la inversión, con lo que el Due Diligence puede mitigar el ámbito de aplicación de estas medidas correctoras del precio, por el oferente.-

2.2) Por la materia.-

Revisión del negocio *(Business Due Diligence*) por un lado y;
Revisión Legal (*Legal Due Diligence*) por el otro, convergiendo ambas dentro del proceso común.-

La revisión del negocio: Las revisiones estratégico-operativas, y las revisiones financiero-contables.-

La primera de las mencionadas operativamente analiza la estructura interna de la empresa, con independencia de la forma de la operación. Ello implica un conocimiento de la base del objeto del cual recaerá la operación proyectada, como para sentar la prestación debidas entre las partes.

Esta actividad revisora parte de la estructura interna de la empresa como camino a conocer los servicios y productos, signos distintivos, relaciones respecto de aprovisionamientos, clientela y distribución. Con respecto a ello, cabe asumir que aquellos elementos conforman la creación de valor para la organización (good will), concretamente, la relación de aquellas

[4] Robinson Angel Investing. Watching star up funds with stat up companies. Ed Jossey-bass San Francisco,2000.-

CONFIDENCIAL

facetas entre estructuras de funcionamiento y el "saber hacer" o Know how", incluyendo facetas de política empresarial (salarios, incentivos, cultura empresarial etc).-

Incluirá esta la subvertiente de la revisión, que forma parte de la general que es la ***revisión contable y financiera,*** que asimismo dependerá la empresa target en cuestión.-

Resulta de esta faceta revisional la obligatoriedad de cuentas anuales, normales y abreviadas, y en su caso, de su auditoria.- Desde el punto de vista financiero el análisis estará orientado, a verificar, la adecuación de la realidad, de los estados presentados y de la documentación que les sirva de soporte. Dichos documentos actuaran, posiblemente, como punto de partida de proyectos financieros y de predicción de necesidades monetarias requeridas por el inversor; de especial interés al respecto resultan los flujos de caja pasados o esperados *(cash flow).-* Por otro lado, la contabilidad también asumen una posición vertebral en la comprobación operacional, base del sustrato material (en balance) y de la actividad (cuentas perdidas y ganancias) de la empresa target.-

Complementariamente la memoria, informe de gestión y verificación por auditor suman información fundamental para el inversor.-

Según la instancia en la que se inicie la revisión investigadora, todo lo que respecta al oferente-empresario y el inversor-comprador del target o toma de su control, se circunscribe, ahora, en la clasificación material de las revisiones técnicas. Según la actividad puesta de manifiesto, la Doctrina distingue entre el *Legal Due Diligence* y el *Business Due Diligence* [5]. Puede ser posible, que haya elementos comunes entre los que recaen en una o en otra revisión, por lo que interesa es el método aplicado y el Know How de cada una de las áreas en investigación, es decir, que arribada una conclusión serán complementarias una de otra y no contrapuestas.-

La segunda de ellas, genera un desdoblamiento de revisiones técnicas: "Operacional & Strategic Due Diligence" y la "Financial & Accounting Due Diligence". Sin embargo depende del contenido de la materia a revisar, factores relevantes que originan la investigación como la operación pretendida, determinan la variabilidad de cada una de ellas.- La revisión estratégica de la empresa en el mercado toma en cuenta los

[5] ROSENBLOOM (Due Diligence in dthe Global Economy- The definitive Guide to Cross-Border Mergers and Acquisitions, Join Venture, ed Bloomberg press Nueva York, 2002.-

CONFIDENCIAL

aspectos actuales, como la operación y el objeto de la misma, respecto de su posición competitiva.- El análisis incluye la evolución y estructura prevista de costos, competidores, y estructuras empresariales.-

Además incorpora los estados presentes y previsibles, acorde a los diferentes escenarios.- Toma según el proyecto económico de que se trate, distintos aspectos de integración económicas, continuación de la actividad, obtención de mayor grado de productividad o sinergias económicas, extendiéndose el análisis a la estructura del mercado y características de los clientes, sus tendencias y evolución prevista de la oferta y la demanda.- (6 que es 31).-

Nos encontramos con el primero de los términos vinculados con el "Legal Due Diligence", que es la actividad legal que encierra a todo el contenido de la revisión efectuada en el "Business Due Diligence", este analiza los hechos con trascendencia jurídica que puedan afectar el curso de la proyección esperada, alcanzado el cumplimiento de la normativa vigente sobre los diferentes sectores de la actividad empresarial. La primera afecta al contrato mismo, y la segunda solamente sobre la valoración del objeto (error en la sustancia o error de número).-

Es compleja la formación de un Legal Opinión, que permite colegir la necesidad de completar, lo anterior en forma de separada. Incorporanse pues, las revisiones administrativas, medioambientales, laborales, fiscales, propiedad industrial, relaciones bancarias o asegurativas.

2.3) Por las etapas del procedimiento:

El Due Diligence básico o preliminar (*Basic or Preliminary Due Diligence*); la de contenido (*Ordinary Due Diligence*); y la del cierre y postcierre (*Closing & Postclosing Due Diligence).-*

El Estudio Idóneo y Registrado en el Nuevo Registro para Abogados, a cargo de la revisión, (Cuya Reglamentación quedaría pendiente de ejecución en la presente tesina, hasta la aprobación del Proyecto) identifica unas verificaciones a cargo del empresario, y otras a cargo del inversor, y desde la perspectiva material, verificaciones del negocio, financieras y contables, y operativas y estratégicas, y otras legales, en cada estadio de la negociación.-

Ello colige en que es necesario para cada estadio la redacción de un documento obligacional. La Basic or Preliminary

CONFIDENCIAL

Due Diligence" o revisión preliminar o básica, ergo la aceptación de las partes involucradas sobre las condiciones fijadas en la carta de intención.- El periodo establecido en el acuerdo marco, los compromisos previamente adquiridos adoptan virtualidad en el acuerdo de cierre. [6]

En la formación de contratos complejos, de formación perfectiva sucesiva o progresiva, *ex intervallo temporis*, cuya práctica contractual atiende a la protección de las partes y en especial del empresario, en prevención a la falta de cierre de la operación o ante eventuales incumplimientos.

Por ello dentro de la regulación de la actividad del Due Diligence que se pretende es esencial incorporar, Formularios estándar, más los anexos complementarios, apoyados por cartas de intención con diferentes compromisos obligacionales.-

La inclusión de determinadas conductas con carácter obligatorio y la previsión cláusulas penales (break-up fees) en caso de incumplimiento, las que hallan fundamento en nuestra legislación Civil y Comercial, y refuerzan la obligación genérica de negociar de buena fe, independientemente del principio consagrado contractualmente "Buena fe contractual" art. 1197 y sstes del Código Civil de la Nación. [7] De la misma forma lo establece el art. 1198 del precitado texto normativo. [8]

En contraposición del principio de la buena fe puede encontrarse en la *exceptio non adimpleti contractus* excepción por la que no puede demandarse el cumplimiento de un contrato por parte del incumpliente, y que aparece en el art. 1201 de nuestro Código Civil.[9]

Es por ello que será necesaria la creación de Tribunales Especiales que diriman en materia de transacciones nacionales e internacionales, para poseer competencia clara en

CONFIDENCIAL

---

[6] Perry & Herd (Merger and Acquisitions: Reducting M&a Risk through improved due dligence, Strategy and Leadership vol, 32. num 2, 2004.-

[7] *Quod Aulus Agerius Numerio Negidio fundum cornelianum , quo de agitur, vendidit.(demonstratio).)*Puesto que el vendedor le ha vendido al comprador el fundo corneliano, sobre lo que se litiga *quidquid paret ob cam rem Numerium Negidium dare facere oportere ex fide bona* (*tentio*) Habiéndose obligado el comprador a dar o hacer de acuerdo a la buena fe *eius iudex Numerium Negidium Aulo Agerio condemnato , si non paret absolvito (condemnatio)*

8 "*Los contratos deben celebrarse, interpretarse y ejecutarse de buena fe y de acuerdo con lo que verosimilmente las partes entendieron o pudieron entender , obrando con cuidado y previsión.* " Sobre este punto, algunos juristas , como MOSSET ITURRASPE, piensan que en el término " *lo que las partes entendieron o pudieron entender* " está implícito el concepto de buena fe , en el sentido de que las partes deben obrar con lealtad y probidad, lo que excede a la idea del obrar sin culpa.

[9] " *En los contratos bilaterales una de las partes no podrá demandar su cumplimiento, si no probase haberlo ella cumplido, o que su obligación es a plazo*".-

esta materia compleja, donde sus covenants contractuales (compromisos) requieren de un entendimiento de los negocios en materia de Due Diligence.-

(Ello acompañado de reuniones informales entre el empresario y el inversor, colaboradores de estos y sus directivos. Reconocer la seriedad del inversor y que este último obtenga un reconocimiento directo de target)

Además la obligación genérica de negociar de BUENA FE (culpa in contrahendo) las cartas de intención tienden a incorporar, concretas cláusulas de carácter obligacional, a fin de que el inversor no altere, en beneficio propio la posición de competitividad de la empresa objetivo.-

Suma a ello, que el empresario pretenderá incluir una cláusula de Confidencialidad respecto de la información revelada así como la restricción de su uso, al solo fin de la conclusión del negocio, para lo cual estará regulado en el reglamento que se debería dictar a partir del proyecto que impulsó sobre esta actividad legal.-

Entonces seria esencial que el empresario, cautelosamente brinde estos datos relativos al negocio objeto de la compra, luego del momento de la negociación, y al acuerdo marco.-

En este documento cuya redacción estándar se encontrara dentro de lo normado para la actividad de Due Diligence que propongo regular, y que fijara la autoridad de aplicación, Colegio de Publico de Abogados, donde constara el Registro de Diligent Lawyers, constara la autorización de la elaboración del llamado *Basic o Preliminary Due Diligence*. Permite esta, que el inversor tenga un primer contacto con la empresa objetivo, a través de sus directivos o empleados, con entrevistas, solicitudes de datos y cuestionarios.

Estas cartas de intención fijan la actuación permitida al inversor o sus técnicos, respecto de los tiempos, reuniones y obtención de información, y delitimitacion de su contenido. Entonces, la revisión estratégica se limita, en una primera consideración, a un análisis general del mercado existente al que la empresa atiende, y al mercado potencial al que podría atender con su estructura actual o con la inversión prevista. (Capital-riesgo-fusión).

CONFIDENCIAL

La revisión operativa de la empresa, de modo suplementario, a las características generales de su funcionamiento y división de trabajo, los aspectos relevantes de la organización tales como clientes, proveedores, secretos empresariales, bienes, empleados o contratos.-

2.4) <u>Por el contenido (Ordinary Due Diligence).-</u>

Se encuentra situado aquí, el nombrado acuerdo de negociación al que llamaremos acuerdo marco, preparatorio o base, previo al definitorio. Comprobadas las revisiones ofertadas el empresario amplia su obligación de información permitiendo la realización de comprobaciones técnicas por los medios acordados con el ***inversor***.-

El acuerdo Memorando aparece como un contrato donde las partes modulan sus respectivas obligaciones durante un periodo de tiempo transitorio *(Stub o interin period*), así se exige aquí la celebración de un acuerdo definitivo. En todo caso este contrato intermedio que obligue al definitivo da mayor seguridad al empresario proponiendo los acuerdos indemnizatorios en caso de incumplimiento de los compromisos asumidos a priori. [10]

Se incluye así, las manifestaciones de las partes sobre su capacidad y solvencia, y a las anteriores se adicionan las garantías convencionales ofertadas, y dirigidas al buen fin de la operación. La sanción por incumplimiento de estas garantías variara según su incidencia respecto del target, y por su contenido y extensión, determinara el espacio que restara a las comprobaciones técnicas.- [11]

En apartado separado que designara como "Anexo Obligaciones", se incluirán las obligaciones concretas que asumen las partes desde el acuerdo marco hasta la documentación del cierre de la operación. En el, se acotan las concretas menciones sobre la duración del interin period, las obligaciones de información y colaboración entre las partes y los medios para llevarlas a cabo, y la imposición de restricciones en la gestión empresarial hasta el cierre, entre otras.-

En este contexto asumen relevante significación las cláusulas que regulan las condiciones para el

[10] Howard (United Status Due Diligence pag. 299) aduce a medidas protectoras frente a dif. contenidos de la empresa.-

[11] Señala Jobard (France Due Diligence pag. 165) Incremento de exigencias de garantias de los inversores, trasladan funciones de riesgos de los empresarios.-

CONFIDENCIAL

cierre de la operación, se recogerán allí las repercusiones que eventuales incumplimientos puedan tener sobre el conjunto, incluso por cambios adversos a la voluntad del empresario. La delimitación de específicas cláusulas *REBUS SIC STANTIBUS*, de divergencias respecto de las manifestaciones y garantías al tiempo no ya del acuerdo marco, sino del cierre, y previsiones de incumplimiento de obligaciones contractuales, encuentran en las condiciones para el cierre los remedios previstos en cada supuesto.- Todo basado en las *Rules of Engagement*.-

Las referidas reglas indicaran los medios establecidos a través de los cuales se podrán obtener las informaciones (listado técnico de comprobación y acceso a instalaciones y *data-room,* y la documentación a la que tendrá acceso los profesionales encargados de la revisión, los que constaran en los formularios que se propondrán como estándar para esta compleja actividad legal.-

Otra estipulación se refiere a los criterios de disponibilidad del personal afectado en la cooperación con los técnicos del inversor, de forma que las reglas de compromiso no alteren el normal desempeño de su trabajo.-

Durante el tiempo transitorio se realizara toda la actividad comprobatoria de donde resultara cada uno de los informes provisionales, que afectaran a los remedios previstos en las Reps and Warranties o Declaraciones y Garantías prestadas por el vendedor y las condiciones de cierre establecidas en el contrato marco.-

2.5) <u>REVISION CIERRE y POST CIERRE (Closing & Post closing Due Diligence).-</u>

Concluye así el proceso de captación de información, los profesionales del inversor asistidos también, por profesionales del empresario, y los pertinentes informes periciales provisionales.- Resta igualmente la elaboración de los informes definitivos, momento en el cual se redactara el documento de cierre.-

En consecuencia los informes periciales **se harán constar,** las conclusiones resultantes de los datos obtenidos con indicación de la fuente de información, lo referido configurara la redacción de la norma prevista para la actividad de la revisión legal.-

CONFIDENCIAL

Sin embargo, a la vista de los informes se podrán producir omisiones, confusiones o puntos oscuros que precisen de complemento o aclaración, por lo que, estas ultimas habrán de ajustar la obtención y concesión de informaciones a los márgenes de la negociación, sin que los técnicos del inversor puedan exigir mas, ni el empresario y sus colaboradores otorgar menos.-

Tal es la relevancia de las omisiones, o defectos mencionados que aun siendo involuntarias, darían o pueden dar lugar a un desistimiento unilateral del inversor, a través de un informe desfavorable, que a su vez, puede tener sustento en el incumplimiento de las obligaciones de información de la otra parte.-

Como consecuencia de todo ello el Diligent Lawyer o Técnico de Revisión Legal emitirá un informe final donde se puedan recoger (legal opinión) subsanar o completar todas las eventualidades apuntadas. La revisión de cierre entonces no distara demasiado en cuanto a su fecha de realización de este informe, a fin de no desplegar nuevamente toda la maquinaria técnica en actualizar los datos obtenidos en aquella oportunidad, evitando alteraciones de los mismos en el periodo intermedio.-

Es así que el informe final "precierre", supone la adopción de cuantas medidas sean suficientes para que se cumplan las condiciones previstas para el cierre y actualización de datos en evitación de un posterior *casus belli* entre las partes.

Se habrá de incorporar además, junto al documento de cierre toda cuanta documentación sea precisa (transferencia de poderes, autorizaciones requeridas) para que se produzca la entrega instrumental de los distintos elementos, cesiones de contratos y autorizaciones de terceros.- Los secretos empresariales y listado completo de historial de clientes, proveedores y otros colaboradores.-

Se designara además, en este documento de cierre el interés de una revisión post cierre, en tanto que aquellas actividades son imputables al inversor versaran sobre la información del estado de la empresa a la fecha del cierre de la operación, en el llamado proceso de desmaquillaje de la empresa, donde el inversor capta en forma directa los datos obtenidos del anterior empresario, y analiza sin intermediación el cumplimiento de las manifestación y garantías, obligaciones y condiciones establecidas en el acuerdo marco, y cuyo incumplimiento pueda originar el dispara de la ejecución de los

CONFIDENCIAL

Escrow (denomínese escrow a aquellas cláusulas que se previeron contractualmente ante contingencias producidas en la verificación, y que provocan la ejecución de indemnizaciones o sanciones de carácter patrimonial) previstos en el desarrollo del documento de las declaraciones & garantías otorgadas por el vendedor, advirtiendo la necesidad, de establecer nuevas colaboraciones post-contractuales entre las partes o nuevos deberes de información, resultando así si lo hubiere, la imposición de nuevos deberes o sanciones incorporados al documento final o definitivo.-

2.6*) GARANTIAS EXTENDIDAS AL ACUERDO MARCO:*

Acuerdo Marco: Manifestación de las Garantías:

Cláusulas reguladoras a favor del empresario y del inversor: Como inciden en el Due Diligence legal.-

La revisión técnica se orientara también, a través de lo relativo al contenido resultante del acuerdo obligacional. Dentro del acuerdo marco, en la practica contractual internacional y trasladada a la praxis legal argentina, ha generado cláusulas tipo, que modelan los comportamientos que cada parte puede exigir a la otra, ello entendido en razón de que puede agregarse cláusulas post cierre obligatorias que pueden incorporarse al documento del cierre.-

Primero en las cláusulas de declaraciones y garantías el empresario manifiesta la certeza que le da a la operación sobre los datos y operación pretendida.- Así frente a estas medidas de garantía, se suelen introducir criterios limitadores de la responsabilidad, así además de los anexos incorporados con reflejo de la información trascendental, el empresario deberá señalar la inexistencia de otros elementos que puedan tener un valor relevante para la empresa.

En tales supuestos deberá el inversor absorber y asumir las perdidas derivadas de aquellos elementos "no significativos" que no sean comunicados. En evitación de controversias, se podrán introducir límites cuantitativos o franquicias que concreten los ámbitos o asunción de la responsabilidad. *(Basket amount Clause*).[12]

Otras formas contractuales que pueden utilizarse, serian aquellas que limitan, la responsabilidad del empresario, en relación con la empresa objetivo. La introducción

[12] Ryan y Beasley (Due Diligence from legal perspective. Due Diligence Techniques and Analysis. Dir. Bing Ed. Quorum Books, Westport, 1996, pag. 29 al 68).-

CONFIDENCIAL

de expresiones de extensión de la garantía "hasta donde alcance el conocimiento" del empresario introduce un aspecto subjetivo de difícil aceptación para el inversor, sin la formulación de mas amplias revisiones periciales.-

Todo ello se limita las cuestiones de hecho o materialidad de conocimiento del empresario cuyas garantías se limitan a la temporalidad de la cobertura, debiéndose seguramente a los plazos de la prescripción establecidos en cada caso en particular, como la Fiscal 10 años, Contractual 10 años, prescripción de obligaciones civiles general 5 años.

De allí que deriven los aplicados *Escrow* que sirven para retener parte del precio a futuro una vez finalizado el periodo de prescripción de la limitación mencionada a fin de que practicado un análisis exhaustivo de contingencias, se determinen si esos fondos o activos serán aplicables a sanciones pecuniarias a favor del beneficiario de dichos Escrow o el Ajuste del precio final de la operación.-

Mas adelante haré recaer esta figura en forma regulada ante la creación de un registro de Agente Escrow.-

Ello equivale a que a esas Garantías pueden superponerse supragarantias de su cumplimiento (retención de la inversión hasta su extinción).-

De esta forma se brindara mayor seguridad jurídica para las partes, donde el inversor habrá de concatenar la inversión a realizar a las valoraciones finales de la actividad revisora que, debidamente justificadas, consten en los informes periciales.

Mayor inconveniente presenta el establecimiento de una cláusula de desistimiento unilateral a favor del inversor (*Walk-away Caluse o Break-up Clause*), en este caso deberá basarse en un incumplimiento relevante que justifique el remedio y hasta el cierre de la operación.

Sensu contrario, de la cláusula impuesta por el empresario "hasta su diligente conocimiento", el inversor podrá pretender la inclusión de una cláusula la asunción de responsabilidad del empresario derivada de aquellos hechos o datos de los cuales el inversor no haya tenido conocimiento (*Off-the-hook clause*) siendo también relevante aquellas donde tengan cualquier tipo de incidencia sobre un perjuicio al inversor.-

2.7) <u>EL INFORME DE DUE DILIGENCE LEGAL. ESTRUCTURA.</u>

CONFIDENCIAL

El resultado de la información recopilada y de su análisis legal queda entonces recogido y documentado en un informe llamado *DUE DILIGENCE REPORT*.

En cuanto a su estructura, es frecuente que el informe se divida en las siguientes partes:

• Breve introducción sobre el objeto, alcance y razón del trabajo llevado a cabo y un resumen con el fin de dar a conocer al comprador los principales aspectos que deben centrar su atención.

• A continuación se acostumbra a dividir el cuerpo del informe en cada una de las áreas jurídicas que han sido analizadas, siguiendo el mismo orden sistemático que el del cuestionario preliminar. Dentro de cada capítulo debe incluirse un resumen de cada elemento examinado (activos, inmuebles, contratos, la relación de documentación e información utilizada para su examen y, naturalmente, un análisis jurídico del aspecto en cuestión.

• Al final del informe o de cada uno de los capítulos o partes en que se divide, se resumen las principales irregularidades o aspectos negativos detectados, sus eventuales consecuencias jurídicas y, cuando sea factible, las posibilidades de solucionar o paliar aquéllos antes de la consumación de la adquisición.

Al informe de Due Diligence legal, se suelen acompañar anexos que incluyen datos o información facilitada por la sociedad objeto de revisión a lo largo del proceso, cuya constatación o conocimiento se considera relevante.

Cuando el objeto de la revisión es complejo, el informe resultante es, inevitablemente, muy voluminoso, siendo frecuente, la emisión de un resumen esquemático (Executive Summary), en el que aparecen claramente extractadas las conclusiones y recomendaciones.

CONFIDENCIAL

CAPITULO III:

3.1) ***PROCEDIMIENTO DE REVISION.***-

Acuerdos Negociales.-

La documentación previamente convenida entre las partes opera como un criterio orientador de la actuación de los profesionales del Derecho designados para su labor de comprobación, los que deberán encontrarse inscriptos para la

nueva reforma en el Registro de Profesionales Idóneos o "Diligent Lawyers".-

El contenido de las cartas de intención, de los acuerdo marco o memoranda de entendimiento, los acuerdos o cláusulas de confidencialidad y exclusividad así como otras cartas de patrocinio del inversor cuyos delineamientos se expondrán, configuran el marco negociador sobre el que se asientan las bases de la verificación técnica.-

Se ha de atender además, las declaraciones y garantías "Reps & Warranties", mantenidas por el empresario en el acuerdo marco, y en sus anexos. Las cláusulas relativas al cierre de la operación contendrán implicaciones y relevancia de las conclusiones de los informes técnicos.-

Entre los acuerdos se encuentran las que establecen las reglas de colaboración de las partes *(investigation covenants)* y de otros, los que ordenan un criterio de implicación de los colaboradores de ambas partes en el proceso *(rules of engagement),* el acceso a la información (*data-room*) y la duración prevista en la averiguación (*interim period*). Las reglas de colaboración donde constaran las listas y estancias de comprobación, entrevistas y copias de documentos.-

Otras cláusulas inciden en el proceso como la que delimitan aquellas facetas que son esenciales y cuya falta o defecto, causan la resolución contractual *(cláusulas walk-away*) y aquellas que originan la correlativa reducción valorativa *(bring-down*). Por ultimo otros pactos trasladan la responsabilidad de una parte a otra, según el alcance de las desviaciones de las declaraciones y garantías *(basket-amount*) o según si la obligación de recabar información se imputa al inversor o al empresario *(off-the-hook clause*), según hemos descripto.-

CONFIDENCIAL

3.2) <u>COMO SE REALIZARA EL REQUERIMIENTO PROFESIONAL. REGISTROS DE PROFESIONALES DE LA ABOGACIA "Diligent Lawyer"</u>.

Para aumentar la calidad en el ejercicio de la abogacía y la competitividad en la misma, y por cierto los resultados del Due Diligence, seria necesario para el inversor, oferente o toda empresa o persona que se encuentra en la etapa de toma de decisiones, a fin de llevar a cabo algunas de las

operaciones que ameriten la aplicación de un Due Diligence, debería confeccionar la hoja de encargo profesional donde serán designados para la labor comprobatoria, los profesionales de la matricula (según y atento a la libre voluntad de quien requiera al profesional) que se encuentren inscriptos en el ***Registro de Diligent Lawyers del Colegio de Abogados de la Jurisdicción*** que se trate, y de cuyo Registro se basaran entidades como la ***Bolsa de Comercio de Buenos Aires*** *y* ***Comisión Nacional de Valores,*** cuando soliciten el propio Due Diligence en el Prospecto de emisión de valores o retiro de la oferta u otro tramite administrativo legal que tales organismos requieran.-

Este Registro, al ser la actividad profesional, debería recaer dentro del ámbito del Colegio aludido.-

El profesional o Estudio Jurídico inscripto como firma jurídica a tales fines, deberá contar con un equipo de profesionales (auxiliares de esta actividad de revisión legal) o *Working Team*, de los distintos rubros que conformen el espectro de labores, que se efectuaran en la revisión técnica, los que deberán encontrarse debidamente inscriptos en sus Colegios pertinentes o Consejos que regulen dichas profesiones, si los tuvieren.-

Dicha hoja deberá señalar aquellas áreas de conocimiento que cubrirá la revisión técnica, así como los medios y limitaciones que deriven de los acuerdos previos, la existencia de revisiones complementarias de otras áreas, y la necesidad de coordinación de trabajos que quedaran delimitados en dicho documento.-

Por otro lado la determinación de los medios a través de los cuales se obtendrán la información, su extensión y limites, configurarán los criterios determinantes de la responsabilidad asumidas por el "Técnico Revisional" o "Diligent Lawyers".

Con ello incorpora el inversor una nueva garantía en la contratación; mayor seguridad jurídica y negocial (al contar con expertos en otras profesiones) en compensación por los honorarios que se devenguen del despliegue profesional.- En adición a ello, posibilita así, al empresario en etapa de valuación de un proyecto económico o de negocios, mayor transparencia del mercado jurídico.

En tanto que la hoja de encargo *(engagement letter*) se dirige a la realización de los informes técnicos

CONFIDENCIAL

correspondientes, se incluyen también la función, forma y delimitación de los contenidos del informe.-

Cabe así destacar, que la actividad es precedida, dentro de las diversas áreas en las que se subdivide (operativa, legal y financiera) con acuerdo relativos a la operación proyectada, pero siempre con la Legal Opinión.-

Volviendo a nuestra hoja de encargo profesional, constaran además las personas designadas o grupos de trabajo que designara el ABOGADO o Diligent Lawyer, encargados de las labores técnicas con las áreas de conocimiento que cubrirá la revisión, así como los medios y las limitaciones que deriven del encargo y acuerdo previo alcanzados con el empresario. Con ello se incorpora el inversor, una nueva garantía de contratación, en compensación por los honorarios profesionales que devenguen de la actuación, con un nuevo centro de imputación a su favor.-

En tanto el Engagement Letter (hoja de encargo) se consigna la realización de los informes técnicos correspondientes, deviene muchas formas y contenidos que hacen a la misma, y que volcaremos en los formularios estándar.-

Cada hoja reflejara cada aspecto técnico a revisar, aspectos concretos de la materia sobre la cual recaiga. Necesariamente se extenderá a la comprobación de los Títulos de legitimación sobre los bienes, trabajadores, colaboradores o terceros y otras áreas de particular interés como estas afectan al cumplimiento de las normativas laborales, urbanísticas, medioambientales, fiscales, de la competencia, societarias, registrales, Telecomunicaciones.-

Se entenderá ergo, que la labor del Diligent Lawyer o Abogado titular del Due Diligence o Técnico Revisional, será una actividad alternativa que tendrá el inversor, o todo interesado en un proyecto de negocio, para tornar eficaz la fase previa a tomar en cuenta antes de la toma de decisión de realizar el negocio u operación.-

Finalmente existirá una aprobación por parte de la autoridad Registral que deberá cumplir el profesional que pretenda figurar en dichos listados, debiendo contar para ello Con una Maestría Post Grado de la Universidad del CEMA o bien, Titulo similar de otra Universidad que acredite el conocimiento in extenso de la materia.-

3.3) *DURACION Y PERSONAL IMPLICADO*.-

CONFIDENCIAL

En este aspecto, me referiré, a los issues relacionados con la Duración de la labor investigadora y las personas que intervendrán en la producción de datos y la información adecuada.-

El inversor dispondrá en las hojas pertinentes quienes serán los técnicos designados, y que serán suficientes para la comprobación de la investigación, análisis y redacción de informes. Por otro lado que dicha situación será transitoria por el plazo concedido, orientado a fin de informar y verificar las garantías.-

En tal caso, la Duración del Due Diligence dependerá: a) del tiempo necesario para la captación de autorizaciones y consentimientos para el cierre de la operación b) de los intereses implicados en la operación (accionistas, financiadores) de las características del negocio objeto de la compra y de la clase de operación.-

Esta duración ha de prolongarse el tiempo dentro de los parámetros anteriores, por el periodo que sea preciso para cumplir sus objetivos y no más allá.

3.4) LEGAL OPINION.-

Declaraciones fundamentales de derechos que cabe exigir al abogado de la contraparte, y también al abogado del inversor, cuando se esta adquiriendo un paquete accionario de control o un conjunto de activos: o sean cuestiones de derecho:

- Estas acciones han sido válidamente emitidas y, además, no hay restricciones (pactos de sindicación).
- Declaración del abogado de la contraparte de la inexistencia de pactos que restrinjan los derechos emergentes de la titularidad de las acciones.
- Capacidad que tienen las partes para entrar en estos contratos.

- Cuestiones de hecho:
- Cuestiones previsionales;
- contingencias ambientales;
- situación de marcas y patentes;
- licencias de software;
- situaciones laborales;
- situación de la endeudamiento;
- situación del activo y el pasivo de la sociedad.

CONFIDENCIAL

En USA, cada vez más, hay problemas (juicios contra estudios jurídicos) generados por la emisión de opiniones de los abogados, y casi siempre son por la emisión de opiniones sobre cuestiones de hecho. Por esto, hay que pensar si, como abogado de la sociedad objeto de la operación, debiera emitir una opinión sobre cuestiones de hecho.

Indemnities (indemnidades):

- Es el compromiso de una parte de mantener indemne a la otra por los daños ocasionados por la falsedad, inexactitud o incumplimiento de sus declaraciones & garantías otorgadas. Si por dolo o negligencia alguna de tales declaraciones resultare errónea o falsa, la parte que las emitió se comprometerá a compensar el daño. La obligación de compensar a su beneficiario surge al momento en que este último conoció o debió haber conocido la existencia de tal error o falsedad. Entre los temas esenciales vinculados con el otorgamiento de una indemnidad, deben señalarse los siguientes:

- Cuáles eventos podría comprender;
- Plazo de vigencia o supervivencia;
- Coberturas complementarias para su ejecutabilidad (Escrow/Setoff/Holdback/Fideicomiso de Garantía)
- Limites de responsabilidad para el vendedor otorgante

UN DUE DILIGENCE, "DILIGENTE" AUMENTA LA CONFIANZA MUTUA ENTRE LAS PARTES Y FACILITA LA NEGOCIACION DE LOS TERMINOS ESENCIALES DE UNA OPERACIÓN.-

CONFIDENCIAL

CAPITULO IV:

4.1) ASPECTO MATERIAL DE LA REVISION LEGAL.-

La comprobación preliminar (*Preliminary Due Diligence Check List*).-

A partir del estudio en cuestión se generara un listado, donde los técnicos repasen la documentación respecto de los datos de general concurrencia, cuando surge la obligatoriedad de inscripción de actos en Registros Públicos. En el proceso de revisión (*Due Diligence Inquiry*) los profesionales del inversor y los responsables de la empresa objeto de la operación han de colaborar en la comunicación de datos concretos. Como comprobación básica en un primer momento y luego de comprobación general. Ello servirá a modo de hoja de ruta marcando las reglas de la revisión.-

El listado de comprobación preliminar (*Preliminary Due Diligence Check List*) se elaborara desde la existencia de los primeros compromisos, con carácter obligatorio de las cartas de intenciones o diferirse a un momento posterior.

Cuestiones de Relevancia en la actuación de la revisión.-

En todos los casos no es imprescindible abordar la totalidad de materias señaladas a continuación, sino que ello dependerá de las áreas especialmente identificadas por el comprador o inversor y los tipos de riesgos a identificar de forma prioritaria; el Due Diligence puede llegar a versar sobre las siguientes áreas:

1. Auditoría contable
2. Análisis de la información financiera
3. Análisis de la información de gestión
4. Aspectos fiscales, contingencias
5. **Aspectos legales**
6. Aspectos organizativos
7. Aspectos medioambientales
8. Tecnología de información y seguridad informática
9. RRHH

Para examinar estas diferentes áreas, se recurre a un Cuestionario de Due Diligence preliminar que se entrega a la vendedor para poder recabar la información necesaria.

CONFIDENCIAL

Podemos decir que podría llegar a existir un modelo de Due Diligence adaptado a cada comprador, según sus necesidades. Veamos; si profundizamos en cada área podremos identificar cuáles son los aspectos sobre los que versará el Due Diligence:

-Puede existir una Due Diligence pre-adquisición; sus objetivos serían:

-valoración de activos y pasivos;
-obtención y análisis de la cuenta de resultados histórica que permita servir de base para la elaboración de proyecciones;
-determinar si el negocio es sostenible y si son alcanzables los resultados proyectados en base a la evolución histórica, contraste con el mercado.

4.2) ***Un Due Diligence Legal presenta como objetivos y elementos a verificar:***

-la comprobación de la situación legal de la sociedad o negocio objeto de la operación en las diferentes áreas;
-identificación de riesgos asociados a la operación;
-determinación de las posibles contingencias en materia legal

Las áreas a examinar son:

-Corporativa
-Contractual
-Activos: Bienes inmuebles
-Administrativo: licencias y autorizaciones
-Propiedad industrial e intelectual
-Litigios y procedimientos

4.3) La Due Diligence Laboral se encarga del análisis de la adecuación de la empresa a la legislación laboral vigente, a partir del Checklist Laboral.

-Revisión de la documentación
-Análisis del cumplimiento en materia de Seguridad Social
-Estudio de los sistemas de retribución
-Contenido de los contratos de Alta Dirección
-Convenios colectivos, planes de seguros y pensiones
-Determinación de la "hipoteca laboral" a los efectos de adoptar los acuerdos oportunos en relación al pasivo laboral por reconocimiento de antigüedades y otros derechos.

CONFIDENCIAL

Labor and social security areas (principales riesgos legales):

(i) existence of non-registered employees ("empleados en negro");

(ii) existence of independent professionals rendering services to the company on a permanent basis;

(iii) Directors performing technical-administrative tasks at the company against payments of fees, but not registered as employees at the company's pay-roll.

4.4) La Due Diligence Financiera. Por que realizarla?

Dentro del estatus valorativo de la actividad de revisión técnica o Due Diligence se encuentra uno de los aspectos cruciales en la vida de esta actividad temporal, cuando se realiza un balance sobre el entendimiento de un comprador de sus objetivos de negocio y por ende incrementando la probabilidad de que la transacción cumpla estos objetivos.

Ayuda a identificar y entender factores críticos de éxito para que adquisiciones informadas puedan suceder. Provee a compradores la mayor cantidad de certidumbre sobre la naturaleza del negocio y las características de su flujo de caja.

Esto ayuda a las decisiones de precio y al nivel de complejidad que soportará la estructura. Provee a vendedores de un mayor control sobre el proceso de venta y su timing, lo cual puede ayudar a asegurar un mayor precio por el negocio.

Ayuda a reducir interrupciones al negocio a medida que el proceso de venta es mas controlado. La actuación del Abogado Diligent Lawyers, brinda y provee asistencia a vendedores que pueden asegurar que el vendedor retenga el paso y la iniciativa durante todo el proceso de venta. En cuanto a la identificación temprana de los temas de valor crítico y proveyendo la opción de "reagrupar y reparar" fuera del alcance de los medios.

Provee la ejecución rápida de la desinversión de recursos de parte de los vendedores. Esto reduce las interrupciones al negocio y acelera la transferencia a los nuevos propietarios.

Evaluación de las oportunidades y riesgos financieros a partir de:

CONFIDENCIAL

-la obtención y análisis del comportamiento histórico del resultado operativo
-los niveles de generación de flujos de caja históricos
-la posición de deuda neta financiera, inversión y financiación del circulante, vencimientos

-la viabilidad económico-financiera del Plan de Negocio
-los criterios para evaluar el grado de liquidez de una inversión.

En primera instancia debe analizarse la evolución histórica del resultado, como las Ventas, costos de las ventas, y márgenes cruzando la información con los Flujos de Caja y los Resultados actuales y proyección al cierre; beneficio bruto, gastos de venta generales y de administración, BAIT, EBITDA; ratio y análisis de tendencia.

Gastos generales;

Principales categorías de gastos generales por debajo del margen bruto, por tipo de costo, tendencias significativas. Incentivos de ventas, licencias *Joint Venture* y canales de distribución. Gastos de exhibición, anuncios, promociones. Análisis y revisión de otros gastos. Cambios significativos en procedimientos contables o impacto de políticas inadecuadas.- Resultado entre las diferencias de la política contable de la Compañía objetivo y la compradora.

Balance;

Balance de situación (ultimo balance actualizado). Situación de los activos netos, tendencias significativas, cambios de política contable, activos con valor contable diferentes a los del mercado.- Partidas fuera del balance.

Activos fijos,

Resumen por tipo de activo y por localización.-Criterios de valoración, coeficientes de amortización, beneficios/perdidas derivado de ventas. Bienes en locación financiera, activos con alcance de verificación física, naturaleza de elementos inmovilizado inmaterial, patentes, propiedad industrial, marcas, gastos de investigación y desarrollo capitalizados, entre otros.-

Deuda financiera.-

Análisis de la deuda financiera por componente de vencimiento, descubierto de cuentas bancarias, prestamos,

CONFIDENCIAL

financiación de empresas del grupo, arrendamientos financieros, otros pasivos que devenguen intereses.-

Flujo de caja,

Resumen de flujos de caja; conciliación de EBITDA y flujos de caja para el grupo y actividad principal. Inversiones: Análisis cuantificado de las inversiones, por actividad y localización y por finalidad (crecimiento, mantenimiento etc.).-

A mayor abundamiento pueden incluirse el Resultado actual y la proyección al cierre, los flujos de caja futuro, Aspectos derivados de la compraventa, Financiación de la transacción.

4.5) El Due Diligence Fiscal permitirá:

-el análisis preliminar de la viabilidad fiscal
-la determinación del impacto impositivo en las proyecciones financieras
-la determinación de contingencias fiscales y su clasificación en función de su grado de probabilidad
-la comprobación de la contabilización correcta de los pasivos fiscales de la compañía.
-el examen de la razonabilidad de los créditos fiscales existentes a favor de la compañía y las bases imponibles negativas
-valoración de los "activos" fiscales: impuestos anticipados y diferidos, registrados y no contabilizados.
-determinación de garantías sobre riesgos fiscales.

Los impuestos a examinar serán Impuesto sobre Sociedades, IVA, No Residentes y Locales.

4.6) *El Due Diligence Medioambiental*

Existen estudios que determinan que una tercera parte de las mayores compañías Europeas se han visto afectadas negativamente por aspectos de responsabilidad medioambiental tras una operación de fusión o adquisición empresarial. Las implicaciones ambientales y sociales son hoy más importantes de lo que lo han sido nunca. Cualquier transacción que no tenga en cuenta estas implicaciones está ignorando una parte muy relevante de los riesgos a considerar. Para ello habrá que identificar y evaluar los riesgos ambientales potenciales y la toma de decisiones para la aplicación de medidas correctoras.

CONFIDENCIAL

4.7) El Due Diligence Comercial

Esta labor permitirá el análisis del derecho de defensa de la competencia y su impacto ante la posible operación de compra, el conocimiento de las dinámicas y tamaño del mercado en el que se opera, el posicionamiento del target en el mercado, la revisión de las líneas estratégicas.-

4.8) ***El Due Diligence sobre los Sistemas de Información (IT)*** analiza la plataforma tecnológica (hardware, software y comunicaciones), la adecuación de dichos sistemas al negocio (funcionalidad, capacidad), evalúa el dimensionamiento del departamento, políticas de externalización, la gestión económica de presupuestos (coste e inversión), compatibilidad y sinergias ante la fusión de plataformas, así como los aspectos legales a tener en cuenta en coordinación con los temas de propiedad intelectual, de las aplicaciones y cumplimiento con la normativa aplicable.

En general, en todas las áreas relacionadas el Due Diligence, además, permite identificar posibles áreas de mejora para la futura solución de los problemas detectados. [13]

CONFIDENCIAL

[13] Fusiones y adquisiciones de empresas Autor: J.M. Alvarez Arjona A. Carrasco Perera, Editorial Aranzadi. 1ª edición 2004. 3.- The Art of M&A: Due Diligence Autor: A. Reed Lajoux Charles M. Elson Editorial McGraw-Hill Profesional. 1ª ed. 2000.

CAPITULO V:

5) AMBITO DE APLICACIÓN. SOCIEDADES Y POSTERIOR REGIMEN DE TRANSPARENCIA DE SOCIEDADES COTIZANTES.

5.1) DERECHO DE LAS SOCIEDADES

5.1 a) Emisión de negocios sobre valores negociables.-

Dentro de las revisiones legales incluye distintos vectores explicativos en su contenido, los negocios jurídicos que les sirven de base. Se centraran los aspectos actuales y pasados que repercutirán en la decisión de inversión y sus riesgos económicos.-

Además de las cuestiones netamente societarias, se hallan diferentes cuestiones que se plantean en las operaciones de venta de valores negociables o de activos, o de cesiones patrimoniales, en particular, con referencia al sujeto al que se imputa responsabilidad. Deben ser igualmente distinguidas las modificaciones estructurales de sociedades, de las cuales puedan resultar alteraciones en la posición de control de sus accionistas y su incidencia sobre los órganos sociales.[14]

La revisión abarcara también espacios de la contratación mercantil en relación a la empresa. Los contratos de empresa conjunta o las alianzas empresariales, los contratos cooperativos mediante consorcios, uniones transitorias de empresas, o agrupaciones de interés económico, en cada caso, orientan por la finalidad perseguida con cada uno de ellos, el ámbito de estudio de las revisiones de cada uno de ellos, por eso analizare la praxis en la emisión de valores.-

5.1.b) EMISION DE VALORES NEGOCIABLES.-

Primeramente, partiremos de la madre de todo proceso de Due Diligence, Norteamérica, para entender su fundamento. La casuística Case Law que identifica al sistema legislativo anglosajón de derecho común (Common Law) frente a otros

[14] Whaley y Sembler (Due Diligence, op. cit pag. 395)

CONFIDENCIAL

sistemas como el Continental y el Latino, encuentra regulaciones escritas las Acts, punto de conversión entre los mismos. Dentro de lo que se puede denominar como el *Statury Law* o Derecho de Sociedades se ubican las *Acts* y *Statutes* referidas a la transmisión de títulos valores o sociales según sea su denominación.-

Ni las Acts de 1933, ni las Securities Exchange act de 1934, acogen la alusión del termino Due Diligence. De cualquier modo, se ha institucionalizado la defensa del Due Diligence como forma de excluir la responsabilidad del emisor del Titulo, en el aspecto judicial.-

En las Acts de 1933, se establece el principio de deber de información (su equivalente en Argentina es el DECRETO 677/01, en materia de transparencia en la negociación de valores negociables en el ámbito de la oferta pública y las Normas dictadas por la CNV sobre esta materia) que han de aplicarse a las Compañías emisoras de valores negociables sujetas al régimen de oferta pública, concretamente en su Sección 11 prohíbe cualquier omisión o transgresión en los respectivos documentos por lo que fue necesario esta defensa para evitar cualquier responsabilidad, mas leve será la responsabilidad para administradores, directivos que con los que intermedian que necesitaran una investigación mas exhaustiva.[15]

La regla 10b-5 solo establece las practicas que se consideran fraudulentas, en la transmisión de valores, entre ellas la actuación culposa y dolosa de medios de información, y la utilización de documentos relevantes engañosos u otras emisiones. Alcanza así el espectro de la responsabilidad al transmitente y al adquirente.- Dentro del esquema regulativo de las normas federales de emisión de deuda o capital tienden a proteger al emisor a fin de se informe públicamente en principio, de todo los elementos relevantes para decidir sobre su inversión, con suficiente base informativa. [16]

En consecuencia la emisión de un Prospecto (Decreto 677/2001 y las normas dictadas de la CNV) encuentra asidero en la información brindada al inversor y actúan como manifiesto de una *Vendor Due Diligence* o revisión pericial del empresario,

[15] Section 11 Civil Liabilities on Account of False Registrations Statement: Person exempt from liability upon Prof. of issues.-

[16] Junto a las mencionadas Securities Act de 1940 y Securities Exchange Act, otras normas como la Investment Company Act de 1940 y la Investement Adviser Act de 1940, otras normas federales llamadas Blues Sky Laws, establecen el marco de actuación de empresas e intermediarios en la emision y transmisión de valores.-

CONFIDENCIAL

que permiten a los inversores, conocer sobre los datos fidedignos sustrato de los valores negociados.-

La inscripción de las Sociedades Anónimas (en caso de Oferta Publica) su suscripción de acciones representativas del capital social, incorpora las aportaciones de los socios (ver norma Ley 19550) luego el acuerdo de accionistas, fuera del marco registral (Shareholders- Agreement) tenderán a delimitar los aportes extra-capital que no se incorporaran al negocio fundacional como prestaciones accesorias. Por tratarse de pactos extra registrales o supra registrales tendrán efectos extrasocietarias y no con la sociedad. Es por ello necesario la realización del Due Diligence en las operaciones que exijan inscripción ante la Inspección General de Justicia u otra autoridad societaria de contralor local y en cuanto a cotización se trate en la Bolsa de Comercio y la Comisión Nacional de Valores.

Lo puntal es establecer el verdadero valor de las aportaciones sociales en dinero o en especie, con el objeto de transparentar las mismas al pretenso inversor.-

Para las sociedades de carácter publico o que oferten públicamente sus acciones, será de vital importancia para el proyecto, la investigación del Prospecto que se emitirá oportunamente y que deberá ser aprobado por las autoridades de aplicación normativa (CNV y Bolsa de Comercio), que acompañara un informe técnico sobre las acciones a emitir, y se considerara especialmente la intervención de los intermediarios financieros que se encargan de la colocación y aseguramiento de la emisión, nuevamente aquí toma relevancia la realización de un *Due Diligence.-*

Junto a ello los requirentes habrán de cumplir las normas de la CNV en cuanto al deber de información o *Full Disclosure*, para la admisión y negociación en un mercado secundario oficial.

Nuestro Régimen de Transparencia Publica, Decreto 677/01 y las Normas de la CNV, prevén la publicidad de la información, a fin de que todos los integrantes de la empresa, acreedores, accionistas y terceros en general tengan acceso a los diferentes aspectos del funcionamiento del negocio.

Es por ello que un Due Diligence en este campo, tomara una relevancia esencial para la mayor transparencia del régimen, basado en el principio del *Full Disclosure*, que obliga al oferente de la oferta publica a comunicar toda la información

CONFIDENCIAL

relevante para que el inversor cuente con las mismas bases para evaluar su inversión.

Sobre las presentaciones anuales y trimestrales ante la C.N.V cuya Legal Opinión debería acompañar a aquellas documentaciones, tales como Estados Contables Auditados, Informes de la Comisión Fiscalizadora o la Comisión de Vigilancia sobre la contingencias posibles o cualquier otro escenario posible de interés al publico inversor, presentes o futuras o acaecidas en el presente con repercusión en el pasado, y el análisis legal general del negocio.-

Especialmente en el informe sobre obligaciones negociables, certificados de depósitos argentinos, otros valores representativos de deuda y/o certificados de participación etc, los cuales sean cualificados con la *Legal Opinión* para mayor transparencia ante la Comisión Nacional de Valores en forma Trimestral. Asimismo será de aplicación para los Fideicomisos Financieros no solo al momento de informar monto, precio de transferencia sino también aquellos issues legales que recaigan sobre dichos instrumentos.-

Todo ello en cumplimiento a lo normado por el Art. 220, inc. 2º de la Ley 19550 en cuanto a adquisiciones de acciones propias, y sus aspectos en cuanto a la capacidad legal de realizarlas y su procedimiento y el supuesto del art. 68 Ley 17811 (modif. Por Decreto 677/01) si se encuentra ello ajustado a las normas procedimentales. El cumplimiento a la remisión de la información a la Autopista de Información Financiera (Conf. Res Gral. 490 dictada por la CNV).-

Específicamente el análisis técnico legal sobre el cumplimiento del art. 5º y 6º del dec. 677/01, a fin de que los administradores de la sociedad, los intermediarios autorizados, Los directores, Integrantes del Consejo de Calificación deban consolidar las situaciones de hecho y derecho que da lugar a esta normativa, deberían realizarse a través del Abogado Profesional "*Diligent Lawyer*" del Registro Propuesto. Un ejemplo de las siguientes situaciones a denunciar en dichos documentos:

a) Enajenación de bienes del activo fijo que representen mas del 15% de este rubro según el ultimo balance;
b) Manifestación de cualquier causa de disolución con indicación de las medidas que vayan a proponerse cuando esa causa fuere subsanable;
c) Iniciación de tratativas para el acuerdo preventivo extrajudicial, con acreedores, homologación, desistimiento,

CONFIDENCIAL

pedido de quiebra por la entidad o terceros, avenimiento, clausura etc;

d) Causas judiciales cualquiera sea su naturaleza;
e) Celebración y cancelación de contratos, licencias o Franquicias, de colaboración, Uniones Transitorias etc.-
f) Decisiones adoptadas que establezcan o modifiquen planes, sistemas o modalidades de recompensas;
g) Decisiones de desinversión;
h) Decisiones de Fusión y/o Adquisición de otras unidades económicas; etc.-

El Due Diligence encuentra también sustento en los Art. 73/74 y siguientes del Decreto 677/01, en cuanto al análisis que deben realizar las sociedades cotizantes por partes relacionadas, y montos relevantes.

Se institucionaliza así, para estas operaciones la necesidad de elaboraciones de revisiones de carácter legales que contengan además las de carácter contable, respecto de los datos del emisor, de los valores y de los estados financieros consolidados que la normativa solicita.- Como así también, se debe operar una revisión del empresario, cuyos datos habrán de ser trasladados al Prospecto Informativo, cuando se tratan de valores participativos.-

No resulta óbice, que los Prospectos de emisión deban contener información por referencia a documentos publicados previa o simultáneamente a su aprobación. En tal caso, con el criterio de dotar al conjunto con la necesaria claridad, y de facilitar el análisis y comprensión de la información, resulta necesaria la aportación de una lista de referencias cruzadas, que permita a los inversores identificar fácilmente datos específicos contenidos en la Documentación.- Se vuelve a institucionalizar así, la formulación de la Due Diligence en una practica de revisiones técnicas por remisiones a documentos analizados.-

5.1.c) Ofertas Publicas de venta y suscripción de valores.-

El régimen previsto para la admisión a negociación de valores en mercados regulados es trasladable, con carácter general a la oferta publica de venta o suscripción de valores no exceptuadas de la obligación de publicar un Prospecto Informativo de Emisión o Folleto informativo para no ser tan técnicos.

CONFIDENCIAL

Así las cosas, para ser considerada como tal, la oferta publica de venta o suscripción de valores ha de presentar información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores para que el inversor pueda fundadamente decidir sobre su adquisición o suscripción. Esta labor de Due Diligence, de informar con la debida diligencia, debe corresponder al emisor, al intermediario y demás personas que participen en la redacción del Prospecto de Emisión**.** [17]

La obligación y el contenido del Prospecto variaran atento a la naturaleza del emisor o de los valores, además de las anteriores, frente a la mera solicitud de admisión de valores a cotización. La contraoferta de valores por una previa oferta publica de adquisición, o de valores ofrecidos o asignados en relación con una fusión, exige la redacción de documentos equiparables a los Prospectos de emisión o retiro de la oferta publica.-

De este modo, en relación con la formulación del Due Diligence, se producen revisiones técnicas bidireccionales por la oferta pública y la contraprestación de acciones, como en la integración empresarial por medio de la fusión de acciones de sociedades cotizadas.-

Por la especialidad de estas operaciones la Comisión Nacional de Valores verificara únicamente la validez y operatividad del emisor, la legalidad de los valores ofertados, la equiparación del emisor u oferente al solicitante de admisión a negociación.- **Sin embargo otras cuestiones resultan de su regulación el fraccionamiento de la oferta en tramos sucesivos y ampliación de oferta sin necesidad de un nuevo prospecto.-**

En vista de ello los inversores que hayan aceptado adquirir o suscribir los valores antes de su publicación podrán retirar su aceptación. Se produce una solución equiparable al acuerdo marco, dentro de la negociación de los contratos no regulados por el cual el inversor puede resolver el contrato en forma unilateral para el caso en que, como resultado de las comprobaciones, varíen las manifestaciones prestadas por el empresario.

CONFIDENCIAL

[17] "El Prospecto de emision constituye el document basico a traves del cual se realize la oferta publica de valores negociables. Art 1º Cap. VIII C.N.V. Giavenco Arturo, El Prospecto en la oferta publica, Ad Hoc. Bs As. 2003. P. 40."

En adición a ello, puede ocurrir, que haya variado sustancialmente la situación de los tenedores no previstas, luego de la suscripción o venta de los valores, si así fuera, el emisor deberá informar a la autoridad de aplicación y al publico tan pronto ello ocurra. Así, se observar distintas modalidades de revisión, par encontrar en las revisiones de cierre y postcierre, figuras asimiladas a la obligación post contractual de información aquí establecida, pero aun sin regular.-

5.1.d) Ofertas publicas de Adquisición.-

Será también necesaria un Due Diligence en tanto que comparativamente con la Oferta Publica de Emisión o Venta, lo será para la de Adquisición de Acciones.- En la Línea de los llamados Vendor Due Diligence, ahora en el proceso inverso la revisión técnica corresponde al inversor.- Toda pretendida adquisición de acciones admitidas a negociación en un Bolsa de Valores de valores que generen derechos sobre ellas, y que representen significativa en el capital de una sociedad, requerirá sujeción al procedimiento ya establecido.

Una vez presentada la documentación exigida por la CNV, como criterio general, el suscripto de la propuesta, el oferente, o la persona con poder para obligarle (vgr Órgano de administración, Comisión de Vigilancia o Fiscalizadora, Sindico etc) habrá de aportar la información necesaria para que los accionistas puedan formarse un juicio fundado sobre sus extremos.

Junto al escrito de solicitud, el oferente presentara prospecto informativo de la oferta y toda la documentación requerida a sus efectos, con relación al contenido mismo del Prospecto. Se traslada aquí la obligación de información veraz y fidedigna de todo el contenido, para que los accionistas funden su voluntad y la misma no se encuentre viciada, por errores o falsedades.-

En el modelo Estadounidense regula el fenómeno mediante la Williams Act de 1934, que básicamente establece la obligación de dar información de las operaciones en determinados casos. El derecho comunitario Europea también lo hace en los folletos de la oferta y la inclusión de toda información relevante.-

CONFIDENCIAL

En la Legislación Nacional se encuentra regulado por el art. 22 Dec. 677/01, complementado por las Normas de la CNV, con lo que da por sentado la imperiosa necesidad de una Due Diligence exhaustivo para el cumplimiento de esta norma, mencionando brevemente podemos decir, reglas sobre el retiro de oferta, régimen de las competidoras, casos de oferta de canje de valores, las razones de hecho con que cuenta la sociedad, como que la sociedad le esta vedada obstaculizar el normal desarrollo de la oferta.-

El régimen de las Ofertas Publicas por Adquisición Obligatoria, conlleva un procedimiento de la toma de control social, participaciones significativas, actuación concertada (art. 2 Dec. 677/01) que requieren la aplicación del *Legal Due Diligence.-*

Si nos internamos en el contenido del art. 16 de de la norma encontramos la necesidad de aplicar esta tarea técnica en las Adquisiciones oblicuas o indirectas, siendo que el supuesto contiene al menos tres sociedades y se destaca que lo trascendente en este sistema no es la sociedad adquirida o fusionada en forma directa, sino, aquella tercera sociedad propiedad de la adquirida en la cual la adquirente o fusionante pasa a detentar una participación, a partir de la sociedad originariamente participante en esa tercera cotizada.-

Dicha funcionalidad podrá llevarse a las Adquisiciones por reducción de Capital (art. 17 CNV), de carácter obligatorio, Oferta Publica de adquisición obligatoria por contratos de *Underwriting*. Oferta Publica de adquisición obligatoria por retiro de oferta publica, Oferta Publica de adquisición obligatoria por adquisición de participaciones residuales (Cap. VII dec. 677/01) etc.

En el ámbito de las sociedades cerradas o que no cotizan en el mercado de valores, el art. 220 de la Ley 19.550, prevé tres supuestos para la adquisición de acciones por la sociedad. Dentro del contexto normativo, el inciso 2º del articulado establece que la sociedad podrá adquirir sus propias acciones para la obtención de un beneficio evidente. Esa restricción moderada tiende a la protección de la intangibilidad del capital. Supone el *Due Diligence* un examen exhaustivo del análisis de porque rescatar las propias acciones, no debiendo dirigirse ello al beneficio inmediato de la sociedad, y el cuidado de dicha operación a fin de no causar daño grave y afectar así derecho de terceros (acreedores).

CONFIDENCIAL

El art. 68 de la ley de oferta pública, introduce un caso de recompra de acciones y dispone –conforme al Dec. 677/01- que una sociedad anónima podrá adquirir las acciones que hubiera emitido, en tanto estén admitidas en la oferta publica y cotización por parte de una entidad autorregulada, en las condiciones previstas en este articulo y aquellas que determine la Comisión Nacional de Valores.- La reglamentación deberá respetar el principio de trato igualitario entre todos los accionistas y plena información de los inversores.-

5.2) El caso de la Fusión de empresas. Distintas fases de la Fusión. Su procedimiento.-

Mas Allá, de lo comprendido en materia económica en fusiones y adquisiciones (Mergers & Acquisitions), las revisiones técnicas (Due Diligence) resultan de aplicación junto con las otras operaciones, emisión, oferta de compra y venta de acciones cotizadas, *(como así también deberá ser aplicable a las no cotizadas en el ámbito de la Capital Federal en cuanto la Inspección General de Justicia debería imponer esta necesidad por sobre su Resolución General 07/05, que refiere al Informe Precalificado, siendo que aquel solo formaliza una simple inspección a los documentos requeridos por la entidad y no establece mayores investigaciones que serian de vital importancia en procedimientos como fusiones, escisiones, bajas, transferencia de fondo de comercio etc.*) y compraventa de títulos valores, a las llamadas modificaciones de estructura de la sociedad.

Asimismo en lo que respecto a las Normas de la *Comisión Nacional de Valores*, en cuanto a Fusiones de empresas Cotizantes y que se encuentren dentro del Régimen de Oferta Publica de Valores.

En ellas se producirán en la fase de formación del proceso, cuando por las características del mismo recaiga la operación en un cambio en la posición del control de la sociedad.[18]

Desde la perspectiva accionaria exigiría que el intercambio del tipo de titulo, la relación del canje, se atenga al estado, fundamentalmente financiero-contable, y legal por sobre todo, de cada una de las sociedades implicadas, pues la revisión deberá adoptar una carácter bidireccional independiente de la modalidad de fusión adoptada.- Según sea el caso de la modalidad a adoptar la redacción del *Post Closing*, tomara mayor

[18] Vogt (Die Diligence; ein zentrales Element bei der Durchfúrung von Mergers & Acquisitions, Dstr num. 392001, pag. 1017)

CONFIDENCIAL

significado, como medida garantista del cumplimiento de expectativa de las partes.-

El Due Diligence, entonces, deberá extenderse a todos los aspectos de la regulación societaria (Ley 19.550), que tengan incidencia relevante en la operación, con extensión ello a la empresa que ampara la forma social.-

Su aplicabilidad en el art. 82, 83 y sstes de la Ley 19550 son componentes objetivos para el contenido de la Due Dilegence, en cuanto al procedimiento de Fusión de Sociedades y la Oferta Publica de adquisición obligatoria por adquisición indirecta sobreviniente.

Se colige con lo anterior, la capacidad de los órganos sociales para la presentación, aprobación y ejecución del proceso de fusión, trasladando los deberes de información a sus participantes.

Quedara así culminada la etapa previa, con el proyecto y preparación de la fusión, en el acuerdo o protocolo inicial de la fusión.- El órgano de administración de la sociedad supedita el acuerdo negocial a la aprobación del órgano que tenga atribuida dicha competencia, con la mayoría de los votos que en cada ocasión se establezca.-

Así podrán aparecer primero los contactos entre administradores de sociedades plasmados en la carta de intención, origen de la revisión técnica preliminar, seguido ello a los acuerdos que derive la realización de un Due Diligence.

Las comprobaciones en las adquisiciones, en lo que respecta a la capacidad y titularidad de bienes, derechos y obligaciones, toman como referente subjetivo a la persona-empresario, que asume la posición de vendedor, por el contrario el carácter interno societario de modificaciones estructurales exige que la cuestión se traslade a los órganos sociales.

El socio podrá asistirse para comprobar que dichas conclusiones sean exactas atento a su derecho de información, a través de técnicos propios y trasladara a los órganos pertinentes toda duda o incoherencia en los mismos.

Las conclusiones sobre información a los socios en relación con el *Due Diligence*, con efectos de traslación de la responsabilidad a los administradores y órgano competente en esta decisión, se aplicarán además a las escisiones de sociedades.-

CONFIDENCIAL

En cuanto a la responsabilidad que le cupiere a los administradores, cualquier obligación de medios, en el sentido de procurar la adopción de los precitados acuerdos ante el órgano de sociedad que representen, por lo que la conducta exigible deberá compatibilizar con el interés social.-

Es en realidad en el acuerdo marco donde el empresario se sujeta a especificas obligaciones de información y colaboración en el proceso de revisión y a genéricas obligaciones de no hacer respecto de actos que desvíen su gestión ordinaria.

Por lo tanto, en primer lugar el carácter precontractual de los acuerdos previos, cartas de intención o gentleman´s agreement, o compromisos de caballeros, que deberá incluirse de lege ferenda, que exige la diligente actuación de los administradores, ante el compromiso en el proyecto de fusión.- En el aspecto externo de la relación nace el deber de colaboración de los administradores participes en el proceso a fin de que convoque al órgano competente en tal materia para que decida la aprobación del proyecto. Es a partir de allí que los administradores asumirán la obligación de abstención, ante la relación del canje entre las acciones.-

CAPITULO VI.

6) APLICACIÓN SOBRE DISTINTOS CONTRATOS.-
6.1) CONTRATOS DE COLABORACION

6.1.a) El contrato de Joint Venture. Su método.- Consideraciones.-

Como medida de protección del trafico jurídico, un Due Diligence a mi entender, no se limita al ámbito de las sociedades y transmisión de activos, propongo llevar a cabo esta delicada actividad revisora, mas allá del origen en la sede económica de las fusiones y adquisiciones, hacia los contratos. Ello habida cuenta que se muestra como un mecanismo valido, para tutelar los intereses de las partes involucradas donde las empresas son o el objeto del contrato o bien como referente del mismo.

Tal es en la operación de *Joint Venture* junto con las operaciones de riesgo o *Venture Capital*. En ellas las partes asumen distintos rasgos como en las fusiones, en cuento a transmisión de activos, las relaciones de colaboración se hallan en ellas remarcadas.

CONFIDENCIAL

Atento a las características de este contrato en la Legislación Argentina, el contrato "unión" aparece como elemento central de esta figura de alianzas de empresas. Estos protocolos o acuerdos base o de unión, deben equipararse dentro de la técnica utilizada en el acuerdo marco de inversión. Allí, en el acuerdo base, se incorporaran otros "acuerdos satélites" concediéndole una posición principal ante otros acuerdos.- Todos lo issues y procedimientos descriptos anteriormente confluyen en la empresa en forma conjunta.-

El acuerdo común entonces deberá reflejar a mi criterio otras modalidades de inversiones empresariales, tanto en la participación de cada empresa como en los medios para operar el control conjunto de la actividad que surja después de la unión, delimitando la participación de cada "*player*" atento a si hay aportación dineraria o términos operativos simplemente contractuales.

Siendo que este contrato atipico, prevé como forma de unión sobre una relación contractual y no una nueva sociedad a la luz de la Ley 19550, habrá de suscribirse en el acuerdo marco las cláusulas necesarias a los datos esenciales para la relación proyectada, obligatoria y facultativa. Referirá también al control conjunto o no, mención de la representación y gestión de la relación contractual.-

En esta tipología de contratos, los intervinientes habrán de verificar, primero, las afirmaciones y manifestaciones de la otra parte y su capacidad para asumir las obligaciones que luego se reflejaran en el contrato de Joint Venture, con sustento corporativo o simplemente bajo un formato asociativo.

Las aportaciones, si las hubiere, con sus respectivas valoraciones económicas, las perspectivas del negocio presentado, y los medios que han de integrar en la nueva relación, se han de valorar suficientemente en la revisión técnica. Finalmente la realización o formulación de Post Closing, que verifique a la postre, el cumplimiento de los deberes impuestos.-

6.1.b) <u>CONTRATOS DE FINANCIACION. ENTIDADES DE CAPITAL Y RIESGO.- Private Equity</u>.-

El empresario puede verse, algunas veces, limitado en la ejecución de proyectos de inversión, por la falta de financiación requerida para asumirlas, asistiéndose a través de una financiación externa o sistema de venture capital (capital de riesgo). Estas sociedades o fondos adquieren participación

CONFIDENCIAL

temporal en la ejecución del proyecto. De este modo la entidad inyecta al empresario un capital necesario para afrontar la inversión, y a cambio, el acuerdo de financiación establece estructuras de equilibrio (suscripción de acciones), entre el capital aportado y el control de la empresa. Con estas medidas las empresas disminuyen el riesgo de inversión e incrementan la rentabilidad de la misma.-

Esta nueva relación social donde se exige un marco de colaboración entre los socios anteriores y el nuevo inversor, siendo que para aminorar los riesgos mayores el Due Diligence asumirá un rol esencial.- Siendo que en una primera orientación y en un momento anterior al pacto, la sociedad inversora habrá de verificar la situación y perspectivas del proyecto y de la empresa plataforma sobre la que se asienta.

Estas inversiones, según la diferente terminología utilizada en la práctica, en semilla, o de arranque, comportan un mayor riesgo para la inversión. [19]

Las inversiones de realizadas por este tipo de entidades de capital de riesgo normalmente son corto plazo, aproximadamente cinco años.

Son contratos modelo de la praxis Americana; los cuales se dividen en cuatro grandes partes:

a) Parte del contrato de suscripción; en esta etapa se van negociar otros contratos, como el convenio de sindicación de acciones, con los derechos de este accionista (el fondo de capital de riesgo), que va a ser minoritario.

b) Aspectos Laborales y de la Seguridad Social, y también dependiendo de la industria, las Contingencias Ambientales: acá también la empresa pudo haber recurrido a métodos creativos que constituyen potenciales problemas, por ejemplo en el caso de los contratos de locación, o en el caso de regularización para adelante pero no para atrás, todos problemas que potencialmente pueden terminar en la justicia;

También de contratos de empleo, pautas de empleados clave, directores y gerentes de la compañía target., parte fundamental que explica porqué el fondo de capital de riesgo desea invertir en esta compañía.; se dará prelación a la búsqueda de dos grandes cuestiones: crear incentivos para que el empleado siga trabajando y quedarse en la compañía, por ejemplo.-

[19] La modalidad de contratación mencionada como de colaboración-financiacion, Gladstone Venture Capital Handbook, ed Prentice-Hall Nueva Jersey, 1998.-

La inversión de desarrollo, expansiva o de reestructuración, el instructor habrá de realizar una prospección de las circunstancias concurrentes de la empresa.

Necesariamente, corresponderá a la entidad de Capital de Riesgo, realizar la actividad comprobatoria y analítica de los datos que se incorporen al plan de negocio o Business Plan. En consecuencia el proyecto habrá de trasladar no solamente datos de carácter comercial, como descripción de productos y mercados, y estratégicos como planes de expansión y desarrollo, sino, toda la información de carácter legal.-

Aspectos como los contratos comerciales celebrados con terceros, requeridos por la actividad, la titularidad de bienes y derechos, propiedad industrial, aspectos societarios, derechos de los accionistas minoritarios, entre los más comunes.

En Impuestos: área normalmente muy problemática, con muchos grises, el fondo de capital de riesgo puede heredar una importante contingencia producto de ello, porque la prescripción impositiva es cinco años suele haber falta de información en estas áreas, o porque no nos informan a sabiendas, o porque simplemente porque se trata de una práctica, por ejemplo, discontinuada, que por ello no está en la cabeza de los vendedores de la compañía; muchas operaciones se caen por problemas en esta área;

Entonces la realización de los informes técnicos sobre las propuestas presentadas tendera a atemperar el riesgo de la inversión; y los pactos relativos a la participación en el capital de la sociedad, la colaboración en la actividad y el asesoramiento de la entidad de capital de riesgo, pretenderá asegurar el desarrollo del plan de negocio, a la luz de la valoración realizada.-

6.2) DERECHO CONCURSAL. MODIFICACION DE LA LEY 24522.-

La tendencia a la formulación de un Due Diligence en al ámbito concursal, se extiende o debería hacerlo a otras ramas del ordenamiento jurídico, pudiendo ser de aplicación en sede concúrsala.-Mas allá del aspecto económico y legal que adopta este campo, existen dos principales áreas de estudio que afectan a la empresa, resultando la *Legal y el Business o Financial Due Diligence.*

Los administradores deberían o deberán asesorarse con Abogados Especialistas en la realización de un Due Diligence, en el marco de su actividad, siendo que el ámbito de esa asistencia alcanza incluso, las actividades relativas a la continuidad de la actividad empresarial con la vigilancia del Sindico Concursal, específicamente en la quiebra, ya que en el Concurso Preventivo las sociedades falenciales mantienen la administración de su negocio.

El Informe General del Sindico (art. 49 de la Ley 24.522) ocupa un punto central en el proceso, en cuanto a que es el remedio legal que verifica el estado de la empresa, evolución y circunstancias concurrentes hasta llegar a la situación de hecho que determinara la cesación de pagos o de insolvencia; y de sus posibilidades de atender deudas y de la continuación de la actividad, el marco y la historia jurídica de la sociedad

La propia Sindicatura deberá ocurrir al especialista a fin de aumentar la transparencia del informe general, y de la historia económica de la empresa, sin perjuicio de hacerse patrocinar por un abogado de su confianza.

El concursado además deberá también hacerse asistir con un profesional del Registro propuesto, toda vez, que pondrán a disposición del mismo, toda la documentación a fin de proceder a la actividad de revisión técnica (que se subordinara a las formas requeridas por la LC).-

Todo ello deberá ajustarse al ámbito objetivo-material del procedimiento falencial, es decir, habrá de atender tanto su actividad principal como a otras actividades accesorias, lista completa de todos los acreedores denunciados, todas las relaciones contractuales, extracontractuales, parasocietarias que el deudor mantenga al tiempo de la cesación de pagos.

De este modo se impone al deudor la redacción de una *Vendor Due Diligence*, con expresión, mediante la redacción de una Memoria, de las menciones legalmente impuestas. Más aun, esta formación del tipo mencionado, resulta aplicable *Mutatis Mutandis*, a los efectos de propuestas alternativas de convenios consistentes en enajenaciones de conjuntos patrimoniales afectados a la actividad, o determinadas unidades productivas. (Fusión o Escisión de persona jurídica concursada).-

La designación y términos del encargo serán de aprobación judicial, con derechos a emolumentos con

CONFIDENCIAL

cargo a la masa, gastos que se unirán a los de la Sindicatura, según se trate, ya que la actual defensa de la masa por la mera función del Sindico podría devenir insuficiente.

Ello, toda vez que en la actualidad, la complejidad que van tomando las relaciones contractuales, con incidencia a la praxis norteamericana y Europea escapa algunas veces del Know How de los actuales auxiliares del Juez competente en esta materia, y según sea la complejidad de la empresa en cuestión y si intervinieren en la relación contractual con la concursada, Fondos de Inversión Internacionales, la competencia e intervención de Tribunales especializados en la materia, entre otros.-

6.3) RESPONSABILIDAD Y OBLIGACIONES DERIVADAS DE LA REGULACION PRETENDIDA DE UN "DUE DILIGENCE".-

Se entiende el concepto Due Diligence entonces, como la "*medida de prudencia, que dentro de su actividad, es ejercida razonablemente por todo hombre prudente y según circunstancias*", fijándose un marco de actuación de las partes implicadas.-

El concepto que nos embarga viene a determinar aquella persona que, tiene por imposición legal, cumplir y evitar así, la derivación de responsabilidad, como consecuencia del incumplimiento de una obligación, entroncando con principios generales de derecho básico de la ***DILIGENTIA QUAM SUIS REBUS y la DILIGENTIA EXACTISIMA o DILIGENTIA BONI PATRISFAMILIAS***. La primera es la exigencia de actuar de la manera en que cualquier persona se comporta en la realización de sus negocios, o de todo empresario y representante legal; la segunda toma el comportamiento de un buen padre de familia a decir de Borda. [20], o alternativamente bajo el estándar del buen hombre de negocios de la ley de sociedades (Artículo 59 de la Ley 19550).

[20] El incumplimiento de una obligación nacida de un contrato se denomina responsabilidad contractual. El problema de la responsabilidad contractual es fundamental en la ciencia jurídica porque la responsabilidad contractual y sus límites han durado desde Roma hasta nuestros días. El primitivo derecho romano, no conocía el término obligación, pero se basaba en la palabra "nexum" cuyo significado es ligar, anudar. Este vínculo tenía un carácter material ya que el deudor que no pagaba podía ser encadenado por el acreedor para hacerle responder por su deuda con su propio cuerpo. En la época clásica no era considerada la culpa subjetiva del deudor sino la causa objetiva del incumplimiento, pero posteriormente, el pensamiento Justinianeo valoró la conducta subjetiva del deudor refiriéndola a lo objetivo del incumplimiento.

CONFIDENCIAL

Atento a lo antes expuesto, la adopción del termino *Due Diligence*, nace de la conducta exigible a las partes en la negociación, que a partir de la regulación Americana quedan expuestos los administradores, directivos, representantes, intermediarios y suscriptores de la emisión de valores negociables al deber de cuidado y las circunstancias relativas a la emisión publica.-

Se entiende entonces que este deber se extiende a todos los aspectos de la contratación, en particular la aludida sede de las adquisiciones y fusiones de empresas.-

CAPITULO VII:

7.1) *Las manifestaciones del empresario;*

Normalmente criterios rectores del Derecho Común, los contratantes, dentro del ámbito de la contratación, tienden a delimitar la asunción de la responsabilidad. A tal fin se articulan las manifestaciones "Representativas" que las partes ofrecen como ciertas, de las cuales deriva en proceso posterior de verificación llamado Due Diligence.-

Estas manifestaciones pueden estar contenidas en el acuerdo marco, o bien, o en la Cartas de Intención previas al mismo. Principalmente las realizadas por el empresario en el mismo acuerdo actúan como referente, y a su vez de garantía de la realidad de la empresa objeto de la operación de compra. Estos datos que contienen las características propias de la empresa target u objeto, brindan al adquirente o inversor los datos relevantes para su *ratio decidendi*, o para efectos de calibrar la cuantía inversora.-

Junto a las cláusulas de declaraciones (representations) sobre la cual se asientan la posición inicial de las partes para posteriores acuerdos, respecto de la solvencia económica y características de la empresa otros pactos específicos, delimitan los espacios de asunción de responsabilidades y respecto de la variación de los resultados esperados.-

7.2) *Cuales pueden ser las cláusulas que limitan la responsabilidad del empresario:*

Dentro del marco de intereses contrapuestos las partes se prestan a jugar un juego de equilibrio e introducen por lo general cláusulas delimitantes de responsabilidad que darían lugar a la exigencia de cumplimiento de obligaciones o bien fijar compensaciones.- Respecto de la primera, la praxis

CONFIDENCIAL

contractual recoge especificas cláusulas de cuantificación de las desviaciones de las valoraciones que den lugar a reclamaciones al empresario, las denominadas "Minimun Basket Amount".- Esta es una desviación minima necesaria para ocurrir contra el empresario y exigir su responsabilidad.

Ahora bien, la inexactitud de la data y sin perjuicio de los Pactos *"Post Closing"*, debe ser significativa según sea la cuantificación señalada en la Cláusula.-

Respecto de la característica de la actividad existe lo que podría denominarse Cláusula de "*Materiality"*, que precisa cualquier incumplimiento de tanto de las manifestaciones (representation) como de las garantías (warranties) puesto que el empresario habrá de eximirse de la responsabilidad por aquellas variaciones que no causen perjuicio patrimonial apreciable, para lo cual esta cláusula de materialidad se dispondrá toda vez que no se dispusiere de Lege Ferenda o no se encuentre regulado en el Derecho Positivo.-

Como esas manifestaciones del empresario pueden divergir, es que nace nuevamente la imposición de la revisión técnica posterior, verificándose en su caso, si la intervención del manifestante no fuera negligente, ni dolosa del empresario art. 54 y 257 Ley 19.550, que limite su actuación al ordinario curso de los negocios, nada podría serle exigible.-Cabe suponer que se extiende esa eximición en caso Fortuito o Fuerza Mayor o por la Coyuntura macro del país donde se genera la operación.- [21]

Por otro lado la inclusión del termino "*Ordinary Course of Business*" (curso ordinario de los negocios), excluye reclamos del inversor por variaciones sin mediar dolo o negligencia del empresario, tal cual menciono mas arriba, concreta la diligencia a él exigida hasta el cierre de la operación.-

Así pues el inversor ante el reconocimiento expreso de un marco competitivo del mercado (que resulta del desarrollo normal del negocio o actividad económica), excluye que este pueda alegar alteración alguna de las circunstancias ya existentes (rebus sic stantibus)) para pretender eventual resolución contractual o modificaciones de las prestaciones asumidas.-

Es importante establecer la regla anglosajona de la racionalidad, ya que el empresario "*no pudiera razonablemente conocer o haber conocido*", ha de ser interpretada

[21] Se refieren a esta clausula negocial, Reed Lajoux y Elson (The Art of M&A Due Diligence.. Pag 160)

CONFIDENCIAL

en forma restrictiva en atención a que asumirá la responsabilidad por él y sus dependientes art. 1113 Cod. Civil ante hechos relevantes de su vida económica.-

7.3) *Cláusulas de cobertura del Inversor. Pacto de denuncia Unilateral o de escape.-*

Existe además, de las cláusulas que operan a favor del empresario, aquellas que afectan la inversión a realizar. Otras, por el contario tutelan la posición del inversor en el acuerdo marco. La mas relevante es la llamada cláusula de "*walk away*", mediante un pacto de denuncia o salida unilateral, a fin de que el inversor pueda desistir de las negociaciones establecidas y se dispararía cuando luego de los informes técnico-legales, resulte la existencias de pasivos, omisiones o inexactitudes relevantes respecto de la empresa en su conjunto o elementos esenciales de aquella, que basada en justa causa, lo excluirá de responder frente al empresario.-

Ante la posibilidad de esta desvinculación unilateral el empresario introducirá otras medidas protectivas de esa situación, por traslado de información confidencial que supongan ventajas competitivas, como las "*rules engagement*" o reglas de compromiso o en el llamado "*investigation covenant*, o convenio de investigación, la extensión material que alcance las comprobaciones técnicas. Puede asimismo exigir el empresario la cláusula conocida como Burn or Return, de quemadura o vuelta, y en el acuerdo marco o por separado un *Confidentiality Agreement* o pacto de confidencialidad.

Como alternativa de toda problemática la practica contractual recoge otras cláusulas que tutelan la posición del inversor. La llamada Pacto de Revelación o "*Disclosure Entire Agreement Clause*", en el acuerdo marco o incluso en instrumento separado, de una carta de Revelación o *Letter of Disclosure*, se proyectan inversamente a lo anterior. Se traslada así, la Asunción de riesgos no comunicados al empresario o que no pudieran ser conocidos en la Due Diligence.

Por ultimo la cláusula *Off The Hook Clause*, o cláusula de escape o bien de desenganche, excluyen que el inversor deba desarrollar en forma completa una investigación para cumplir con su deber de diligencia.- Por lo que el empresario no podrá trasladarle la responsabilidad al inversor aludiendo que pudo haber conocido por su investigación de circunstancias relativas a la contratación.-

CONFIDENCIAL

7.4) *Responsabilidad del empresario objetivo.*

Con carácter general, según el esquema contractual aducido, en el acuerdo marco o base, se fijan los criterios de colaboración entre las partes en razón del posterior cierre de la operación.- Habida cuenta de ello, es que se adopta las "*rules of engagement*" o de compromiso o el nombrado "*investigation covenants*", o convenio de investigación. En ellos las partes fijan el criterio de colaboración del empresario y sus dependientes con el equipo revisor del inversor, tanto para el acceso a instalaciones (data room) como para la concesión de los medios logísticos necesarios. Dentro de estos pactos se permite el acceso "pleno" sin restricciones a instalaciones y documentos.

A fin de delimitar las responsabilidades ha de tomarse en cuenta el criterio general de la Buena Fe contractual de informar los datos solicitados a aquel en el proceso del Due Diligence. Recae además el principio de la transparencia de la información si la empresa fuera publica o de capital abierto (Dec. 677/01).-

Tal es así, que el deber de colaboración se extiende también al concursado cuando se le impone aquella premisa al tener concurrir ante la Sindicatura o Juez a fin de prestar colaboración en el proceso concursal (Ley 24522 responsabilidad)

El intrincado juego de imputación de responsabilidades, que impone la norma, también, en la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales o de ofertas publicas de ventad o suscripción, el emisor u otra persona de la que pudiera reclamarse responsabilidad, haya de actuar con la diligencia debida (Dec. 677/01).-

7.5) *Responsabilidad del Inversor. Confidencialidad de la contratación durante el interin period.-*

A través de los medios informativos para recurrir al esquema de revisiones técnicas y formar su posición decisoria, lo cual impone, responsabilidades dentro de las

CONFIDENCIAL

contrataciones a través de las cláusulas o documentos separados de confidencialidad.

Al redactarse la carta de intención, podrá incluirse datos contables y financieros, que se anticipen a otras informaciones, objeto del posterior acuerdo marco, con lo cual, la protección del empresario exige que se suscriban pactos de confidencialidad.- El contenido de este pacto anejos al acuerdo marco, pueden prever la ausencia de la finalización del negocio por falta de documentación del cierre de la operación y cualquiera fuere su causa, el inversor quedara sujeto a la devolución de la reproducción de documentos que haya recibido.-

Se prohibirá a además que la información resultante de la colaboración pueda ser utilizada a favor del inversor, bajo sanción.- En este orden de ideas, pueden introducirse cláusulas penales por errores o "misrepresentations", ya que resultara un adecuado remedio a los intereses de las partes.-

Si bien el empresario podrá exigir que el inversor que la clausula de confidencialidad se mantenga vigente hasta el cierre, resta aun el recurso del inversor a la exigencia de responsabilidad derivada de la culpa "in contrahendo" por contratos preliminares y de negociación de acuerdo al principio de buena fe. [22]

CAPITULO VIII:

8.1) NATURALEZA JURIDICA DE LA REVISION LEGAL O DUE DILIGENCE.-

Debemos tener en cuenta que no existe norma regulatoria para esta actividad tan compleja como apasionante que se ha dado en llamar *Due Diligence Legal* o también *Revisión Legal Técnica*, donde en el proyecto normativo invitaremos a las autoridades a incluir el Work Team que dependa de los Profesionales registrados, ha aparecido en el Derecho, como una medida de prudencia, unas veces exigible *ex lege*, al empresario, otras al inversor en su obligación de informarse en la formación de su consentimiento. En este

[22] Howard (United States Due Diligence pag. 300) incluyen dentro de los daños causados, los honorarios de abogados, y comisiones del equipo e auditores y otros intermediarios que intervinieran en la operación).

CONFIDENCIAL

régimen incidirán las sanciones derivadas del error, dolo, lesión, o las garantías legales de la evicción o vicios ocultos. En el derecho Anglosajón ante el realismo de su sistema, exige al inversor actuar con diligencia debida en protección de sus intereses.-

Se propone así la ***definición de Due Diligence*** para que esta pueda desarrollarse en forma regulada por nuestro sistema jurídico, se muestra al Derecho como una actividad cuyo proceso se define como revisión técnica, o *Due Diligence Process* enmarcado en un momento determinado del proceso de contratación, generalmente entre el acuerdo marco y la documentación del cierre. Las revisiones se ubicaran dentro de los contratos complejos, no solo por el objeto contractual mediante el iter informativo, cuya actividad se plasma con la redacción del informe de revisión, denominado *Due Diligence Report o Legal Opinion (SON DOCUMENTOS SEPARADOS)* con referencia al trabajo encomendado.- De los negocios aludidos deviene la posibilidad de revisiones de carácter previo o básicas, revisiones ordinarias y revisiones de cierre o de postcierre de la operación.

Se halla pues, una unidad de interés y de función que resulta de una finalidad económica común perseguida por las partes, a fin de incluir en distintas fases de una misma actividad las cartas de intención, documentos al cierre, de socios, de inversión, de colaboración, acuerdos marco a fin de que no dificulte en el terreno de las fusiones y adquisiciones la interpretación del Due Diligence.-

No dejare de postular, que dicha actividad representa un contrato de lo que se denominan los contratos de locacion de obra bajo el Código Civil Argentino art. 1629 y sstes y el Art. 1529 del Código de Austria de 1787, cuando contempla que (**puede contratarse la ejecución de una obra conviniendo que el que la ejecute ponga solamente su trabajo y su industria, o que también provea el material)** y de servicio que regula nuestro Código Civil en los art. 1623 al 1628.

El encargo de revisión se subsumirá a una prestación de servicio del abogado profesional, mientras que el desarrollo de la actividad de comprobación, *Due Diligence Process* ha de tener como resultado una obra, el *Due Diligence Report.* Pues bien, habrá que realizar la misma, con la debida diligencia, como una obligación de medios, y el compromiso de ejecutar una obra, en este caso intelectual, que genera un resultado concreto, ajustado a la realidad a efectos de una ulterior contratación, en este ultimo caso ha de resolverse como una obligación de resultados (art. 902 Cod. Civil)

CONFIDENCIAL

Por otra parte la actividad no puede garantizar el fin propuesto desde el momento en que se requiere una colaboración del empresario vendedor, o de sus dependientes para proceder a aquella. Puesto que el informe solo ha de reflejar las conclusiones obtenidas y su incidencia respecto de las cláusulas resolutorias, indemnizatorias o correctoras de la prestación.

Se desprende que el informe técnico legal se realizara de todos modos aunque los datos brindados sean insuficientes, bien por causa de falta de colaboración bien por otras circunstancias, bien por la extensión de la revisión realizada, así alcanzara a una conclusión definitiva que se encuentra al fin y al cabo, basada en la debida diligencia.-

El encuadre de la obra, donde el sustrato fáctico del contrato colegirá al fin, en un contrato mixto (locación de servicio mas obra intelectual) no podrá el técnico asumir el riesgo derivado de la actividad hasta su correcta ejecución (En el Cod. Civil Arg. Art. 1624 y sstes) sino que como locacion de servicios, es la actuación diligente la que legitima el derecho de los honorarios pactados.- Es por ello la posibilidad de la mención del párrafo anterior.

La legislación de fondo actual en materia de locacion de servicios, es un tanto obsoleta y genérica, ya que impone la necesidad de integrar tal régimen con los pactos contractuales establecidos por vía convencional. [23]

Por si el régimen de locacion de obra (art. 1629 del Código Civil Argentino) restringe este encuadre a los bienes muebles e inmuebles por lo que el informe técnico, esta restringido a esta acepción. Finalmente será un contrato atípico, dentro de los citados contratos.-La remisión a los contratos de gestión y dentro de ellos al contrato de mandato civil *(Art. 1709 Código Civil)*, por tratarse el mandato de un profesional independiente, tampoco arroja luz sobre esta cuestión.

Si bien el carácter retributivo de la actividad y la profesionalidad exigida al técnico acercan la relación contractual, entre el empresario o inversor y el técnico, despojan a la figura del mandato mercantil (*Código Comercio Argentino Art. 1262)*. La notas referentes a la comisión trata de un acto u operación de comercio (*Art 222 Código Comercio*), lo mismo podríamos colegir respecto de los contratos de corretaje (art. 207 Código Comercio) que se define *Hay contrato de corretaje cuando una parte -corredor- se compromete a procurar un interesado para que*

[23] Contratos Atipicos. Algunos contratos resultan nominados pero tal estatus o nomen iuris no permite convertir en legalmente tipico un determinado negocio.-

CONFIDENCIAL

concierte una operación con la otra parte -cliente o comitente- quien se obliga a pagar una comisión en caso de que la operación se realice, ya que el profesional no se limita solamente a la función de comprobación.[24]

Que pasa con la figura del mandato en realidad, esta figura contiene matices en su definición al encargar a un profesional la realización de algún servicio o el hacer diligencias por cuenta y encargo de otra. Se identifica con la asunción del mandatario de la realización de actos jurídicos para la esfera de su mandante. No sucede así, con un Due Diligence, porque el desarrollo técnico depende de un mandato, pero este último se resuelve por una actividad material, la realización de la comprobación según los pactos alcanzados y conforme a la lex artis del técnico abogado, que se sujeta a sus propias reglas de actuación y no a la instrucción de su mandante.

Tampoco se produce representación alguna del empresario como tal, solo le deberá al técnico su deber de colaboración. Por lo que la actividad propiamente dicha depende de un nexo contractual entre las partes, plasmada en las reglas de cooperación *(no se debe incluir en el contenido de la prestación un facere, aquellos resultados cuya realización no esta en manos del deudor, sino de terceros, encontrándose implícita en la obligación de medios en contraposición con la de resultados*).

CAPITULO IX:

9.1) *CONCLUSION DE ESTE ISSUE LEGAL. NECESIDAD DE INCLUSION EN LA NORMA DE FONDO.--*

Es por ello que será necesaria la inclusión y la conveniencia de importar esta actividad de lege ferenda, a esta modalidad especial y atípica.- Por lo tanto aun cuando el contrato resultante de la realización de una labor de Due Diligence no se halla reflejada en la tipicidad del contrato de mandato, en general de servicios, tendrá notas respecto del carácter oneroso entre cliente y abogado.-

En consecuencia se deberá ocurrir en principio a las normas de la locacion de servicios, con carácter general, por su carácter retributivo tal como se adujo mas arriba. Seguido a ello la *Ley 24432 de Honorarios Profesionales,* deberá también contener la regulación preferente a esta

[24] La formación del contrato de Due Dilgence se aleja del criterio de contrato de comision, en su fisonomia moderna, como el viajante que se hace estable y el dependiente que deviene independiente. Alvarez Caperochipi (Mandato Comercial, 1997. Pag. 49)

CONFIDENCIAL

actividad para pautar criterios orientadores que las partes establecerán, se regularan mínimos y máximos en porcentuales de la inversión o sin ella, en consecuencia el nacimiento del derecho de cobro de honorarios y su prescripción aplicable (*art. 4023 extensivo a la prescripción bienal para su reclamo art. 4032 del Código Civil*) a solicitar su regulación, lo cual requiere del cumplimiento de la actividad con la realización de la debida diligencia de acuerdo a la lex artis exigible al profesional.

Asimismo como el *Work Team* perteneciente al Abogado encargado pertenece solo a este último, y responderá solidariamente ante desajustes, errores, dolo, culpa o inejecución, incumplimiento o cumplimiento defectuoso cometidos por sus auxiliares técnicos (Contadores, Licenciados en Economía o Finanzas, Químicos, Ingenieros, o todo otro técnico Titulado o Matriculado que auxilie la labor técnica del profesional), que habrá de estimarse en relacional proporcional con el carácter retributivo del encargo.- En principio entonces se mantendrá una regla de solidaridad entre los mismos.-

Se deberá así, pues, aplicar el carácter de intuito personae de la locacion de servicios en cuanto a que la prestación del servicio se vincula con el conocimiento e idoneidad a la que previamente se expondrá el profesional para formar la lista de abogados del Registro de Diligent Lawyer o Revisores Técnicos del Colegio Publico de Abogados, Bolsa de Comercio y Comisión Nacional de Valores.-

Pese al carácter de Intuito Personae de la relación, el Técnico podrá delegar a sus diferentes técnicos auxiliares la realización de las distintas revisiones atento a cada especialidad, manteniendo su responsabilidad por la actuaciones en los informes suscriptos por sus delegados. [25]

Por ultimo la obligación de rendir cuentas (Art. 1909 Código Civil Argentino) ha de traducirse en la presentación parcial y final que resulten de la comprobación efectuada.-

CAPITULO X:

10.1) *NECESIDAD DE CONTRATACION DE POLIZAS DE SEGURO QUE CUBRAN AL PROFESIONAL ABOGADO ENCARGADO DE LA REVISION LEGAL*.
(Seguro de Revisión Legal)

[25] La presente definición es un concepto introducido por el realizador de la Tesina. Dr Oscar D. Penno.-

CONFIDENCIAL

Si bien la actividad del técnico no se traduce en si en una actividad riesgosa propongo la inclusión de un seguro en respuesta ante las contingencias que puedan derivarse de la propia actividad de la Due Diligence, independientemente de su solvencia.

Aquella, puede lograrse no dentro de la Mala Praxis, similar a la Medica porque como ya dijimos no se convalida la actividad en una obligación de resultados, sino de medios, lo es a partir de la intervención de terceros en el desarrollo técnico, y su posible vinculación solidaria ante supuestos casos de contingencia de aquellos.-

La Póliza de seguro (no mala praxis) cubrirá entonces aquellos issues que versen sobre inexactitud de ejecución de Due Diligence, aunque su contratación debería ser optativa, en base a las particulares circunstancias del caso.-

Se enviara a evaluar a las Compañías de Seguro la posibilidad de crear un seguro para el profesional que cubra ciertas responsabilidades en la realización del Due Diligence ex ante y ex post, en caso de que el profesional haya mediante negligencia propia o de su equipo, salido fuera de los cánones de la regulación de la actividad o bien, haber sido inexacto en su informe y con ello haber dado lugar a controversias judiciales o extrajudiciales y que perjudiquen a su cliente, inversor o empresario.- [26]

CAPITULO XI:

11.1) CREACION DEL REGISTRO DE DILIGENT LAWYER O DE ABOGADOS ESPECIALISTAS EN DUE DILIGENCE.-

Tal como lo mencionara en los párrafos precedentes, la necesidad de regular la actividad conlleva el ordenamiento prolijo y mayor transparencia a las actividades económicas del país, se vislumbra a través del Registro de Abogados Profesionales denominados Revisores Técnicos o Diligent Lawyers, que debería encontrar su sede en el Colegio Publico de Abogados de la Matricula, Bolsa de Comercio y Comisión Nacional de Valores como autoridades de aplicación de sociedades cotizantes, todos en forma paralela, no independiente uno de otro, a fin de mantener la coherencia en el ejercicio de esta compleja actividad.-

[26] Propuesta realizada en la Tesina para allanar los caminos a la creación de esta actividad en forma regulada.

CONFIDENCIAL

SERVICIO DE ESCROW Y AGENTE ESCROW.-

El servicio de **Escrow** es una relación fiduciaria basada en la confianza. Involucra la custodia y salvaguarda de activos de cualquier clase por el **Agente de Escrow**, hasta que una condición predefinida tenga lugar, en cuyo caso los activos se traspasan a la parte con derecho a ellos.

El Escrow generalmente se utiliza para cerrar transacciones importantes, especialmente la compra de bienes inmuebles, naves, y en la **fusión y adquisición de sociedades**. Se ha hecho popular en las transacciones por Internet y se recomienda como protección contra fraude, especialmente en transacciones donde el comprador y el vendedor no se conocen.

11.2) El COLEGIO PUBLICO DE ABOGADOS RECEPCIONARA UN REGISTRO PUBLICO DE AGENTES ESCROWS.-

El Agente de Escrow es un tercero imparcial, ajeno a la transacción, cuya escogencia la hacen ambas partes de común acuerdo. Es importante negociar las condiciones bajo las cuales se traspasará la propiedad y estipular cual va a ser la actuación del Agente de Escrow frente a cada situación que pueda surgir relacionada a la transacción. Las condiciones varían de caso en caso, dependiendo de la ubicación específica de las partes, el propósito de la transacción y la forma de pago. Por ejemplo, la compra de una guitarra en Internet puede estar sujeta a una serie de condiciones:

Acuerdo sobre el precio;
Acuerdo sobre la calidad;
Pago del precio al Agente de Escrow;
Confirmación del recibo de fondos por el Agente;
Acuse de recibo por parte del comprador y de estar satisfecho con la condición de la cosa o de la operación de fusiones o la requerida;
Comprador conviene en hacer la compra;
El Agente de Escrow paga el precio de compra al vendedor.

Todo ello mediante examen de solvencia e integridad profesional previa.-

Un Escrow puede establecerse para garantizar que el resultado de la transacción específica, la cual ya ha tenido lugar, es el esperado por las partes.

CONFIDENCIAL

En las fusiones y adquisiciones, por ejemplo, es habitual que 10% del precio de compra de una sociedad se coloque en Escrow por un año, o el tiempo de la prescripción prevista por las partes en los engagement setter, como reserva contra acreedores imprevistos, equipo defectuoso, efectos post cierres de contingencias surgidas y que el comprador o inversor tenga que enfrentar.

Los gastos se deducen del precio de compra de la sociedad o paquete accionario o parte de esta o transferencia del fondo de comercio u otra actividad contractual económica y serán pagados por el Agente de Escrow. Una vez expire el Contrato de Escrow, los activos restantes se traspasan al vendedor del target en su caso.-

En términos legales, el Escrow es una obligación contractual sujeta a una *"condición suspensiva*" o una "condición resolutoria".

Cuando está sujeta a una condición suspensiva, tal condición necesita cumplirse para que la obligación sea ejecutable.

Por otro lado, vemos una condición resolutoria cuando la sola expiración de un periodo de tiempo o "término", obliga al Agente de Escrow a devolver los activos restantes al vendedor en el ejemplo sobre fusiones y adquisiciones.

Los Agentes de Escrow (abogados) generalmente cobraran honorarios para establecer el contrato, en base al tiempo invertido en la negociación de las condiciones, redacción y ejecución del Contrato de Escrow; y un pequeño porcentaje de la suma involucrada en la transacción.

CAPITULO XII:

12.1) MODIFICACION EN LA REGLAMENTACION DE LA I.G.J.-(RESOLUCION GENERAL 07/05) CODIGO CIVIL SECCION CONTRATOS Y LEY 19550.

En resumen del trabajo efectuado hasta aquí, hemos colegido en que la Legislación se encuentra acéfala en la aplicación del concepto de Due Diligence, siendo conciente de que esta relativa nueva actividad profesional, en el mundo se comienzan a aplicar regulaciones, limitaciones, como así también autoridades de aplicación que van de la mano del avance de las regulaciones del mercado financiero internacional,

CONFIDENCIAL

debemos importar esta figura con todas sus características a las legislaciones dE fondo que regulan las conductas y actividades del mercado financiero y mercantil, en todos sus aspectos.-

¿Que debería modificarse?

El Código de Comercio de la Nación o la Ley de Sociedades Comerciales 19550, respecto de regular la actividad que se presenta como necesaria para los procesos mencionados, dentro de la *DUE DILIGENCE*, o Revisión Técnica legal.-

El Decreto 677/01 y sus modificaciones, a fin de incluir la actividad en forma regulada y los registros que se proponen para aumentar o incrementar la transparencia de operaciones de mercado interno o bien de emisión de valores cotizantes o retiro de los mismos, según sea el caso.-

La Resoluciones Generales de la I.G.J (07/05) en la Capital Federal, y sus autoridades de contralor equivalentes a nivel Provincial, deberán incorporar para todos los tramites ante ese Organismo del proceso de DUE DILIGENCE moderado y supeditado a estructuras estándar, a fin de aumentar el control y transparencia de las actividades societarias, como anotación o inscripción de sociedades, fusiones, escisiones, cesión de cuotas, venta de acciones, compensaciones -

12.2) PROPUESTA DE FORMULARIOS ESTANDAR

FOLIO U HOJA SOLICITANDO AL PROFESIONAL LA REVISION LEGAL.- CONFIDENCIAL.-

Datos de la fecha.-

El propósito del presente folio de nombramiento, es la designación del asesor a fin de procurar la asistencia técnica profesional requerida para la operación.-

El acuerdo de consultaría se someterá a las siguientes estipulaciones:

PRIMERA: **OBJETO**: El ámbito del encargo profesional incluirá:

a) La consultoría en cuanto sea necesario, en relación con los asuntos dimanantes de la operación, en base a la extensión de labores que en forma expresa se pactaren para su realización por parte del consultor que sea contratado a estos fines;
b) Asesoramiento y análisis de los datos obtenidos por si o por otros asesores en relación con la operación.-

CONFIDENCIAL

SEGUNDA: **Honorarios**. Los honorarios del consultor que abarcara a los del su Work Team, o equipo de trabajo, se establecen según la cuantía de hora/trabajo, durante el tiempo que sea necesario para atender la operación, mas los gastos que ocasione la tarea revisional.-

TERCERA: **EXCLUSIVIDAD**: Durante el desarrollo de la asistencia profesional el mandatario no podrá participar de la operación de referencia y ni aceptara cualquier otro compromiso, que le vincule, ni directa ni indirectamente, con la operación o con la actividad empresarial que de ella se deduzca, dentro del sector y área de actuación de la empresa revisada.-

Si el compromiso de la actividad revisonal finalizara con anterioridad a la conclusión de la operación, el profesional no podrá aceptar otro encargo de cualquier otra empresa o persona, en relación con la operación de referencia.-

CUARTA: COLABORACION Y CONFIDENCIALIDAD:

Para la realización del requerimiento el asesor recibirá o habrá de participar en el proceso de obtención de los datos necesarios, y que están sujetos del deber de confidencialidad y secreto profesional de la relación con el cliente. Atento a ello, los materiales recibidos como elaborados serán confidenciales y no podrán ser comunicados a un tercero sin el previo consentimiento de su mandante. Asimismo las opiniones, conclusiones, teorías y otras manifestaciones relativas a la operación relativas a la operación de las partes implicadas y del asesor tendrán la consideración de confidenciales en virtud del presente contrato.- A tales efectos cualquier informe, comunicación u otro documento, vinculado emitido por el consultor será exclusivamente comunicado al inversor y deberá contener la mención "Documento sujeto a Confidencialidad del cliente". Durante el periodo del proceso encargado el asesor se sujeta a las instrucciones del inversor mandante, de acuerdo con sus directrices y en colaboración con las demás personas asignadas.

QUINTA: Violación de las prescripciones de las cláusulas anteriores.- Indemnización.-

Cualquier desvió o violación de algunas prescripciones relatadas en los artículos anteriores dará lugar a la reclamación de ley a fin de obtener una reposición de los perjuicios ocasionados por la actitud negligente o dolosa según el caso, de algunos de los contratantes, cuyo quantum estará fijado por la extensión del perjuicio recaído.-

CONFIDENCIAL

FORMATO MARCO DE LISTADO DE COMPROBACION O CHECK LIST DEL DUE DILIGENCE

A:

De:

Fecha:

RE: Listado de documentación e información de la auditoría legal de compra ("due diligence") a ser realizada sobre COMPAÑÍA TARGET.

De acuerdo a lo anticipado, incluimos a continuación para vuestro análisis y consiguiente respuesta un listado que contiene un detalle de los principales documentos e información relevante cuya revisión sería necesaria para obtener una visión más completa de la situación de COMPAÑÍA TARGET (en adelante "la sociedad").

El listado es orientativo y no excluye la posibilidad de abordar otros temas, según de lo que resulte del análisis de la documentación e información que se nos provea de acuerdo al listado adjunto a los fines de poder realizar en forma razonable la auditoría de la referencia.

En consecuencia, les agradeceríamos tengan a bien, en base al detalle de los rubros que a continuación se precisan, nos remitan copia de toda la documentación relevante, o bien, nos posibiliten el acceso a la documentación pertinente, según sea el caso, a la mayor brevedad que les sea posible.

Finalmente, y en todos aquellos ítems descriptos a continuación en los que **no** exista ningún tipo de documentación, información y/o actividad que a la fecha del presente involucre de cualquier modo a la sociedad, les solicitamos tengan a bien confirmarnos dicha circunstancia en forma expresa y por escrito.

1. Información general. Aspectos societarios.

1.1. Listado de las sucursales y/o representaciones y/o sociedades controladas y/o vinculadas que la sociedad mantenga en el país y/o en el exterior.

CONFIDENCIAL

1.1. Bis. Copia de los Estatutos Sociales de la sociedad, y sus modificaciones (de existir), con constancia de su inscripción ante la autoridad societaria de contralor.

1.2. Originales de los libros societarios, incluyendo, sin carácter limitativo: (i) actas de asamblea, (ii) actas de directorio, (iii) registro de asistencia a asambleas, (iv) registro de accionistas, (v) actas de Comisión Fiscalizadora.

1.3. En su caso, copia de todo intercambio de notas y comunicaciones de la sociedad con sus accionistas.

1.4. Copias de certificados representativos de acciones, títulos convertibles en acciones, *warrants*, debentures, obligaciones negociables y todo otro título valor en circulación emitido por la sociedad.

1.5. Listado de todos los estudios jurídicos y/o contables que representen o asesoren a la sociedad en la actualidad y durante los últimos tres años.

1.6. Intercambio de notas y correspondencia mantenida o presentaciones efectuadas por la sociedad en los últimos cinco años con o respecto de cualquier autoridad federal, provincial o municipal incluyendo, sin carácter restrictivo, autoridades regulatorias, societarias, fiscales, ambientales y del mercado de capitales, y con bolsas y mercados del país y/o del exterior.

1.7. Licencias y franquicias de que goce, incluyendo patentes, *know-how*, nombres comerciales, diseños y contratos de distribución.

1.8. Detalle de cualquier gravamen existente en relación a las acciones de la sociedad, con indicación del beneficiario, número y clase de acciones comprometidas y la fecha de constitución del gravamen. Registro de las transferencias accionarias de los últimos tres años. Listado de acciones depositadas y/o fideicomitidas a terceros.

1.9. Detalles relativos a toda clase de título valor emitido por la sociedad incluyendo, sin limitación, valor nominal de la emisión

CONFIDENCIAL

y tipo, número, clase y derechos que otorgan los títulos emitidos, fecha de emisión y copia de las autorizaciones societarias correspondientes y, en su caso, de los prospectos de emisión, contratos de suscripción, pago, agencia, fideicomiso u otros, autorizaciones obtenidas de los organismos de contralor y toda otra documentación vinculada a la emisión.

1.10. Detalle de cualquier opción, warrant o cualquier otro derecho otorgado o a otorgarse para la adquisición de acciones emitidas o suscripción de acciones a emitirse por la sociedad, con indicación de los datos del beneficiario de la opción.

1.11. Acuerdos de accionistas de la sociedad, y/o acuerdos de accionistas (o de tenedores de participaciones) de los que la sociedad sea parte respecto de otras sociedades o asociaciones. Poderes otorgados para el ejercicio de derechos políticos y/o económicos respecto de las acciones o participaciones de los que la sociedad sea titular.

1.12. Detalle de cualquier restricción existente para la transferencia de acciones de la sociedad o para la transferencia de acciones o participaciones de los que la sociedad sea titular.

2. Información financiera, contable e impositiva.

2.1. Copias de las notas remitidas por los auditores de la sociedad al directorio y de todo otro dictamen emitido por los mismos en relación a sus estados contables. Copias de sus Estados Contables anuales cerrados hasta el presente.

2.2. Detalle de créditos, contingencias y previsiones para gastos que por cualquier circunstancia no hubieran sido incluidas en los estados contables.

2.3. En su caso, proyecciones financieras efectuadas, con indicación de los elementos y/o presunciones sobre los que dichas proyecciones han sido preparadas.

2.4. Detalle de los impuestos a los que la sociedad se encuentra sujeta e indicación de la situación actual de la sociedad frente a,

CONFIDENCIAL

o en relación al cumplimiento de, las obligaciones fiscales respecto de cada uno de ellos.

2.5. Detalle de créditos fiscales existentes y/o quebrantos aplicables y fecha de vencimiento de cada uno.

2.6. Copia de informes de asesores internos o externos preparados en relación al cumplimiento de obligaciones impositivas de la sociedad.

2.7. Copia de todas las presentaciones efectuadas a la AFIP y a las autoridades fiscales provinciales o municipales en relación a cualquier impuesto federal, provincial o municipal y de todo intercambio de notas, comunicaciones y presentaciones respecto de dichas autoridades en los últimos cinco años. Copia de las actuaciones labradas y, en su caso, determinaciones de oficio efectuadas por las mismas autoridades en oportunidad (o no) de inspecciones, auditorias o revisiones del cumplimiento de las obligaciones impositivas de la sociedad y de las actuaciones iniciadas en relación a las mismas.

2.8. Detalle de cualquier exención, beneficio o promoción fiscal de que la sociedad goce o sea titular.

2.9. Información relativa a moratorias, prórrogas, quitas, acuerdos de pago diferido o en cuotas, o a cualquier otro tipo de acuerdo celebrado con o beneficio otorgado por las autoridades fiscales federales, provinciales o municipales.

2.10. Detalle de cualquier contrato, transacción u operación de cualquier tipo efectuada por la sociedad que pudiera o estuviera expuesta a la posibilidad de ser impugnada por las autoridades fiscales de cualquier jurisdicción o que pudiera dar lugar a cualquier reclamo por incumplimiento de las obligaciones impositivas de la sociedad.

2.11. Listado de todas las jurisdicciones en las que la sociedad se encuentra sujeta a obligaciones impositivas.

CONFIDENCIAL

2.12. Copia de toda documentación remitida a accionistas, acreedores y/o a potenciales acreedores de la sociedad en relación a los puntos 2.1. a 2.12. anteriores.

3. Personal.

3.1. Actualización del listado de todo el personal en relación de dependencia de la sociedad, con indicación de sus nombres completos, edad, antigüedad en el empleo, salario y otros beneficios incluyendo *tickets*, comisiones y otras bonificaciones especiales o regulares, seguros, tipo de tarea que desempeñan, horario de labor, obra social, administradora de fondos de pensión y sindicato al que pertenecen y todo otro dato significativo respecto de sus condiciones de empleo.

3.2. Existencia de planes de participaciones en las ganancias de la sociedad o en el gobierno de la misma sea a través de su participación accionaria o de otro modo.

3.3. Copia de los contratos celebrados con aseguradoras de riesgo de trabajo.

3.4. Copia de toda presentación efectuada, intercambio de notas y comunicaciones, actuaciones labradas, detalle de inspecciones, audiencias celebradas y toda otra documentación e información relativa al cumplimiento de las funciones específicas del Ministerio de Trabajo y de toda otra autoridad laboral o previsional en los últimos cinco años.

3.5. Detalle del cumplimiento, por parte de la sociedad, de todas sus obligaciones previsionales en relación al personal bajo su dependencia.

3.6. Información relativa a conflictos laborales, disputas, huelgas, negociaciones, acuerdos celebrados y reclamos pendientes de los empleados de la sociedad actuales y durante los últimos tres años.

3.7. Garantías de indemnidad conferidas a directores, gerentes, o personal jerárquico de la sociedad.

CONFIDENCIAL

3.8. Información relativa a incrementos salariales, incluyendo fecha del último aumento, existencia de planes de revisiones periódicas y de reclamos o negociaciones relativas a próximos incrementos salariales.

3.9. Existencia de políticas empresarias especiales en relación a comisiones, vacaciones, licencias por maternidad o enfermedades, o cualquier otra condición de labor que supere los mínimos fijados por las regulaciones aplicables en cada caso, y copia de cualquier manual o reglamento interno que pudiera existir en relación a dichos beneficios o condiciones de labor.

3.10. Personal sujeto a contratos a plazo, especiales o modalidades promovidas (jóvenes, discapacitados, programas de entrenamiento o aprendizaje, otros), detalle de las actividades desarrolladas por cada uno y copia de los contratos celebrados y presentaciones efectuadas a la autoridad de contralor respectiva, en su caso.

4. Contratos, gravámenes, clientes y proveedores, seguros y obligaciones comerciales.

4.1. Contratos significativos de los que la sociedad sea parte que por cualquier circunstancia no hubieran sido provistos incluyendo, sin carácter restrictivo, préstamos y sus garantías, locaciones de todo tipo, acuerdos de financiación, servicios, distribución, compras, ventas, *leasings,* comercialización, transporte, asesoramiento, cooperación, investigación y desarrollo, confidencialidad, no competencia, fianzas o avales, *comfort letters*, pagarés, y constitución de derechos reales de cualquier tipo.

4.1. bis Constitución de garantías personales y/o reales otorgadas por la sociedad a favor de terceros.

4.2. Listado de clientes, incluyendo: (i) porcentaje de ventas asociado a cada uno, (ii) detalles de condiciones especiales de contratación (incluyendo precios, plazos, etc.) acordados con cada uno, (iii) reclamos efectuados por clientes actuales y

CONFIDENCIAL

durante los últimos dos años, y, (iv) listado de clientes que han terminado sus relaciones con la sociedad en los últimos dos años.

4.3. Listado de los principales proveedores de productos o servicios a la sociedad y contratos celebrados con los mismos.

4.4. Modelos de contratos estándar con clientes o proveedores, de órdenes de compras de productos o servicios y de condiciones generales de compras o ventas de productos o servicios. Políticas de precios.

4.5. Contratos de distribución, promoción, *marketing*, ventas o comercialización de bienes o servicios celebrados con terceros por la sociedad.

4.6. Contratos de cualquier tipo celebrados entre la sociedad, por una parte, (o su controlante, controladas o vinculadas) y cualquier director, gerente o empleado de la misma (o sus familiares o sociedades en los cuales los mismos mantuvieran participación), por la otra.

4.7. Detalle de compras, ventas o gravámenes de activos sustanciales de la sociedad que no sean en el curso ordinario de sus negocios de los últimos tres años.

4.8. Detalle de cualquier evento sucedido en los últimos tres años que hubiera tenido un efecto sustancial en las actividades, negocios o situación financiera de la sociedad.

4.9. Copia de todos los poderes otorgados o autorizaciones de cualquier tipo conferidas por la sociedad en vigencia.

4.10. Copia de los convenios de subcontratación de obras o servicios.

4.11. Detalles de cualquier programa desarrollado o contrato celebrado en relación a la publicidad o promoción de los productos o servicios de la sociedad y copia de todo material de publicidad y/o promoción. Detalles de los compromisos asumidos en tal sentido y de los proyectos de futuras campañas programadas.

CONFIDENCIAL

4.12. Información relativa a programas de investigación o desarrollo de productos o servicios encarados o encomendados por la sociedad a terceros y copia de los acuerdos celebrados.

5. Marcas y patentes.

5.1. Listado de marcas, patentes, procedimientos, nombres comerciales y diseños industriales de los que la sociedad sea titular, con copia de los instrumentos y constancias respectivos. Detalle de las jurisdicciones en los que los mismos se encuentran registrados y/o reconocidos.

5.2. Contratos de licencia de los que la sociedad sea parte, ya sea como beneficiaria o como otorgante de dicha licencia.

5.3. Listado de registros solicitados y aún no otorgados. Detalle de las oposiciones existentes y copia de todas las presentaciones efectuadas y demás documentación vinculada. Información relativa a marcas, patentes, nombres o diseños de la sociedad que se encuentren sujetos a posible o inminente cancelación, modificación, vencimiento o revocación.

5.4. Detalle de nombres comerciales, diseños o marcas utilizadas por la sociedad en el curso de sus negocios y que no se encuentren registrados ni solicitado su registro.

5.5. Reclamos de terceros en relación al uso, por parte de la sociedad, de marcas, patentes, nombres comerciales, procedimientos o diseños industriales otras que en el curso de un procedimiento de registro.

5.6. Detalles de la violación, o presunta violación, por parte de terceros, de marcas, patentes, nombres comerciales, procedimientos o diseños industriales propiedad de la sociedad.

6. Litigios.

6.1. Copia de los informes provistos por los asesores internos o externos de la sociedad en relación a los litigios existentes (en particular en los que la sociedad sea parte demandada).

CONFIDENCIAL

6.2. Detalle de embargos, inhibiciones, intervenciones judiciales y/o cualesquiera otras medidas ejecutivas o cautelares trabadas u ordenadas en relación a los referidos litigios.

6.3. Listado y detalle de los principales aspectos de cualquier reclamo iniciado por terceros contra la sociedad que pudiera con el tiempo dar lugar al inicio de un procedimiento arbitral o judicial, incluyendo un eventual pedido de quiebra.

6.4. Copia de cualquier acuerdo conciliatorio o transaccional celebrado por la sociedad en los últimos tres años.

6.5. Listado y detalle de los principales aspectos de cualquier reclamo y/o acción de cualquier tipo iniciado o en trámite por algún accionista contra la sociedad.

7. Aspectos regulatorios.

7.1. Listado y breve reseña de los principales organismos regulatorios a los que se encuentran sujetas las actividades de la sociedad y principales organismos de contralor a los que reporta regularmente o está sometida.

7.2. Normas ambientales y de seguridad industrial: listado de procedimientos, intimaciones, actuaciones o reclamos iniciados o por iniciarse por parte de las autoridades de contralor ambientales, industriales, de defensa de la competencia o de otro tipo. Detalle de cualquier incumplimiento detectado o constado en actas, dictámenes o actuaciones de cualquier tipo por las mismas autoridades, hayan o no dado lugar a sanciones.

7.3. Detalle de intimaciones a practicar cualquier tipo de nuevas obras o instalaciones, o modificaciones a las existentes o implementación de nuevos procedimientos de producción o actuación o modificación de los existentes, requeridos por las autoridades de control en relación al debido cumplimiento de las normas vigentes. En su caso, plazo para la finalización de las tareas y estado actual de cumplimiento de las mismas.

CONFIDENCIAL

7.4. Copia de cualquier acuerdo suscripto con autoridades de contralor de cualquier tipo a que se encuentre sometida la sociedad.

8. Propiedades.

8.1. Listado de todos los inmuebles, bienes muebles registrables y otros activos significativos propiedad de la sociedad. Detalle de activos significativos arrendados en favor de la sociedad, dados en *leasing*, en fideicomiso, o que se encuentren en tenencia de la sociedad en virtud de otros acuerdos que no importen el efectivo traspaso de la propiedad en favor de ésta. Detalle de los términos y condiciones de dichos contratos y copia de los mismos. Listado de derechos reales y/u otro todo tipo de carga o gravamen que afecte a los bienes antedichos, con copia de los instrumentos respectivos, en su caso.

8.2. Copia certificada de los correspondientes títulos de propiedad, con las constancias de inscripción ante los registros correspondientes, en su caso.

8.3. En particular, detalle de la extensión, emplazamiento, etc. de las unidades de producción en las que la sociedad desarrolla sus actividades productivas o presta servicios a terceros.

8.4. Detalle de cualquier operación celebrada por la sociedad en virtud de la cual cualquier activo significativo de la misma actualmente en su propiedad, tenencia o posesión deba ser entregado a terceros antes de la fecha de cierre.

9. Varios

9.1. Copia de las comunicaciones distribuidas a la prensa y de los artículos publicados e la prensa relativos a la sociedad o a sus actividades correspondientes al último año.

9.2. Modelos de avisos, publicidades, productos promocionales, o comunicaciones usualmente utilizados por la sociedad para la promoción de sus actividades.

CONFIDENCIAL

9.3. Cualquier otra documentación o información que, a criterio razonable de la sociedad, sea trascendente en relación a la operación propuesta.

9.4. Copia de los informes provistos por asesores internos o externos de la sociedad en relación a estudios o análisis encarados en relación a sus actividades, producción, estrategias publicitarias o de comercialización, manejo y capacitación del personal, competencia y otros.

Quedamos a vuestra disposición por cualquier aclaración o ampliación del presente.

Atentamente.

CONCLUSION:

El resultado de la revisión legal proporciona, así, una serie de elementos de juicio que pueden afectar a determinadas cláusulas del contrato o contratos mediante los cuales se instrumenta la adquisición. Las cláusulas contractuales que, en la práctica, se verán afectadas con más frecuencia, son las relativas a: la determinación del precio de compra, condiciones suspensivas, indemnidades y las obligaciones y responsabilidad del vendedor.

El informe de revisión legal puede ser un elemento condicionante, sino determinante, de la valoración de lo que constituye el objeto de la adquisición, y, en todo caso, una importante herramienta de negociación de cualquiera de otros aspectos del contrato de transferencia. Sabido es que no resulta ser lo mismo precio que valor; el verdadero precio es el que acuerdan las partes entre sí, con independencia del valor que pudiera atribuirse al objeto de transacción y, todo ello, en muchas ocasiones, por la incidencia de determinados intangibles (fondos de comercio, valor de marcas, derechos de traspaso, entre otros)-

La eficiencia de la operación puede quedar supeditada a la previa regularización de una situación antijurídica detectada derivada de la existencia de diversas irregularidades legales o pasivos contra el negocio objeto de una operación de compra, susceptible de ser subsanadas o al menos anticipadas en forma expresa con antelación al cierre.

CONFIDENCIAL

Por todo lo expuesto en esta obra hemos de concluir que existen varios beneficios conexos con la realización de un Due Diligence, como cuando nos permite identificar los riesgos operativos.- Aporta argumentos a la hora de determinar el valor del negocio.- Proporciona información valiosa para la negociación.- Identifica potenciales sinergias y determina la estructura de la operación.

Resulta entonces que el procedimiento de Due Diligence o *DUE DILIGENCE PROCESS* es un "traje a medida" (en función de las necesidades, objetivos y riesgos a ser asumidos por la parte inversora) y no una opinión del que la realiza, a diferencia de una auditoria.-

BIBLIOGRAFIA:

1) Mendez E Sawyers W.R Due Diligence in Private Placements and Acquisitions Ed Practising Law Institute. Nueva York 1999.
2) Giavenco Arturo, El Prospecto en la oferta publica, Ad Hoc. Bs As. 2003. P. 40."
3) Rosembloom A. Due Diligence on the Global Economy, Financing and Strategy Alliances). Ed Blomberg Press 2002, Pag 3. N. York.-
4) Perry Herd "Merger and Acquisition, Reducing M&A, risk through improved Due Diligence vol. 32 num.2 2004 p.12.-
5) Mosset Iturraspe Contratos Teoría 1996, Ed. Abeledo Perrot.-
6) Howard J. "Unite States" D. Diligence for Corporate Acquisitions Ed. Kluwer Law. Bruselas Londres 1996. P. 295.-
7) Jobard, P.E "France" Due Diligence for Corp. Acqusitions ed. Kluwer Law- Bruselas-Londres 1996. P. 153-
8) Ryan y Beasley "D. Diligence from a Legal Perspective", en Due Diligence Technique and Analisys. Ed Quorum Books 1996, P. 29.-
9) *Reed Lajoux A. y Elson C.M The Art Of M&A Due Diligence, Ed Mc Graw-Hill, Nuev York 2000.-*
10) *Whalley M y Sembler F "Due Diligence en International Business Acquisitions (Major Legal Issues and Due Diligence) E. Kluwer Law International, La Haya Londres-Boston 2000.-*
11) *Alvarez Arjona,J.M La estrategia del cierre*

CONFIDENCIAL

de la Adquisicion. Regimen Juridico de las Adquisiciones de Empresas, Ed Aranzadi 2001. P. 277.-

12) Vogt. G. Die Due Diligence, ein zentrales Element bei der Durchfürung von Merger and Acqusitions, Deutsches Steuerrecht, num, 39 pag.1017 2001.-

13) Cod Comercio Cap. II art. 1264 El mandato comercial.

CONFIDENCIAL