

## **LAS “PUT OPTIONS”: CUANDO EL RIESGO ES EL NEGOCIO**

*Una lección italiana sobre “el riesgo propio del contrato”.*

En los contratos —como en la vida— no todo lo que sale mal puede atribuirse a la injusticia del destino. A veces lo que ocurre es más simple: el riesgo que finalmente se materializa es exactamente el que las partes aceptaron al celebrar el acuerdo.

Una reciente sentencia de un tribunal italiano ofrece una elegante ilustración de esta idea <sup>1</sup>.

El caso giraba en torno a un acuerdo societario que incluía una opción de venta (*put option*) sobre acciones de la sociedad que explota los históricos estudios cinematográficos de Cinecittà, en Roma, como parque temático. Como suele ocurrir en estos pactos, el mecanismo permitía a uno de los socios vender su participación a otro (y obligaba a éste a comprar esa participación) a un precio predeterminado o a determinar según ciertos criterios contractuales.

Para los lectores no iniciados conviene recordar brevemente de qué se trata. Una *put*

*option* es un contrato aleatorio <sup>2</sup> que permite a una de las partes *obligar* a la otra a comprarle determinadas acciones o participaciones sociales en condiciones previamente pactadas.

Se trata de una herramienta frecuente en acuerdos entre socios e inversores de capital de riesgo, utilizada para asegurar una salida futura o para redistribuir el control de una sociedad si ciertas circunstancias se producen. Quien concede la opción *put* asume, desde el inicio, el riesgo de que el valor de la participación cambie con el tiempo.

La operación opuesta es la opción de compra (o *call option*) por la cual una de las partes tiene el derecho a comprar (y la otra la obligación de vender) ciertas acciones a un precio preestablecido.

Hasta aquí, nada extraordinario.

El problema surgió cuando el contexto económico en el que actuaban las partes cambió de manera drástica. La crisis del sector del entretenimiento —agravada por la pandemia— afectó severamente el valor de las ac-

---

<sup>1</sup> In re “Castelromano Cine Entertainment SpA c. Generali Italia SpA e Italian Entertainment Group SpA”, Tribunal Ordinario de Milán No. XV Especializado en Cuestiones de Empresa, NRG 9334/2001; Giurisprudenza delle Imprese, *GiurisNews* 61/2025, 11 diciembre 2025

---

<sup>2</sup> Es un contrato aleatorio porque “sus ventajas o pérdidas para ambas partes contratantes, o solamente para una de ellas, dependen de un acontecimiento incierto”.

ciones emitidas por la sociedad que administra los estudios de Cinecittà, un nombre que evoca buena parte de la historia del cine italiano y europeo.

Bajo el contrato que las unía, Castelromano Cine Entertainment (“CCE”) estaba obligada a comprarle a Generali la participación que ésta tenía en la sociedad administradora del parque.

Frente a esta situación, CCE, obligada a comprar esa participación a un precio que consideró demasiado alto, intentó invocar la *excesiva onerosidad sobreviniente* para liberarse de su obligación<sup>3</sup>.

El Tribunal de Milán rechazó el argumento con una observación tan simple como contundente: la fluctuación del valor de las participaciones forma parte del riesgo propio del negocio.

En otras palabras, quien celebra un acuerdo que incluye una opción de venta sobre acciones o cuotas sociales acepta —precisamente— el riesgo de que el valor de esas participaciones cambie con el tiempo. La variabilidad del valor de una empresa *no es un accidente externo al contrato*: es una de sus características esenciales.

La sentencia recuerda así un principio clásico del derecho de contratos: no puede invocarse la excesiva onerosidad cuando el evento que altera el equilibrio económico *pertenece al álea normal del contrato*.

---

<sup>3</sup> La excesiva onerosidad sobreviniente o teoría de la imprevisión permite a una parte contratante solicitar la resolución o reajuste de un contrato si, debido a eventos extraordinarios e imprevisibles, su prestación se vuelve excesivamente gravosa, rompiendo el equilibrio contractual original. Esta figura aplica a contratos conmutativos de ejecución diferida o continuada y busca evitar el enriquecimiento sin causa

El tribunal lo expresa en términos particularmente claros en uno de los pasajes centrales de la decisión:

*“La variabilità del valore delle partecipazioni sociali costituisce caratteristica intrinseca dell’operazione economica e rientra pertanto nel normale rischio contrattuale assunto dalle parti. Non può dunque ritenersi che tale circostanza integri un’ipotesi di eccessiva onerosità sopravvenuta.”*<sup>4</sup>

Traducido a un lenguaje menos solemne: cuando se pacta una *put option* sobre acciones o cuotas sociales, se acepta que el valor de la empresa pueda subir o bajar. Y justamente es para gestionar ese riesgo que se celebra el acuerdo. Con una *call option* puede suceder exactamente lo mismo: el titular del derecho podría comprar acciones a un precio mucho más bajo que el prevaleciente en el mercado al momento de ejercer esa opción.

La sentencia contiene, además, un pequeño episodio procesal que merece mención. Una de las partes intentó sostener que la opción había sido ejercida fuera de término porque la comunicación se había realizado un sábado. El tribunal descartó el argumento con sobriedad lombarda (no olvidemos que el tribunal estaba situado en Milán): la notificación había sido enviada dentro del plazo contractual y el hecho de que ese día fuera sábado no alteraba la validez ni la eficacia del ejercicio del derecho. *No todo argumento ingenioso alcanza para torcer el resultado de un contrato mal calculado*.

El derecho argentino formula la misma idea del derecho italiano con una expresión parti-

---

<sup>4</sup> “La variabilidad del valor de las participaciones sociales constituye una característica intrínseca de la operación económica y, por consiguiente, entra dentro del riesgo contractual normal asumido por las partes. Por lo tanto no puede considerarse que esa circunstancia integre una hipótesis de excesiva onerosidad sobreviniente”.

cularmente clara. El artículo 1091 del Código Civil y Comercial permite revisar o resolver un contrato cuando la prestación se torna excesivamente onerosa debido a una alteración extraordinaria de las circunstancias, pero explicita una condición decisiva: que esa alteración sea *extraña al álea propia del contrato*.

La doctrina nacional ha insistido desde hace tiempo en este punto: la teoría de la imprevisión no está destinada a neutralizar los riesgos normales del negocio celebrado. Cuando el acontecimiento que altera el equilibrio económico del contrato pertenece al riesgo típico de la operación, la intervención judicial deja de estar justificada.

Los tribunales argentinos han aplicado esta idea en diversos ámbitos contractuales, recordando que la imprevisión no puede utilizarse para corregir simplemente un mal cálculo económico. En materia societaria o financiera, la variación del valor de activos o participaciones suele considerarse parte del

riesgo natural de la operación y, por lo tanto, no constituye —por sí sola— una alteración extraordinaria de las circunstancias que habilite la revisión judicial del contrato.

En definitiva, la decisión italiana recuerda algo que a veces se olvida en tiempos de incertidumbre económica: el derecho puede corregir la injusticia de lo imprevisible, *pero no puede suprimir el riesgo que constituye la esencia misma del negocio*.

Quizás por eso el caso tiene algo de irónico. Como dijimos, la discusión jurídica se desarrolló alrededor de una empresa vinculada a Cinecittà, uno de los escenarios más célebres de la historia del cine europeo. Y sin embargo, en esta ocasión no hubo lugar para finales inesperados ni giros de guión: el tribunal simplemente recordó que, incluso en los contratos más sofisticados, el derecho no está llamado a reescribir el libreto cuando el riesgo que se materializa es exactamente el que las partes aceptaron desde el comienzo.

\* \* \*

***Dos Minutos de Doctrina* es una publicación gratuita de Negri & Pueyrredon Abogados como servicio a sus clientes y amigos.**

**No tiene por objeto prestar asesoramiento legal sobre tema alguno.**

**Director responsable:** Juan Javier Negri.

Más información sobre nuestros servicios puede obtenerse llamando al (54-11) 5556-8000 o por correo electrónico a [np@negri.com.ar](mailto:np@negri.com.ar)

**ISSN 3072-9173**

[para ver números anteriores haga click acá](#)