

1

FUSIONES Y ADQUISICIONES. DEAL POINTS COLOMBIA

Deal Points 2024

Semillero Fusiones y Adquisiciones
Universidad de los Andes



Fusiones y adquisiciones. Deal Points Colombia.

Deal Points 2024

Semillero Fusiones y Adquisiciones
Facultad de Derecho - Universidad de los Andes

Primera edición: octubre del 2024

Palabras Clave

M&A, fusiones y adquisiciones, Deal Points, compraventa de acciones, SPA

Autores

© Sergio Carreño Mendoza, Santiago Archila

© Universidad de los Andes

ISSN: 3100-9948

DOI: <https://doi.org/10.51573/Andes.31009948.1>

Diseño maqueta y cubierta

Sergio Mateo Rodríguez Brijaldo

Contacto

semillerofusiones@uniandes.edu.co

s.carrenom@uniandes.edu.co

Síguenos

Para citar se recomienda el siguiente formato: Carreño Mendoza, Sergio y Archila Correa, Santiago (2024). Fusiones y Adquisiciones. Deal Points - Colombia. N° 1 Deal Points 2024. Bogotá: Semillero Fusiones y Adquisiciones.
DOI: <https://doi.org/10.51573/Andes.31009948.1>

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación. Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 del 30 de mayo de 1964. Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 del 23 de febrero de 1949, Minjusticia. Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero del 2015, Mineducación.

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su todo ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electro-óptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de la editorial.



El presente informe no habría sido posible sin la generosa y decidida participación de las siguientes firmas:

Baker McKenzie, Brigard Urrutia, Contexto Legal SA, Cuatrecasas, Dentons Cardenas & Cardenas, Garrigues, Gómez-Pinzón Abogados, Lloreda Camacho & Co., Martínez Quintero Mendoza González Laguado & De La Rosa, Muñoz Tamayo y Asociados, Philippi Prietocarrizosa Ferrero Du & Uría S.A.S., Posse Herrera Ruiz – PHR Legal, RAD/DF, Serrano Martínez CMA.



Contenido

1. Presentación del informe	4
2. Resumen Ejecutivo	7
3. Hallazgos	10
3.1 Contexto	11
3.2 Resultados	12
3.2.1 Firma y cierre	12
3.2.2 Precio	13
3.2.2.1 Completion Account Mechanism (CAM) y Lockedbox Mechanism (LBM)	13
3.2.2.2 Earnouts	14
3.2.3 Declaraciones y Garantías	15
3.2.3.1 Períodos de Supervivencia	17
3.2.3.2 Conocimiento y materialidad	19
3.2.3.3 Sandbagging	21
3.2.4 Responsabilidad	22
3.2.4.1 Límites cuantitativos	22
3.2.4.2 Cláusula de Remedio Único y Seguro de Declaraciones y Garantías	27
3.2.4.3 Garantías respecto de la indemnidad	28
3.2.5 Cláusula MAC/MAE	30
3.2.5.1 Cláusula MAC/MAE OUT	30
3.2.5.2 Breakup Fees o Pagos por Terminación	32
3.2.6 Integraciones empresariales y competencia	34
3.2.7 Resolución de controversias	36
4. Sobre los autores	38

1

PRESENTACIÓN DEL INFORME

En distintos escenarios se ha reflexionado sobre la conveniencia de conocer la práctica de M&A y sus aspectos más relevantes en el mercado colombiano. En términos generales, existe coincidencia en que nuestra práctica ha sido influida por la experiencia estadounidense, pero producto de la especialización ha ido desarrollando su propio perfil. Con frecuencia se hace referencia al “estándar de mercado”, pero ¿cuál ha sido el comportamiento en nuestra práctica?, ¿Podemos hablar de una práctica estándar?

En esta ocasión, el Semillero de Fusiones y Adquisiciones de la Universidad de los Andes se propuso generar informes periódicos sobre las operaciones de M&A en el mercado colombiano con el objetivo de caracterizar estas operaciones y comprender las tendencias contractuales. Para ello, se construyó un primer informe con base en una muestra de contratos celebrados en el 2023. Se espera realizar estos estudios de manera asidua, de tal suerte que, en el mediano plazo, sirva como un insumo para comprender las dinámicas del mercado nacional, pueda ser utilizado por las firmas para orientar las negociaciones y permita la creación de nuevo conocimiento en la materia.

Metodología:

1. Para la recolección de la información se diseñó un instrumento tipo encuesta con 41 preguntas¹ que fueron seleccionadas a partir de informes sobre la materia en los Estados Unidos. Además, estos criterios los validaron un grupo de expertos en la materia.
2. La información recolectada provino de firmas que han sido reconocidas en la práctica de *Corporate and M&A* de *Chambers and Partners* y *Legal 500* para Colombia que a su vez han participado como organizadoras, moderadoras o panelistas en los congresos de M&A organizados por el Semillero de Fusiones y Adquisiciones de la Universidad de los Andes y las principales firmas del país.
3. Los criterios para seleccionar los contratos de M&A de la muestra fueron operaciones:
 - a. Iguales o mayores a un millón de dólares. Para efectos de cálculo, se tomó como referencia una TRM de referencia de \$4.325 de pesos (TRM promedio en 2023).
 - b. Relacionadas con la compraventa de acciones, de activos (unidades de negocio), capitalizaciones por parte de terceros y *Private Equity*. En esta ocasión se excluyó *Venture Capital*.
 - c. Donde las firmas colombianas hubieran actuado como *Leading Counsel*.
4. Para asegurar la confidencialidad de los contratos analizados se adoptaron las siguientes medidas:
 - a. Cada firma participante diligenció la encuesta de acuerdo con las variables previamente establecidas; también debían enviar un archivo único anónimo. En paralelo, debían diligenciar un formulario donde se pedía el nombre de la firma participante.
 - b. La confidencialidad de la información incide en la precisión de los resultados considerando que un mismo contrato pudo haber sido reportado por dos firmas. Para mitigar este riesgo se solicitó identificar cada contrato con el nombre del proyecto.

1. Estos criterios comprenden las siguientes categorías: Contexto de la operación, precio, período interino, declaraciones y garantías, responsabilidad y solución de controversias. Las preguntas eran cerradas con opción múltiple para reducir ambigüedades en las respuestas, sin embargo, puede existir un riesgo de "adecuación del contrato" a las opciones disponibles.

- c. Recibida la información, se procedió a realizar una primera depuración de las operaciones a partir de la identificación del proyecto; se eliminaron aquellas operaciones con nombres repetidos.
 - d. Posteriormente, y con el fin de asegurar el anonimato de la información, cada operación se codificó "Proyecto 1", "Proyecto 2", "Proyecto 3", etc.
 - e. Se aseguró que, los estudiantes del Semillero de Fusiones y Adquisiciones de la Universidad de los Andes que participaron en el procesamiento de la información, solo tuvieran acceso a los archivos codificados.
 - f. Para el procesamiento de la información se realizó una segunda depuración utilizando como criterio la variable "sector". Se agruparon los contratos por sector para identificar aquellos que tuvieran información idéntica. De esta manera se mitigó el riesgo de la duplicidad en el cómputo. En todo caso, es importante señalar que dado el carácter reservado de los contratos analizados es posible que exista información duplicada que incida en los resultados finales del informe.
5. Con base en estos criterios, se analizaron 155 operaciones para la elaboración del presente informe.



RESUMEN EJECUTIVO

Criterio	Resultados
Tipo de Operación	SPA en el 72% de los casos
Rango de la operación	Menor o igual a los 200.000 millones de pesos (80% de las operaciones)
Sector	Energías renovables, financiero, industrial, salud y tecnología concentraron más de la mitad de las operaciones.
Firma y Cierre	En el 60% de las operaciones se acordó un cierre dentro de los 6 meses siguientes. En el 23% de los casos "firma y cierre" fue simultáneo

Criterio	Resultados
<p><i>Completion Account Mechanism y Locked Box Mechanism</i></p>	<p><i>Completion Account</i> fue adoptado en el 57% de las operaciones; en el 14% se prefirió <i>Locked Box</i>.</p>
<p><i>Earnouts</i></p>	<p>Se pactaron pagos contingentes en el 18% de las operaciones</p>
<p>Responsabilidad. Cap</p>	<p>El 75% de las operaciones analizadas incluyeron un Cap.</p> <p>El límite de responsabilidad sigue una de dos trayectorias: (i) entre el 5 y 20% del monto de la operación; o, (ii) mayor al 50%.</p>
<p>Responsabilidad. Basket</p>	<p>En el 62% de las operaciones se incluyó el Basket</p> <p>Pactado, se siguió la regla del <i>Tipping Basket</i> (el 65% de las operaciones)</p> <p>El umbral no suele superar el 3% del monto de la operación (79% de los casos); en el 68% de las operaciones no superó el 2%.</p>
<p>Responsabilidad. De Minimis</p>	<p>En el 52% de las operaciones no se incluyó umbral por evento.</p> <p>Cuando se pacta, el De Minimis no suele superar el 5% del Basket (66 % de los casos).</p>
<p>Sandbagging</p>	<p>En el 44% de los casos se guardó silencio; en el 43% se adoptó expresamente la regla <i>pro-sandbagging</i>.</p>
<p>Cláusula de Remedio Único</p>	<p>En el 57% de los casos se pactó la Cláusula de Remedio Único</p>
<p>Seguro de declaraciones y garantías</p>	<p>El seguro de Declaraciones y Garantías se pactó en el 8% de las operaciones.</p>

Criterio	Resultados
Garantías Indemnidad	<p>El 58% de las operaciones incluyó algún tipo de garantía.</p> <p>Orden de preferencia: <i>Holdback</i> (25%); el Escrow (24%); prenda sobre acciones (8%); las garantías personales (5%); y, derechos sobre dividendos (1%).</p>
Bringdown Condition	El 77% de las operaciones incluyó <i>bringdown condition</i> como condición precedente.
Declaraciones Fundamentales. Anticorrupción y lavado de activos	La declaración sobre anticorrupción fue tratada como fundamental en el 68% de los casos; la declaración de lavado de activos en el 62%.
Declaraciones fundamentales. Período de supervivencia	En el 57% de los casos se acogió expresamente el término de prescripción.
Declaraciones operativas. Período de supervivencia	El período sigue una de dos trayectorias: (i) en el 36% de los casos se optó por el término de prescripción (expreso o tácito); o, (ii) se estableció un plazo que suele oscilar entre los 12 y 36 meses, prefiriéndose el rango de 18 a 24 meses.
MAC/MAE OUT	La cláusula MAC/MAE OUT se incluyó en el 78% de las operaciones
Breakup fees	Los <i>Breakup fees</i> se pactaron en el 10% de los casos.
Cláusula de no Competencia	<p>En el 51% de las operaciones se acordó Cláusula de no Competencia.</p> <p>Pactada, se estableció un término igual o superior a 36 meses (81% de las operaciones)</p>
Cláusula Compromisoria	En el 94% de las operaciones se pactó una cláusula compromisoria.

3

HALLAZGOS

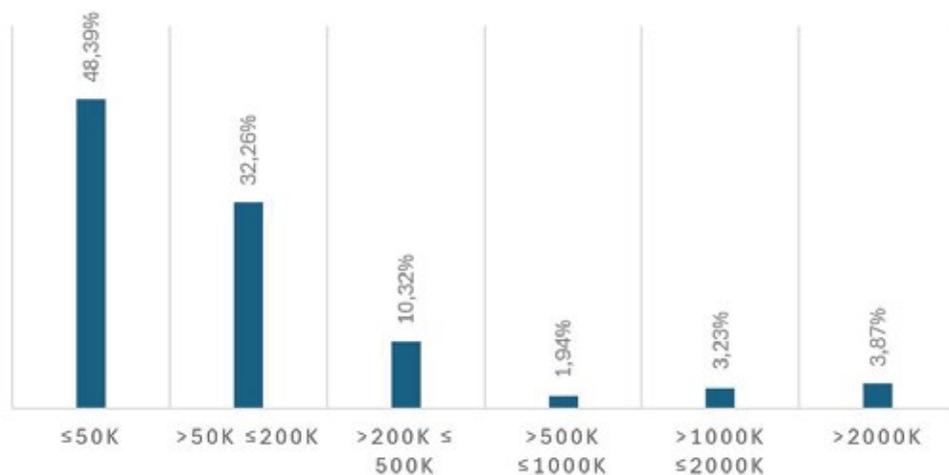
3.1 Contexto

La compraventa de acciones (SPA), en 2023, fue el vehículo preferido por las partes siendo escogido en el 72% de las operaciones. Seguido de, los Acuerdos de inversión (*Investment Agreement*) con el 11% y la compraventa de activos (APA) con el 9%. Las ofertas públicas de adquisición (OPA) estuvieron presentes con el 1%. Finalmente, el 7 % de las operaciones se calificó como Otra; convendría profundizar en esta categoría en las próximas investigaciones.



El 80% de las operaciones analizadas no superaron los 200.000 millones de pesos. Una de cada dos operaciones (48.39%), no superaron 50.000 millones y una de cada tres (32.26%) estuvieron en un rango de 50.000 a 200.000 millones. El 10 % de las operaciones estuvieron entre los 200.000 y 500.000 millones de pesos y aproximadamente el 9 % superaron los 500.000 millones de pesos.

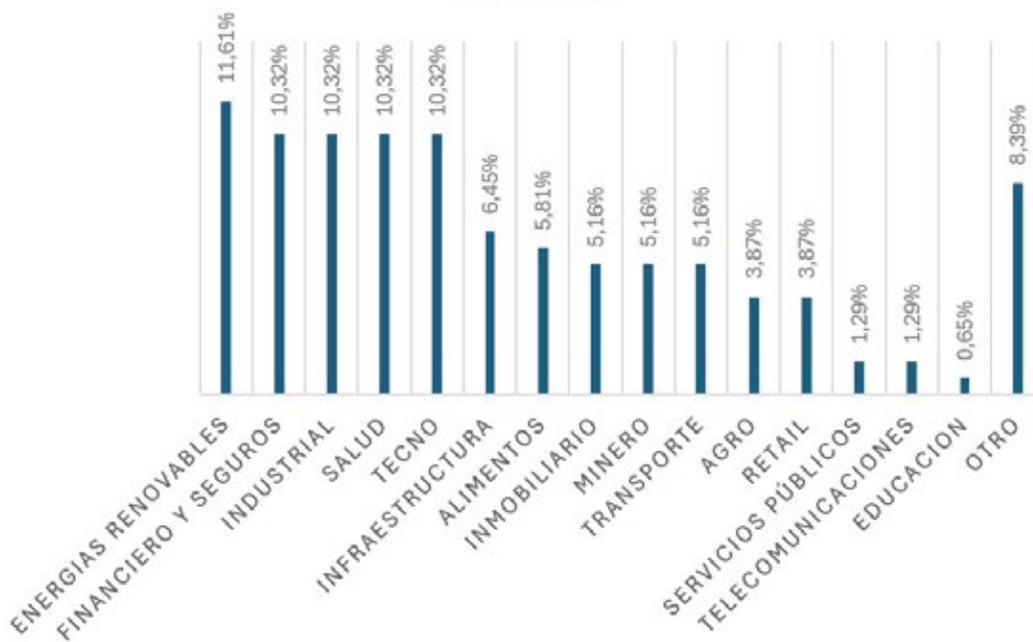
RANGO DE LA OPERACIÓN (MILLONES DE PESOS)



Fuente: elaboración propia

La muestra puso de relieve la diversidad de sectores objeto de operaciones de M&A. No se constató un sector prevalente en el año estudiado; ningún sector sobrepasó el 12% del total. Sin perjuicio de lo anterior, energías renovables, financiero y seguros, industrial, salud y tecnología concentraron más de la mitad de las operaciones.

SECTOR



Fuente: elaboración propia

Por su parte, sectores como infraestructura, alimentos, inmobiliario, minero y transporte aportaron, en promedio, el 5% de las operaciones analizadas. Finalmente, 8 % de las operaciones se reportaron en Otros. En el próximo estudio se procurará la identificación aquellos sectores relevantes que no se han incluido en la muestra.

3.2 Resultados

3.2.1 Firma y cierre

En el 75% de los casos firma y cierre no coinciden en el tiempo. En este caso, el cierre suele establecerse dentro de los 6 meses siguientes (60%). En los próximos informes se preguntará de forma independiente por el cierre establecido por contrato (*outside date*) y el cierre efectivo de la operación.



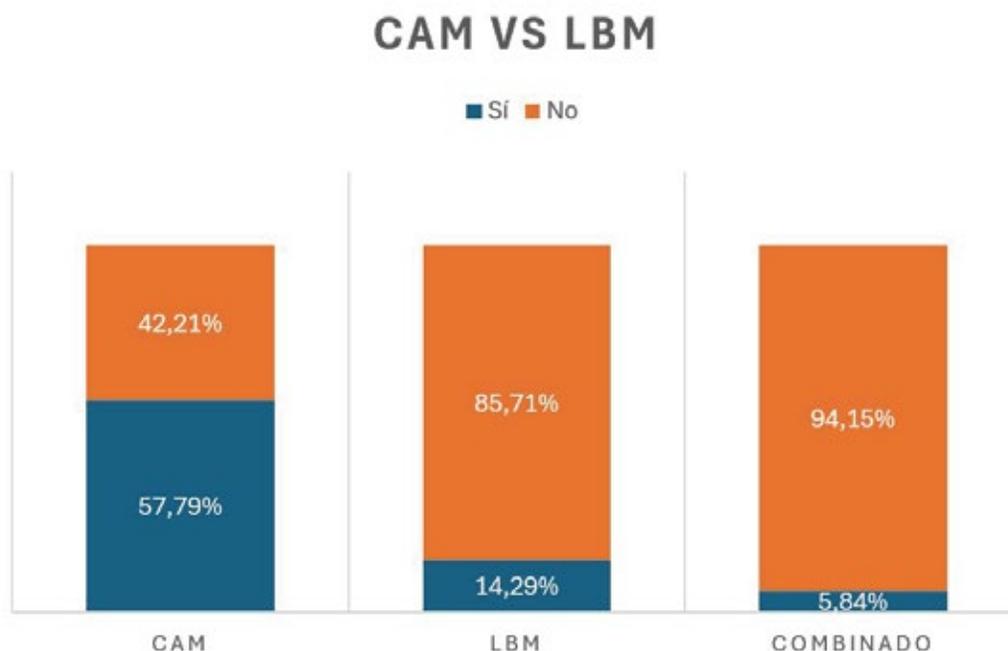
Fuente: elaboración propia

En todo caso, la simultaneidad no es extraña en nuestra práctica y se pactó en el 23% de los casos, siendo la segunda opción escogida.

3.2.2 Precio

3.2.2.1 Completion Account Mechanism (CAM) y Lockedbox Mechanism (LBM)

La complejidad de la operación supone retos para la adecuada determinación del precio. En respuesta se han desarrollado dos modelos que pretenden dar cuenta del precio pagado y la distribución contractual de riesgos: (i) *Completion Account Mechanism (CAM)* y (ii) *Lockedbox Mechanism (LBM)*



Fuente: elaboración propia

A partir de la muestra, la práctica colombiana parece decantarse por el *Completion Account* pues fue adoptado en el 57% de las operaciones, en contraste, con el 14% que optó por el *Lockedbox*. No obstante, resulta llamativo que en el 6% de los casos se acudió de forma complementaria a los dos mecanismos.

Descontando la combinación de mecanismos, la tendencia se mantiene. El *Completion Account* se utilizó en el 52% de las operaciones (una de cada dos), mientras que el *LockedBox* se prefirió en el 8% de los casos.

Sin perjuicio de lo anterior, en el 33% de las operaciones se prescindió de los dos mecanismos.

Criterio ajuste de precio



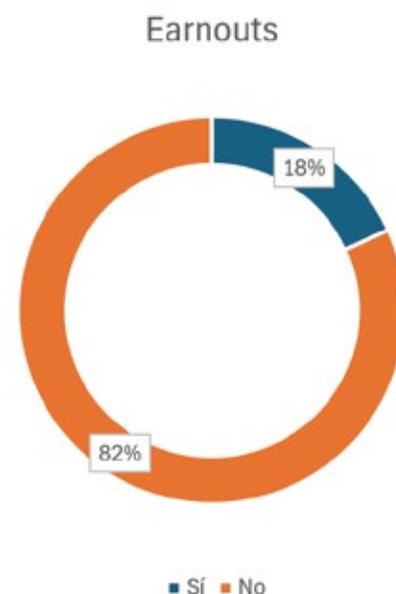
Fuente: elaboración propia

Ahora bien, los criterios escogidos para proceder con el ajuste del precio suelen ser el capital de trabajo, la deuda Neta y el EBITDA. No obstante, en el 54% de los casos se escogió la opción "Otro". Esta situación admite dos interpretaciones. Por un lado, las partes escogen más de un criterio habilitante para proceder con el ajuste del precio. Por el otro, prefieren un criterio distinto a los señalados.

Los resultados obtenidos no permiten establecer pautas concretas frente a los criterios escogidos y su articulación. Previo ajuste, se espera profundizar en los próximos informes.

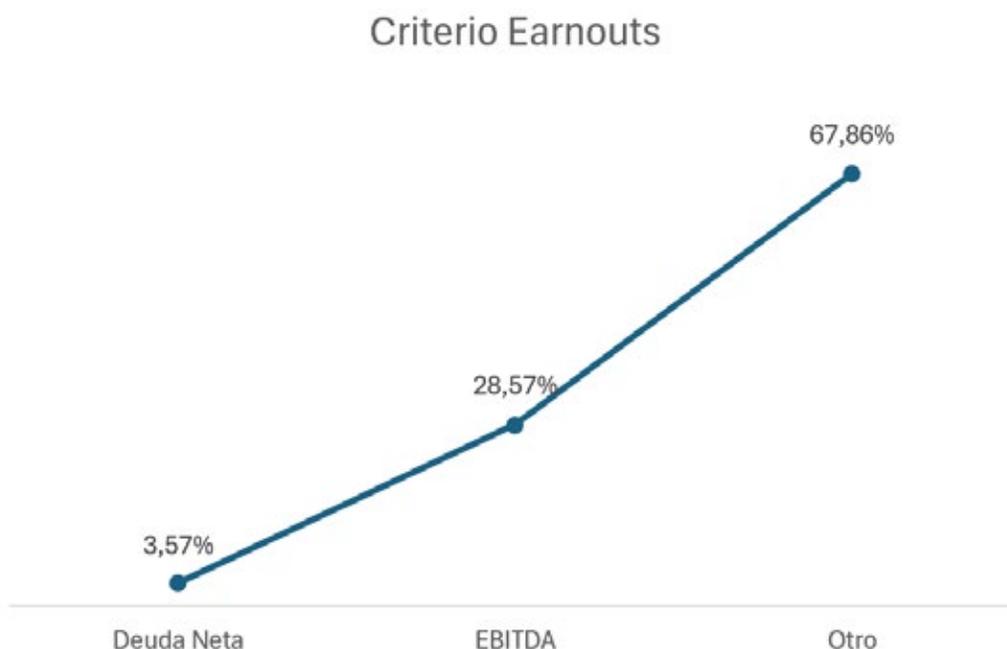
3.2.2.2 Earnouts

Los earnouts o pagos contingentes pueden ser un instrumento conveniente para lidiar con los riesgos asociados a la correcta determinación del precio, en especial, en aquellas operaciones donde los resultados históricos de la sociedad objetivo no permiten determinar de forma razonable el desempeño futuro. En estos casos, podría supeditarse una fracción del precio al cumplimiento de ciertos parámetros en el futuro.



Fuente: elaboración propia

No obstante, su uso fue excepcional pues solo se pactó en el 18% de los casos. El sector, ni la tipología de la operación parecen relevantes para la adopción de *earnouts*. Ningún sector representó más del 11% de las operaciones con pago contingente. Lo mismo sucedió con la tipología pues, en promedio, cada vehículo la empleó en, aproximadamente, el 20% de los casos; la compraventa de activos fue la tipología en donde más se empleó, situándose en el 28% de las operaciones analizadas.



Fuente: elaboración propia

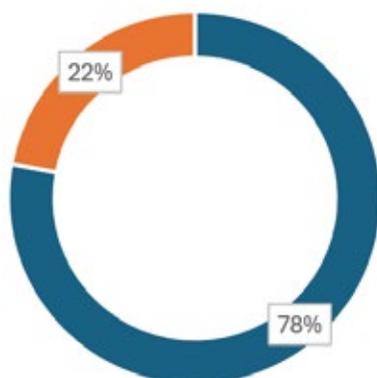
Los criterios escogidos para proceder con el pago contingente podrían ser deuda neta, capital de trabajo y EBITDA, pero, como sucedió con el *Completion Account*, la opción "otro" se escogió en el 68 % de los casos. Lo dicho en su momento también puede aplicarse acá.

3.2.3 Declaraciones y Garantías

Las Declaraciones y Garantías (*representations and warranties*) complementan el proceso de *Due Diligence*, contribuyen a mitigar la asimetría informativa y es un instrumento contractual para la gestión del riesgo.

El factor temporal es decisivo en esta distribución y el declarante suele actualizar o ratificar las declaraciones al momento del cierre. En el 77% de las operaciones analizadas se acordó la bringdown condition como condición precedente.

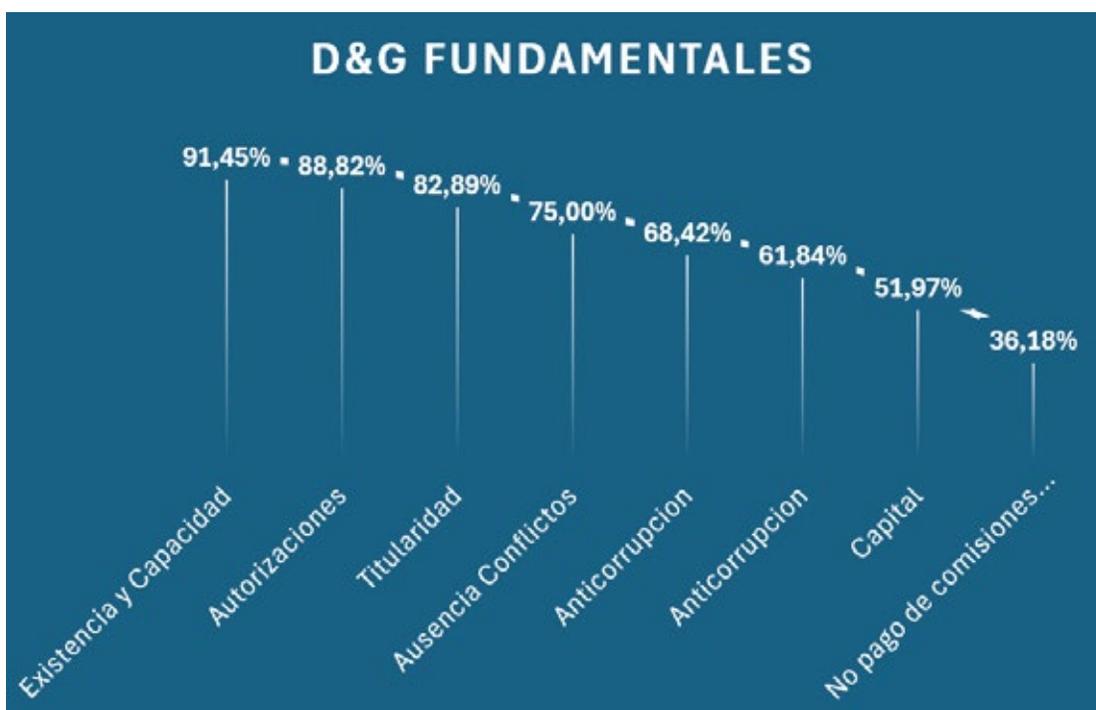
Bringdown Condition



Fuente: elaboración propia

■ Si ■ No

Las declaraciones se dividen en declaraciones fundamentales y en declaraciones no fundamentales u operativas. Esta diferenciación resulta cardinal frente a la aplicación del límite de responsabilidad (Cap) y los períodos de supervivencia.



Fuente: elaboración propia

En principio, las declaraciones fundamentales han estado orientadas al objeto de la compraventa (acciones, cuota o partes de interés), pero se han venido ampliando. Cuatro declaraciones están presentes en la mayoría de las operaciones analizadas: i) existencia y capacidad de la sociedad (91%); ii)

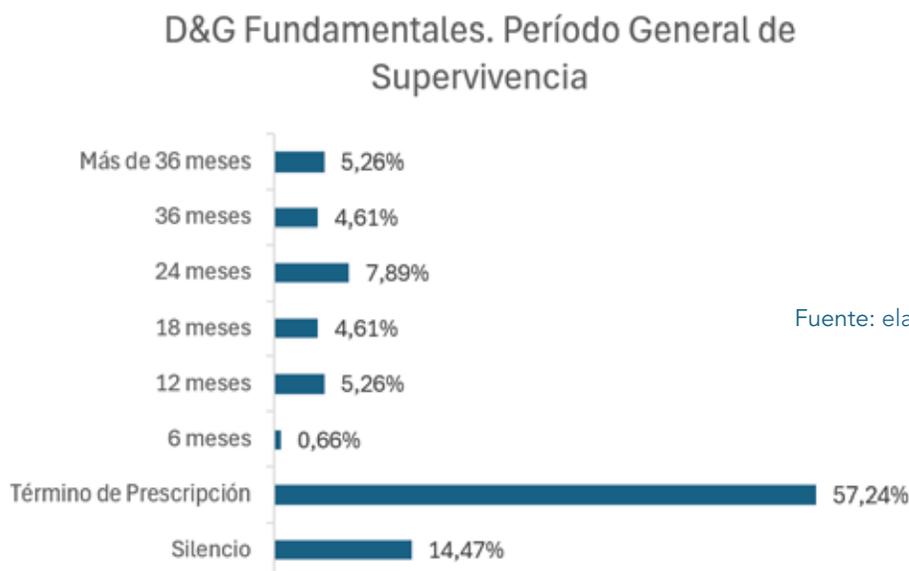
autorizaciones pertinentes (89%); iii) titularidad sobre las acciones, cuotas o partes de interés (83%); y, iv) ausencia de Conflictos (75%). Por otra parte, sorprende que la declaración sobre capital solo haya sido pactada como fundamental en el 52% de las operaciones analizadas.

Recientemente se ha discutido sobre el tratamiento que se le debería dar a las declaraciones relacionadas con anticorrupción y lavado de activos. En este caso, se comienza a observar preferencia por incluirlas como declaraciones fundamentales. En efecto, la declaración sobre anticorrupción fue tratada como fundamental en el 68% de los casos; la declaración de lavado de activos en el 62%.

Finalmente, llama la atención que la declaración sobre no pago de comisiones (*No Brokers*) haya sido pactada en el 36% de las operaciones. La información disponible no permite establecer una conclusión sobre su carácter, no obstante, se analizará en los próximos informes para establecer una tendencia.

3.2.3.1 Períodos de Supervivencia

Las declaraciones fundamentales suelen incluir un período general de supervivencia igual al término de prescripción bien sea a través de un pacto expreso (57%) o del silencio (14%); esta segunda opción da lugar a la aplicación por defecto del término prescriptivo. Sin perjuicio de lo anterior, cuando las partes optan por un plazo distinto los resultados varían, pero entre ellos destacan el período de 24 meses (7.74% del total de casos analizados), 12 meses y Más de 36 meses (5.16% cada uno) y 18 y 36 meses (4.51% cada uno).



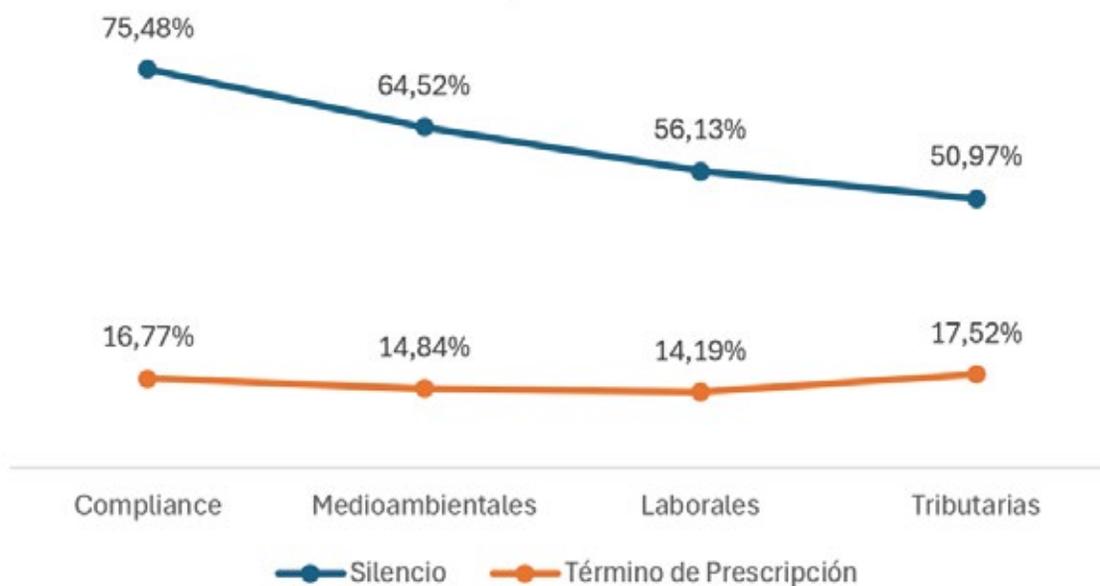
El tratamiento de las declaraciones operativas, por su parte, presenta un comportamiento singular. Una primera alternativa consiste en acudir al término de prescripción como Período General de Supervivencia bien sea a través de un pacto expreso (16%) o del silencio (20%), sin embargo, este camino solo fue seguido en uno de cada tres contratos. La segunda, consiste en determinar un plazo especial, pero el resultado varía. En este escenario, las partes parecen moverse en un rango de entre 18 y 24 meses, pero no es infrecuente que se prefiera un período más corto (12 meses) o más largo (36 meses). Con otras palabras, el período general de supervivencia para las declaraciones operativas suele moverse entre los 12 y 36 meses, pero parece preferirse el rango de 18 a 24 meses.



Fuente: elaboración propia

A partir de esta información, se analizaron algunas excepciones al período general de supervivencia de las declaraciones operativas; en concreto se analizaron declaraciones de *compliance*, laborales, tributarias y medioambiente. Los resultados son interesantes, sin duda, pues la opción preferida fue el silencio (en promedio fue la solución escogida en el 62% de los casos).

D&G Operativas. Excepciones al Período General de Supervivencia



Fuente: elaboración propia

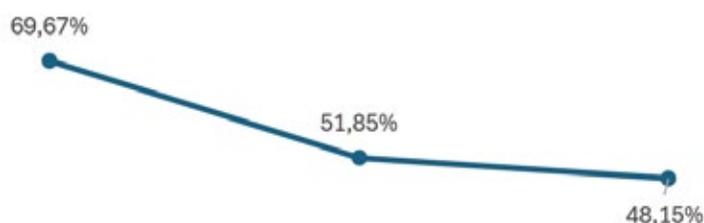
El silencio, en este caso, admite dos posibles interpretaciones. Por un lado, las partes prefieren un tratamiento unificado mediante la adopción de un régimen general de supervivencia (con los matices explicados anteriormente). Por el otro, las partes entienden que, en caso de silencio, se aplica el plazo prescriptivo especial de la materia en cuestión (en promedio se acudió al término de prescripción en el 16% de las operaciones analizadas). Ciertamente convendrá analizar su comportamiento en los próximos informes.

3.2.3.2 Conocimiento y materialidad

Las cualificaciones de conocimiento y materialidad buscan reducir la cobertura ofrecida por el declarante respecto de sus declaraciones. El diseño del instrumento presenta algunas limitaciones para el análisis del presente apartado pues se preguntó de forma genérica si las declaraciones y garantías habían incluido algún estándar de materialidad o de conocimiento.

Estas preguntas no permiten comprender las cualificaciones de forma integral (en su operatividad) pues no es posible analizar en cuáles declaraciones se incluyeron y cuál fue el estándar escogido. Sin embargo, ofrecen valiosos insumos sobre las preferencias de las partes.

D&G. Estándar de Conocimiento

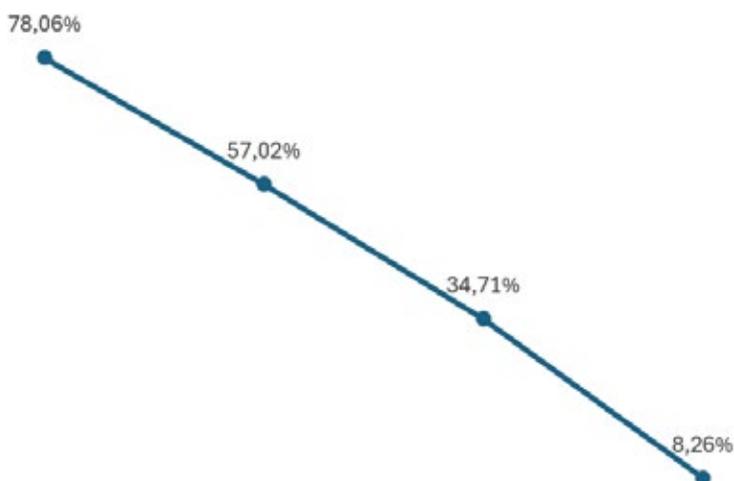


Operación incluyó cualificación de conocimiento	Se escogió estándar Actual Knowledge	Se escogió Constructive Knowledge
---	--------------------------------------	-----------------------------------

Fuente: elaboración propia

La cualificación de conocimiento se usó en el 70% de las operaciones lo que muestra cierta preocupación del declarante (o de las partes) frente al tratamiento que deberían tener aquellas falsedades o inexactitudes de sus declaraciones cuando “no se sabía” o “se debía conocer”. No obstante, cuando se pacta, no existe preferencia respecto al estándar a seguir. En el 52% de los casos se optó por un estándar de conocimiento efectivo o actual knowledge y en el 48% restante se adoptó un estándar mucho más exigente basado en el conocimiento presunto o constructive knowledge.

D&G. Estándar de Materialidad



Operación incluyó cualificación de materialidad	Se escogió estándar Material	Se escogió estándar Todos los Aspectos	Se escogió estándar MAC/MAE
---	------------------------------	--	-----------------------------

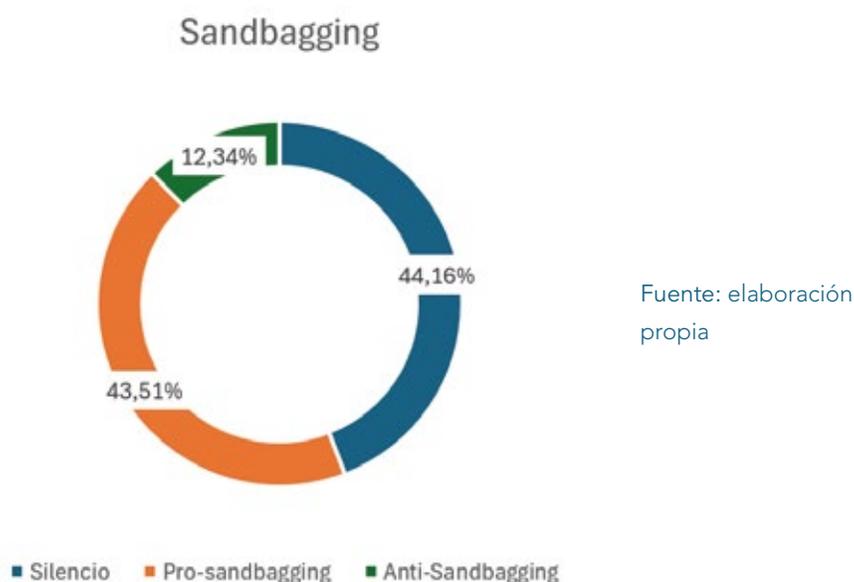
Fuente: elaboración propia

La materialidad, por su parte, también aparece como una preocupación significativa pues se utilizó en 78% de los casos. No obstante, y a diferencia de la aproximación seguida por la justicia arbitral², suele prescindirse del estándar más exigente del Cambio Material Adverso (MAC) o Efecto Material Adverso (MAE); solo se empleó en el 8% de los casos. En cambio, se prefiere el estándar de la materialidad clásica (57% de las operaciones) o el estándar de Todos los Aspectos (35%).

El resulta es llamativo porque el estándar “Material” y “Todos los aspectos” tienen puntos de encuentro y diferenciarlos no resulta sencillo. Sobre esto deberá profundizarse para determinar si se trata de dos estándares autónomos y cuál es su alcance

3.2.3.3 Sandbagging

En el reparto de riesgos, las partes suelen discutir si el conocimiento (o ausencia) debe limitar la posibilidad de reclamar el incumplimiento de una declaración. En caso de no llegar a un acuerdo, o por razones estratégicas, podría preferirse el silencio y que sea el juez o el árbitro quien determina la regla aplicable en el caso concreto. Esta solución ha sido acogida en los Estados Unidos e, incluso, se ha venido acentuando³. En este contexto, resulta determinante conocer cuál es la regla seguida por la jurisprudencia o la justicia arbitral.



2. Carreño Mendoza, Sergio. Fusiones y Adquisiciones. Asimetría informativa y gestión de la incertidumbre. Bogotá: Universidad de los Andes, 2024, pp.193 y ss.
3. American Bar Association. Private Mergers & Acquisitions. Deal Points Study 2023.

La justicia arbitral nacional se ha apartado de la solución seguida en la región (por ejemplo, Perú y Chile) y siguiendo la teoría contractual de las declaraciones y garantías se decanta, en términos generales, por una regla *pro-sandbagging*⁴. Esto es clave porque en el 44% de los casos analizados se guardó silencio.

El *pro-sandbagging* también es la solución preferida cuando se regula expresamente en el contrato (44%). Sin duda resulta interesante porque que en casi 9 de cada 10 operaciones (88%) se podría demandar el incumplimiento de la declaración con independencia del conocimiento.

No obstante, conviene señalar que en Colombia se ha venido desarrollando un matiz al *pro-sandbagging* (tal vez a partir de lo establecido en el Laudo Galerzamba), según el cual no se podría demandar el incumplimiento de la declaración cuando la contingencia haya sido revelada en la disclosure letter o anexo de revelación. En este informe no se preguntó explícitamente por la cuestión, pero convendrá analizarlo en los siguientes informes para comprender si las partes prefieren la regla clásica o se ha venido incorporando el matiz aludido.

Sin perjuicio de lo anterior, la regla anti-*sandbagging* fue pactada en el 12% de los casos, un porcentaje no despreciable, corresponderá determinar en el futuro si su tendencia es al alza.

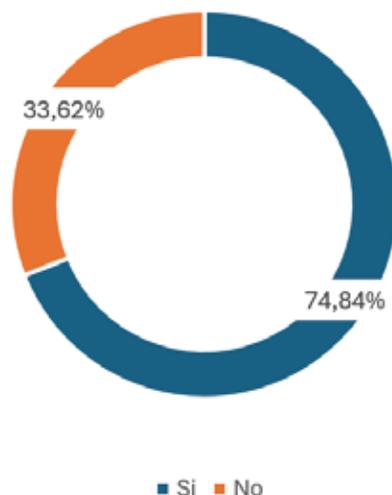
3.2.4 Responsabilidad

3.2.4.1 Límites cuantitativos

Una preocupación recurrente en la práctica ha sido determinar la existencia o no de estándares de mercado referidos a la responsabilidad. En este sentido, analizamos tres límites cuantitativos que suelen estar presentes en una operación de M&A: (i) el Cap o límite de responsabilidad; (ii) el *Basket* o umbral; y, (iii) el *De Minimis* o umbral de responsabilidad por evento.

4. Carreño Mendoza, Sergio. Fusiones y Adquisiciones. Asimetría informativa y gestión de la incertidumbre. Bogotá: Universidad de los Andes, 2024, pp.141 y ss.

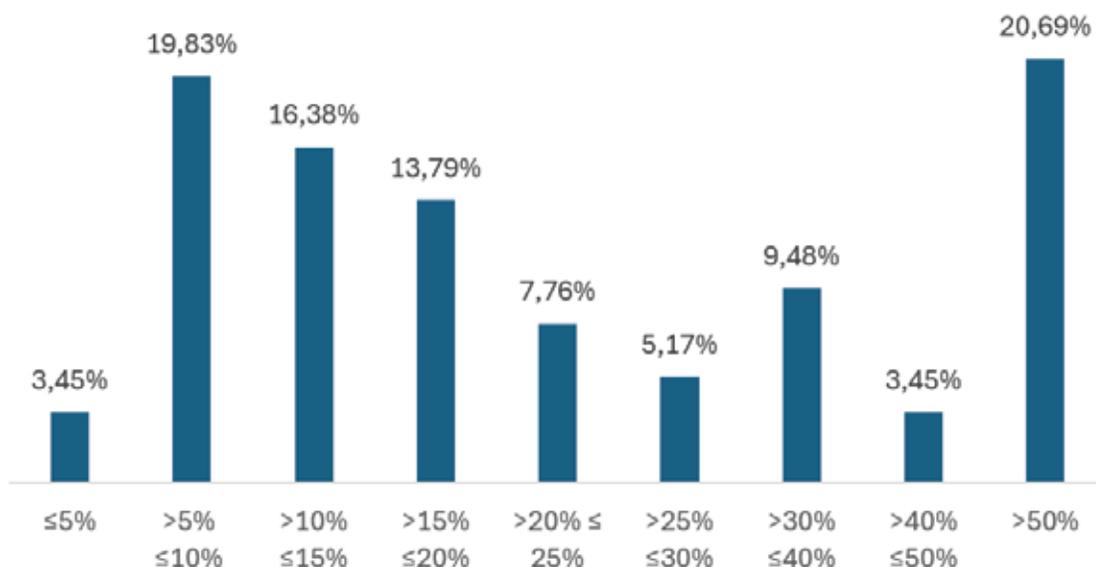
Límite de Responsabilidad (Cap)



Fuente: elaboración propia

El 75% de las operaciones analizadas incluyeron un Cap o límite de responsabilidad, sin embargo, el porcentaje establecido varió significativamente. En el 20,69% de los contratos que establecieron un Cap, se pactó un límite de responsabilidad superior al 50% del monto de la operación, empero, el segundo rango preferido (19,83%) estuvo entre el 5% y 10% del monto. Después siguieron los rangos de entre 10% al 15% (15,52%) y 15% al 20% (13,79%).

Porcentaje Cap (sobre monto de la operación)



Fuente: elaboración propia

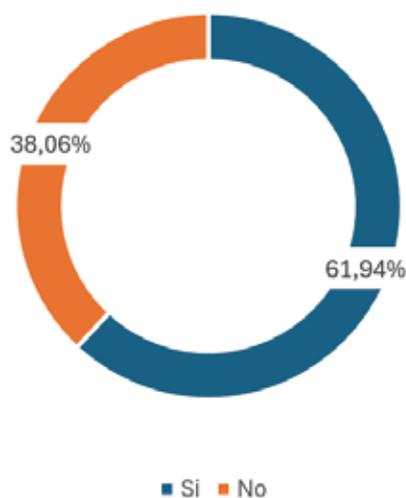
Lo anterior pone de presente un comportamiento singular, hasta cierto punto contraintuitivo, pues las partes suelen optar por uno de dos caminos: (i) pactar un límite pequeño-mediano que se ubique entre el 5% y el 20% por ciento del monto de la operación. Esta opción se escogió en el 49.14% de los casos; o, (ii) acordar un límite significativo que sobrepase el 50% del monto (20.69% de los contratos).

El monto de la operación no parece ser relevante en la elección del Cap o límite de responsabilidad, salvo en el caso de operaciones menores a los 50.000 millones de pesos. En este rango, aunque la primera opción sigue siendo la preferida (35% de las operaciones), se incrementó el porcentaje de contratos en los que se pactó un límite superior al 50% del monto de la operación (30%).

En los demás rangos, la tendencia se mantuvo. Incluso en los rangos “superior a 50.000 y menor o igual a 200.000 millones” y “superior a 200.000 y menor o igual a 500.000 millones” el comportamiento observado se acentuó pues en ambos casos el primer camino fue seguido en el 61% de los contratos y el segundo llegó al 23%.

Tampoco parece influir el sector. El comportamiento observado se mantiene en los cinco sectores más dinámicos. En todo caso conviene resaltar que en el 40% de las operaciones del sector financiero y de seguros se estableció un cap en un rango de 5% al 10%. Por su parte, energías renovables tuvo un comportamiento singular pues en el 75% de los casos se pactó un límite de responsabilidad superior al 30% del monto de la operación; incluso en el 31% de los casos se pactó un cap superior al 50% de la operación.

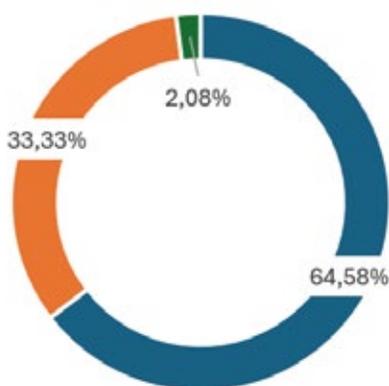
Umbral (Basket)



Fuente: elaboración propia

El Basket o umbral, por su parte, fue incluido en el 61.94% de las operaciones. En caso de superarse el umbral, se podrá reclamar desde el primer peso o *Tipping basket* (64.58%), aunque en el 33.33% de los contratos se prefirió la regla del exceso (deductible)

Basket. Cuánto se debe

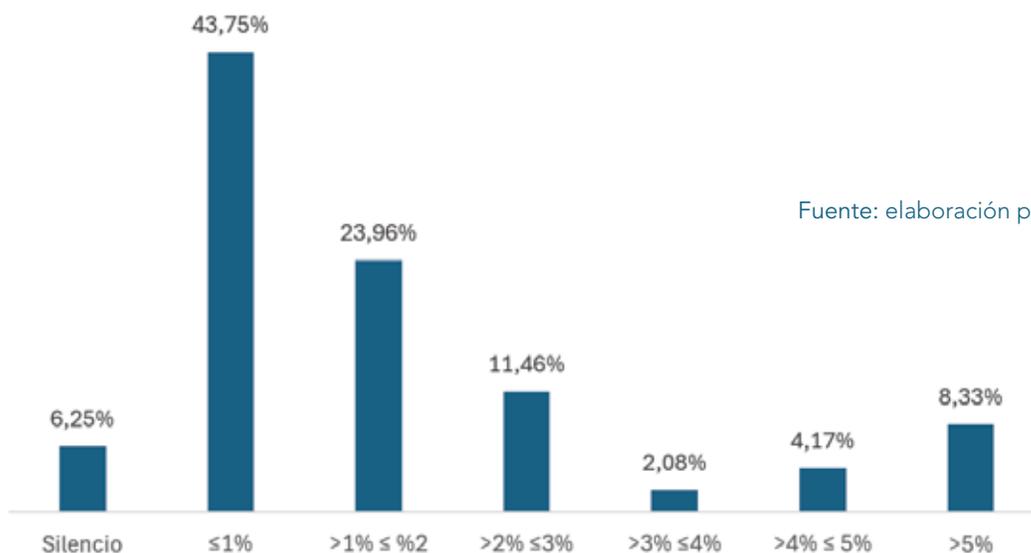


Fuente: elaboración propia

■ First Dollar (Tipping Basket) ■ Exceso (Deductible) ■ Silencio

Con todo, el porcentaje del Basket varía, sin embargo, no suele superar el 3% del monto de la operación (79% de los casos); visto en detalle, en el 68% de las operaciones no sobrepasó el 2%. En efecto, en el 43.75% de los casos se negoció un umbral menor o igual al 1% y en el 23.96% se pactó un *Basket* mayor a 1% pero menor o igual al 2%.

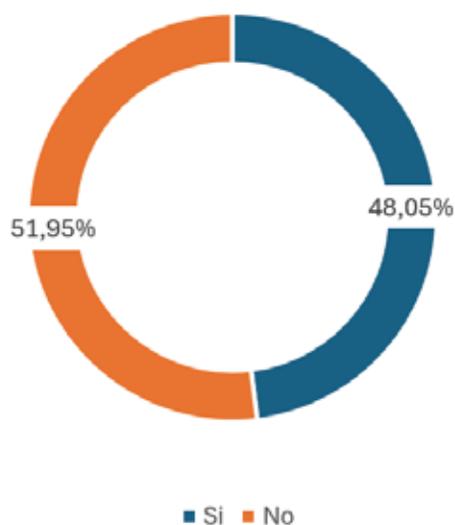
Porcentaje Basket (Monto de la operación)



Fuente: elaboración propia

El *De Minimis* o umbral de responsabilidad por evento, por el contrario, mostró un comportamiento distinto. En el 52% de las operaciones analizadas no se estableció dicha cualificación. En este sentido, todas las contingencias podrían ser contabilizadas para el umbral, suponiendo una mayor exposición para el emisor de la declaración y garantía. No obstante, en el 48% de los casos si se incluyó el *De Minimis* como criterio habilitante.

Umbral por evento (De Minimis)



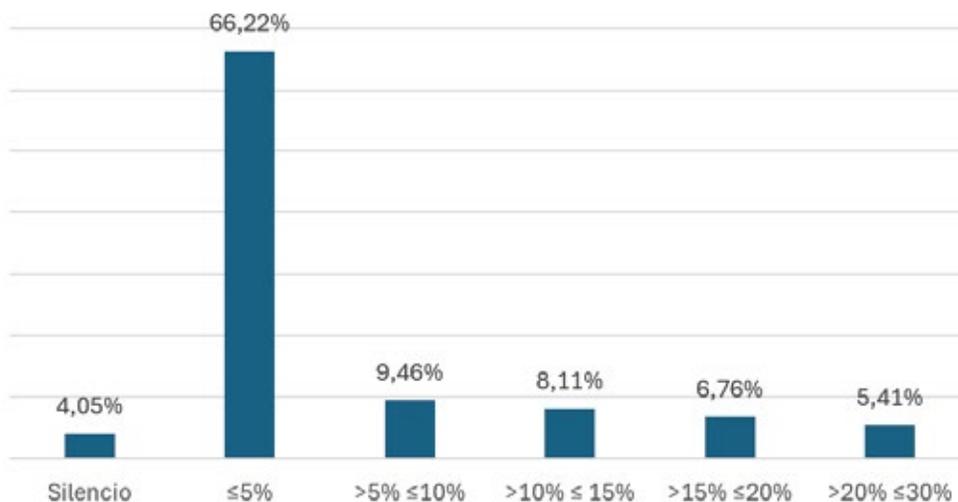
Fuente: elaboración propia

Por sectores el comportamiento es dispar. En Energías Renovables y Salud, por ejemplo, se prefiere pactar (61% y 75% de las operaciones respectivamente); en el sector industrial se acordó en el 50% de los casos. Por el contrario, en Financiero y Seguros y en Tecnología resultó menos frecuente (se incluyó en el 38% y 25% respectivamente).

Ciertamente, su inclusión parece objeto de intensa discusión, corresponderá analizar en los siguientes informes si la tendencia se consolida hacia su inclusión o exclusión.

Dicho esto, en los casos donde se incluyó un umbral de responsabilidad por evento, se constata una preferencia por situarlo por debajo del 5% del *Basket* (66%). Más lejos aparece un *De Minimis* que oscile en un rango de 5 a 10% (9%) o entre el 10 y el 15% (8%).

Porcentaje De Mínimis (Sobre Basket)

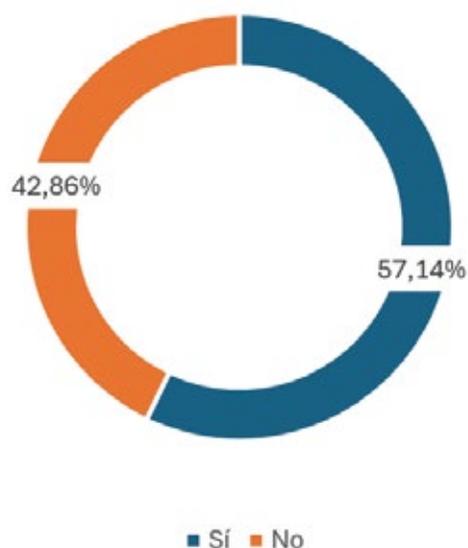


Fuente: elaboración propia

3.2.4.2 Cláusula de Remedio Único y Seguro de Declaraciones y Garantías

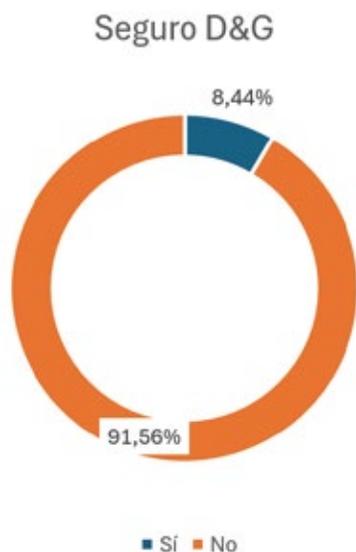
En la muestra se se analizó la incorporación de la Cláusula de Remedio Único por las ventajas que podría ofrecerles a las partes en diseño de un sistema remedial basado en los remedios monetarios, que excluya la resolución de contrato. En el 57% de los casos se estableció la referida clausula, sin embargo, se prescindió de ella en el 43%. Sin duda requiere un seguimiento en los próximos informes para poder comprender su evolución.

Cláusula de Remedio Único



Fuente: elaboración propia

Los seguros de declaraciones y garantías (*Reps and Warranties Insurance*) han ganado notoriedad en los Estados Unidos, sin embargo, siguen siendo un instrumento infrecuente en el mercado colombiano (se contrató en el 8% de los casos). Pese a ello, ha venido ganando participación como instrumento de gestión del riesgo contractual y podría esperarse una profundización. Será interesante ver su desarrollo en el futuro.

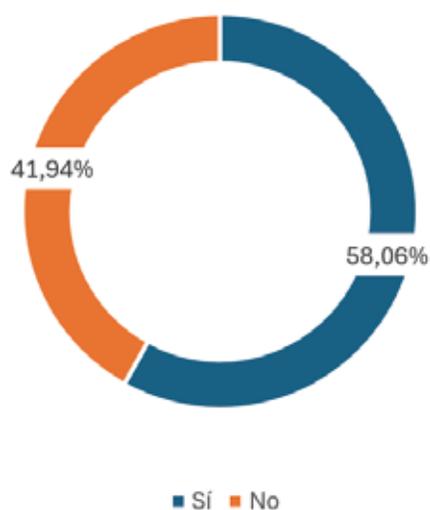


Fuente: elaboración propia

3.2.4.3 Garantías respecto de la indemnidad

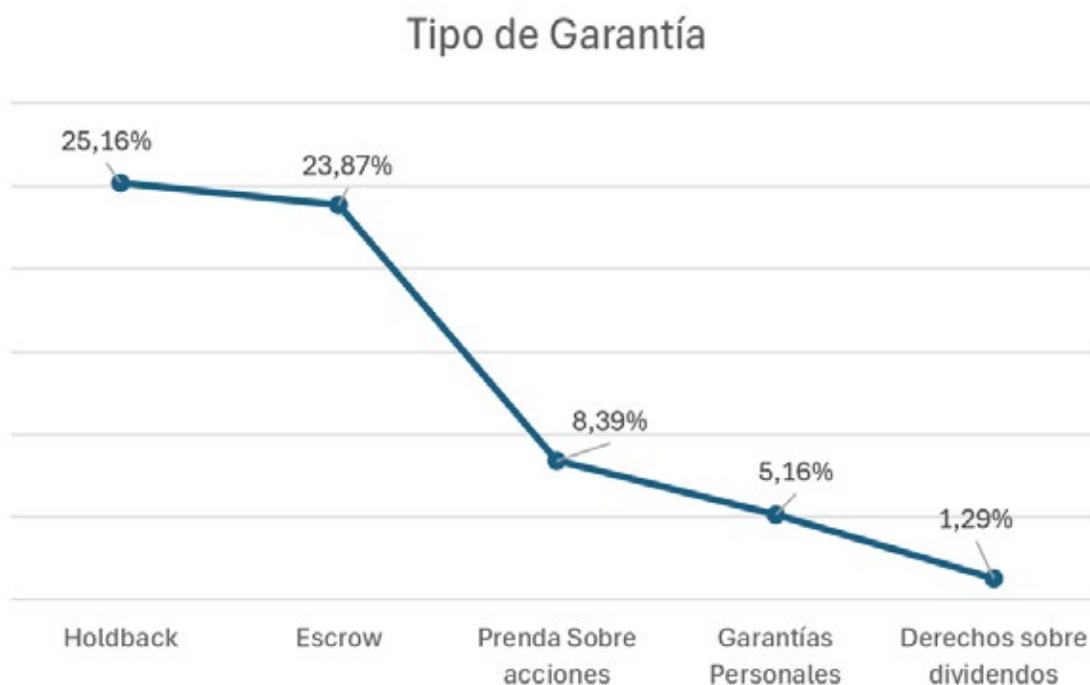
Otra discusión relevante en la práctica se presenta alrededor del otorgamiento de alguna garantía que, asegure el pago de la indemnidad establecida en el contrato. Señálese en este punto, que en el 58.06% de las operaciones se incluyó algún tipo de garantía.

Contrato incluye garantía



Fuente: elaboración propia

Sin embargo, no se evidenció alguna garantía preferida pues ninguna de ellas superó el 30%. En términos generales, se identificaron cinco tipos de garantías: el *Holdback* o retención del precio (25.16%), el *Escrow* (23.87%), la prenda sobre acciones (8.39%), las garantías personales (5.16%) y derechos sobre dividendos (1.29%). Entre ellas, sobresalen la retención del precio y el que estuvieron presentes en el 49.03% de los casos.

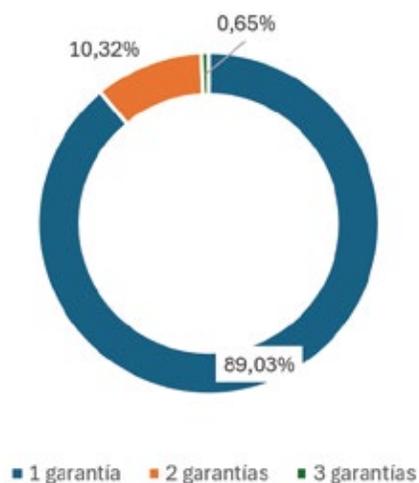


Fuente: elaboración propia

Mayoritariamente se optó por una única garantía; excepcionalmente, se pactaron dos o más garantías (10.97 % de los casos estudiados). Siendo menos habitual, la combinación de garantías resulta llamativa. En el 4.52% de los casos la retención del precio estuvo acompañada de un *Escrow* (o un *Escrow* acompañado de un *Holdback*), en el 2,58% el *Holdback* se complementó con una prenda sobre acciones, en el 1,94% la retención de precio se emparejó con una garantía personal y en el 1,29% el *Holdback* estuvo acompañada de derechos sobre dividendos⁵. Finalmente, en el 0.65% de los casos se pactaron tres garantías (*Escrow*, *Holdback* y una garantía personal).

5. Derechos sobre dividendos solo se pactaron de forma complementaria.

Número de garantías otorgadas



Fuente: elaboración propia

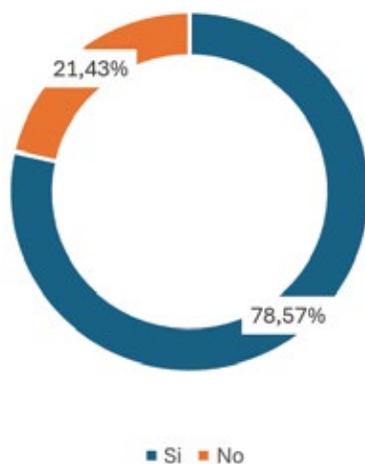
En el próximo estudio se profundizará en los porcentajes o rangos pactados para determinar el *Escrow* y el *Holdback*.

3.2.5 Cláusula MAC/MAE

3.2.5.1 Cláusula MAC/MAE OUT

La firma y cierre de la operación, como se ha visto, no suelen coincidir en el tiempo. En este escenario, el comprador se enfrenta a una disyuntiva pues con la firma se convierte en titular desde una perspectiva económica, pero el vendedor, formalmente, sigue siendo el titular. La Cláusula MAC/MAE OUT opera como un instrumento distributivo del riesgo e incentiva que el vendedor realice las inversiones requeridas para mantener el valor de la compañía durante el período interino.

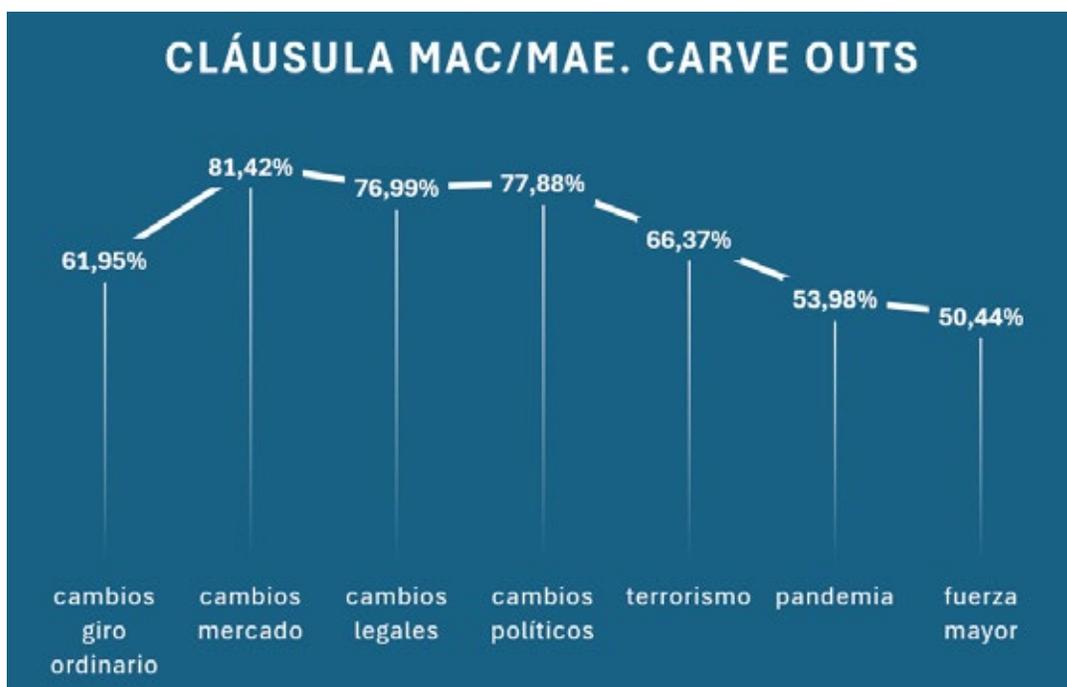
Cláusula MAC/MAE



Fuente: elaboración propia

La muestra pone de presente su recepción en la práctica colombiana, habiendo sido incluida en el 78% de las operaciones analizadas. En este punto conviene señalar que el tipo de modelo firma y cierre puede incidir en la inclusión o no de la cláusula en cuestión. En efecto, la cláusula se incluyó en el 58% de las operaciones donde se acordó firma y cierre simultáneo. En el caso de firma y cierre diferido el porcentaje sube al 84%.

En todo caso, su inclusión en casos de firma y cierre simultáneo resulta contraintuitivo y convendría profundizar al respecto. Una posible explicación sería que se pacta como condición resolutoria, no suspensiva (no es condición precedente o de cierre). Una segunda explicación es que se incluye para regular el estándar de materialidad de las declaraciones y garantías.



Fuente: elaboración propia

Ahora bien, el vendedor desea limitar su exposición a través de excepciones (carve outs) a la Cláusula MAC/MAE. Siguiendo la distribución esperada, los riesgos exógenos suelen quedar en cabeza del comprador. Los cambios de mercado, por ejemplo, fue exceptuado en el 81% de las operaciones. Los cambios políticos y legales se excluyeron 78% y 77% respectivamente y el terrorismo se exceptuó en el 66%.

La Covid 19 parece haber influido en la redacción de los carve outs pues las pandemias como supuesto independiente fueron excluidas en el 54% de los casos. Un poco más difuso resulta la asignación de la fuerza mayor teniendo en cuenta que solo fue excluida en el 50% de los casos

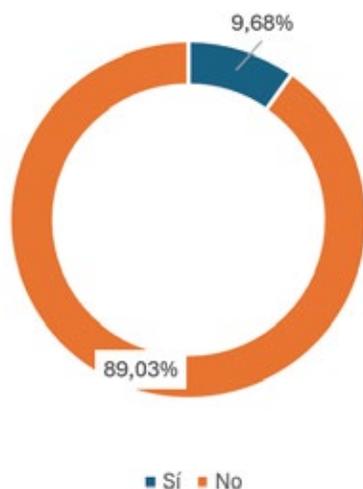
Llama la atención los cambios en el giro ordinario se hubiera exceptuado en el 62% de las operaciones pues dada su naturaleza intrínseca a la gestión debería ser asumido por el vendedor⁶. En próximos informes se volverá a analizar su comportamiento.

3.2.5.2 *Breakup Fees* o Pagos por Terminación

El comprador encuentra en los *Break Up fees* o pagos por terminación una alternativa para retirarse de la operación sin tener que entrar a discutir la ocurrencia o no de un evento MAC/MAE. Le bastará pagar el precio establecido en la cláusula⁷.

También puede ser un instrumento idóneo para distribuir riesgos de la operación relacionados con mejor oferta de tercero, oposición de autoridad competente o falta de financiación, entre otros.

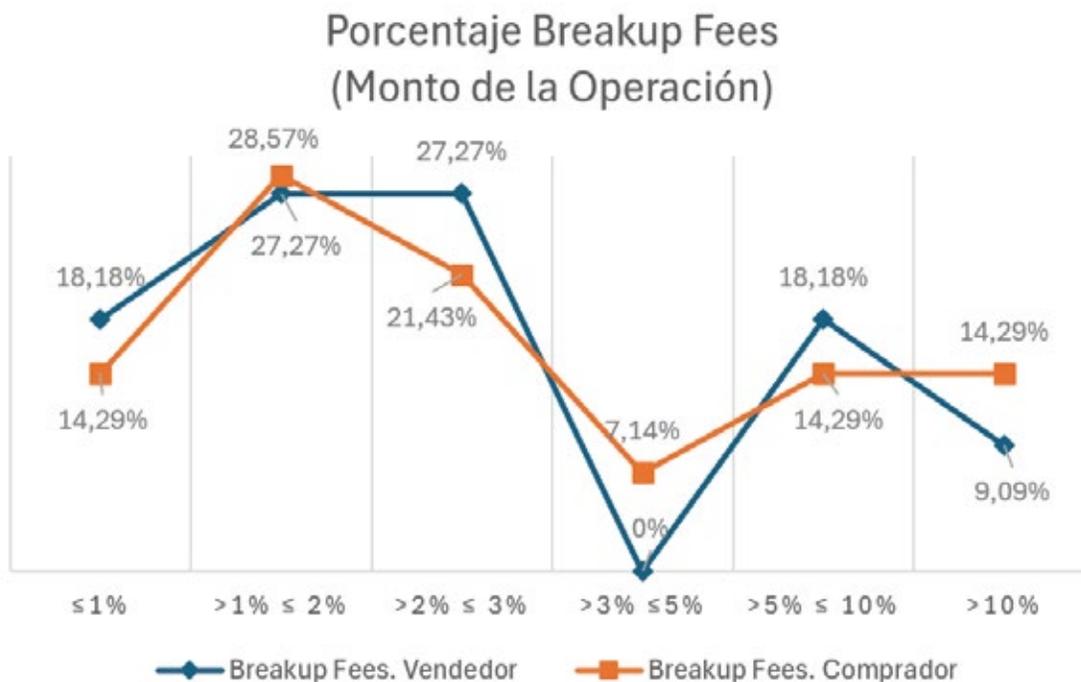
Pagos por Terminación (*Breakup Fees*)



Fuente: elaboración propia

Sin embargo, su uso en la práctica colombiana es excepcional pues solo se pactó en el 10% de los casos. En todo caso, se continuará analizando en los próximos informes en aras de determinar si su uso se profundiza o si por el contrario se mantiene infrecuente.

6. En la MAC Survey de 2023, realizada por Nixon Peabody, los carve outs relacionados con cambios en el giro ordinario fueron inusuales. La reducción de clientes o de ingresos, por ejemplo, se exceptuó en el 2% de los casos y los efectos adversos causados por la reducción de ingresos estacionales en el 6%. Comparado con el informe de 2020 se constata una tendencia a la baja pues la primera hipótesis, en ese momento, se exceptuó en el 23% de las operaciones y la segunda solo en el 1%. Disponible: en <https://www.nixonpeabody.com/insights/alerts/2023/05/18/nixon-peabody-19th-mac-survey> y <https://www.nixonpeabody.com/insights/articles/2021/01/14/nixon-peabody-2020-mac-survey>
7. Choi, Albert, y George G. Triantis. «Strategic Vagueness in Contract Design: The case of Corporate Acquisitions». *The Yale Law Journal* 119 (2010): 848-924, p. 876.



Fuente: elaboración propia

En todo caso, se analizaron los resultados en aquellas operaciones donde se pactaron pagos por terminación. En el 93% de los casos se establecieron *reverse Breakup fees* (comprador), mientras que el vendedor (*Breakup fees*) los asumió en el 73% de las operaciones. En este sentido, podría señalarse de forma preliminar que estos pagos son tratados de forma simétrica, esto es, las dos partes tienden a asumirlos y se suele establecer el mismo porcentaje para las dos partes. En los próximos informes se indagará por las causales que dan lugar al pago.

El monto del pago suele establecerse con base en un porcentaje de la operación, pero la dispersión de los resultados no permite establecer un parámetro claro. No obstante, se evidencia cierta preferencia por el rango de entre 1 y 3%. En efecto, el 55% de los pagos asumidos por el vendedor y el 64% en los pagos asumidos por el comprador se ubicaron en este rango.

Los pagos por terminación en el caso de OPAs están muy por encima de este rango (se pactó un *break up fee* mayor al 10%). No se dispone de información concluyente, pero la postura asumida por la Superintendencia Financiera en 2018 (aceptó pago por terminación del 14%) podría servir de criterio orientador⁸. En próximos informes se analizará su comportamiento.

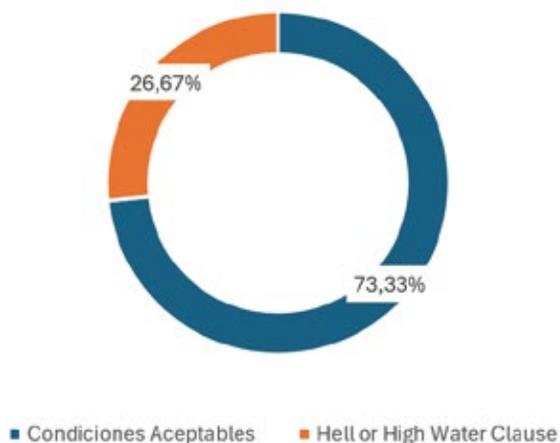
8. Carreño Mendoza, Sergio. "Breakup fees o pagos por terminación en las ofertas públicas de adquisición (OPA): ¿por qué no los asume la compañía objetivo?" *Revista de Derecho Privado* 44 (2023): 275-309, p. 296.

3.2.6 Integraciones empresariales y competencia

Una operación puede frustrarse por la oposición de autoridad competente o la imposición de condicionamientos que pongan en entredicho la conveniencia de la operación. Conforme se complejizan las operaciones, el riesgo regulatorio toma mayor relevancia por sus implicaciones, por ello, se analizó la forma en que las partes gestionan este riesgo.

En concreto se analizó la inclusión del estándar que debería seguirse cuando la autoridad aprueba la operación con condicionamientos⁹. En el 60% de los casos no se reguló la cuestión. Una posible explicación sería que no se identificaron riesgos significativos en materia de competencia lo que hizo innecesaria su regulación; también podría pensarse que las partes optaron por no regularlo y el riesgo, de forma implícita, fue asumido por el vendedor.

Antitrust. Estándar de Cierre



Fuente: elaboración propia

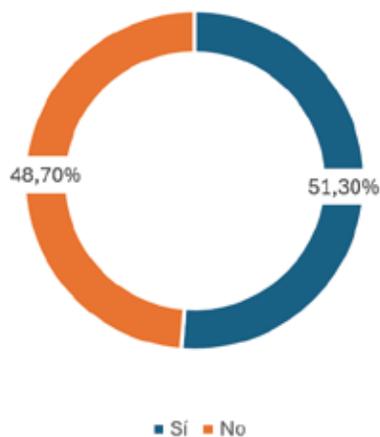
Por otra parte, cuando se reguló expresamente, las partes prefirieron el estándar de "condiciones aceptables" (73%) sobre el "Hell or High Water Clause" que resulta mucho más exigente. En este sentido, la decisión de proseguir o no con el cierre (con matices) estará en cabeza del comprador.

Por otro lado, se analizó la inclusión o no de cláusulas de no competencia. Al comprador le interesa que el vendedor no le compita pues conoce el negocio, el mercado y cuenta con el capital para desarrollar la actividad empresarial (se lo proporcionó el comprador), no obstante, el vendedor quiere mantener abiertas sus posibilidades para invertir.

9. En el período comprendido entre el 2000 y 2020 se presentaron 2281 solicitudes ante la Superintendencia de Industria y Comercio. De estas, 63 (3%) de las operaciones se aprobaron con condicionamientos y 11 (0.5%) fueron objetadas. Con el paso del tiempo, se han venido incrementando los condicionamientos. Carreño Mendoza, Sergio. Acuerdos de intenciones y gestión de la incertidumbre en las adquisiciones de empresa. Bogotá: Universidad de los Andes, 2022, p.199

La muestra no ofrece un resultado concluyente pues la cláusula se incluyó en el 51% de los casos, pero se omitió en el 49%. Con otras palabras, los resultados muestran una leve preferencia a establecer la no competencia, pero la alternativa sigue siendo usual a tal punto que podría decirse que están repartidas por mitades.

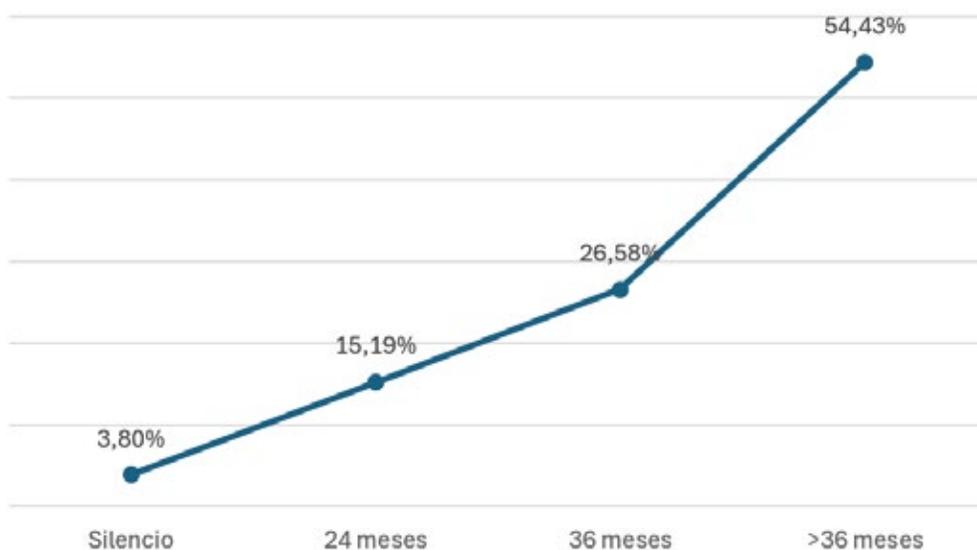
Cláusula de No Competencia



Fuente: elaboración propia

El pacto de no competencia podría tener efectos nocivos en términos de competencia porque por vía contractual se prohíbe la participación de un actor en el mercado. Menor competencia podría afectar a los consumidores. Sin embargo, estas cláusulas no son ilícitas per se y para su valoración se tendrá en cuenta el plazo, el mercado relevante, las barreras de entrada, entre otros.

Cláusula de No Competencia. Plazo



Fuente: elaboración propia

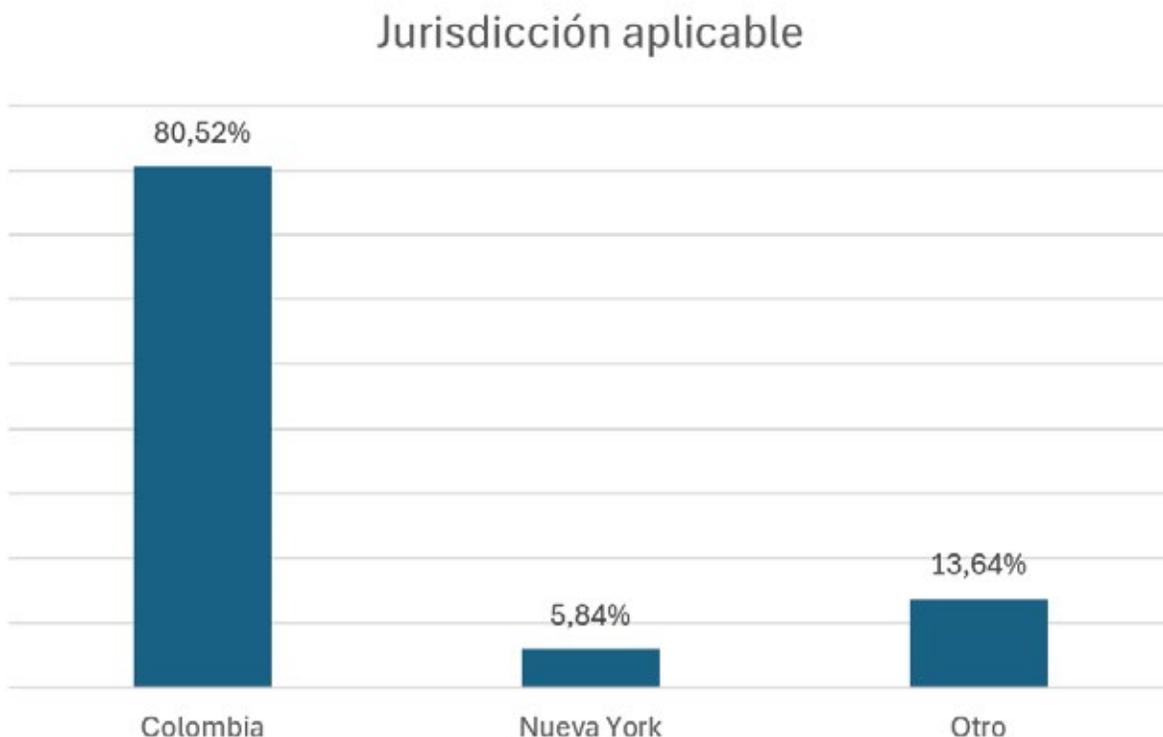
El estudio centró su atención en el plazo acordado que, en todo caso, fue de mínimo de 24 meses. En el 54% de las operaciones se estableció un término mayor a 36 meses; convendría profundizar en ello en los próximos informes. En el 27% de los casos se pactó un plazo de 36 meses. Con otras palabras, cuatro de cada cinco operaciones (81%) incluyeron un término igual o superior a 36 meses.

Por otra parte, en el 15% de los casos se pactó un término de 24 meses y en el 4% restante se guardó silencio sobre el término de la no competencia.

3.2.7 Resolución de controversias

La determinación de la jurisdicción aplicable y el foro de resolución de controversias también ocupa la atención de las partes. Al respecto, se pueden extraer dos conclusiones: (i) Colombia se escoge como jurisdicción aplicable; y, (ii) se prefiere el arbitraje como foro para la resolución de controversias.

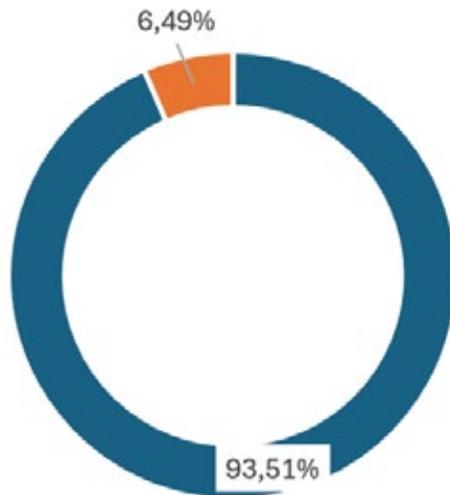
En efecto, en el 80% de los casos se estableció que Colombia sería la jurisdicción aplicable. Nueva York fue seleccionado en el 6% de las operaciones. Con todo, conviene resaltar que la opción "otro" fue escogida en el 14% de los casos. En el próximo informe se procurará la identificación las jurisdicciones relevantes que no se incluyeron en la muestra.



Fuente: elaboración propia

El foro de resolución, por su parte, presentó el mayor consenso en la muestra pues en el 94% de las operaciones se pactó una cláusula compromisoria.

Cláusula Compromisoria



■ Sí ■ No

Fuente: elaboración propia



SOBRE LOS AUTORES

Sergio Carreño Mendoza:

Doctor en Derecho de la Universitat Pompeu Fabra. Abogado de la Universidad Externado de Colombia y magíster en Derecho de la Responsabilidad de la misma universidad. En la actualidad se desempeña como profesor asistente en la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes; también es director del Semillero de Fusiones y Adquisiciones de la misma Universidad. Recientemente publicó dos libros titulados "Acuerdos de intenciones y gestión de la incertidumbre en adquisiciones de empresa" y "Fusiones y Adquisiciones. Asimetría informativa y gestión de la incertidumbre".

Correo electrónico: s.carrenom@uniandes.edu.co

Santiago Archila Correa:

Estudiante de último semestre de Derecho con opción en Economía en la Universidad de los Andes. Ha enfocado su formación y experiencia en el estudio de las fusiones y adquisiciones, así como en las implicaciones y efectos tributarios de las operaciones de M&A. Actualmente se desempeña como co-manager del Semillero de Fusiones y Adquisiciones de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes y como paralegal en el área de derecho tributario en Martínez Quintero Mendoza González Laguado y De la Rosa.

Correo electrónico: s.archilac@uniandes.edu.co



Facultad
de Derecho

**Semillero de Investigación
Fusiones Y Adquisiciones**