

LA CLÁUSULA DEL CAMBIO MATERIAL ADVERSO

MARCELA ISABEL ECHAVARRÍA LÓPEZ

Tesis de grado para optar al título de Abogada

Directora: Marcela Palacio Botero

MEDELLÍN

2021

Agradecimientos

Quiero agradecer a la profesora Marcela Palacio Botero por sus valiosos aportes, acompañamiento, toda su ayuda para lograr el desarrollo de este trabajo.

Resumen

La Cláusula del cambio material adverso es utilizada en los contratos de adquisición de empresas con el propósito de que las partes pacten fórmulas que permitan dar al adquirente la posibilidad de terminar o resolver el contrato de manera unilateral sin incurrir en incumplimiento contractual. Esta Cláusula se ha desarrollado en los países del *common law*: en Estados Unidos, a través de jurisprudencia, especialmente de la Corte de Delaware, en procesos que buscan resolver los conflictos cuando el adquirente alega la existencia de un cambio material adverso, para acabar con el contrato. De estas sentencias se tomarán los elementos esenciales para entender el concepto y los efectos jurídicos y a partir de esto, estudiar la posibilidad de usar y aplicar la Cláusula y el concepto de cambio material adverso en Colombia.

The Material Adverse Clause is used in mergers and acquisitions with the intent to allow the parties to determine the acquirer's possibility to terminate the contract without incurring in breach of contract. This Clause has had its main development in The United States, especially through jurisprudence of the Delaware Court, that seek to resolve conflicts when an acquirer alleges the existence of a material adverse change in order to terminate the contract. From these, the essential elements will be taken into account in order to understand the concept and legal effects, and from here on, analyze the possibility of using it and applying the Clause and concept of the material adverse change in Colombia.

Tabla de contenido

Resumen	3
Introducción	6
Parte 1. La Cláusula del cambio material adverso desde la perspectiva de la jurisprudencia de Estados Unidos	10
Capítulo 1. Jurisprudencia de los Estados Unidos sobre la cláusula del cambio material adverso... 10	
Pittsburgh Coke & Chemical Company, Plaintiff vs. Louis J. Bollo, Defendant.....	11
IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc. And Lasso Acquisition Corporation, 2001	12
Frontier Oil Corporation, A Wyoming Corporation, Plaintiff, vs. Holly Corporation, A Delaware Corporation, Defendant. – . Holly Corporation, A Delaware Corporation, Plaintiff, vs. Frontier Oil Corporation, A Wyoming Corporation, Defendant.	15
Genesco, Inc., Plaintiff, vs. The Finish Line, Inc. and Headwind, Inc., Defendants, vs. UBS Securities Llc And UBS Loan Finance Llc, Defendants.	19
Akorn, Inc., Plaintiff and Counterclaim Defendant, vs. Fresenius Kabi AG, Quercus Acquisitions, Inc., and Fresenius SE & CO. KGAA, Defendants and Counterclaim Plaintiffs	23
Capítulo 2. Asuntos esenciales a resaltar de la Cláusula	32
Sobre la redacción de cláusulas que se refieren a efectos materiales adversos	32
La carga de la prueba	36
Interpretación de la Cláusula	37
Parte 2. La Cláusula del cambio material adverso desde la perspectiva de la regulación colombiana	42
Capítulo 1. Concepto de empresa	42
Capítulo 2. Elementos de la teoría general del derecho que son útiles para el estudio de la aplicación de la Cláusula del cambio material adverso en Colombia.....	47
Cuestiones preliminares sobre el contrato que se deben resaltar	47
Capítulo 3. Aplicación de la Cláusula del cambio material adverso en los contratos de adquisición de empresas en Colombia	64
Caso 1. Se representa y garantiza que hasta el momento de la celebración y al momento de la ejecución la empresa no ha sufrido un cambio que genere o se espere de manera razonable que haya generado un efecto material adverso	65
Caso 2. Cuando el incumplimiento de una representación y garantía, que en sí misma no se refiera a un evento material adverso, lo será en la medida en que constituya o se espera de manera razonable que constituya un cambio material adverso	66
Caso 3. Cuando el cambio material adverso es condición para el cierre de la transacción	67
Capítulo 4. Estudio de las herramientas jurídicas que tiene el adquirente en ausencia de pacto sobre el cambio material adverso en un contrato de adquisición de empresas	72
El cambio material adverso es previo a la celebración del contrato	72
El cambio material adverso es posterior a la celebración del contrato y previo a la ejecución de las obligaciones	76
El cambio material adverso no es imputable al enajenante	82

Conclusiones.....	89
Anexos.....	92
Anexo 1. Formas de tomar control sobre una empresa.....	92
Enajenación de acciones y cuotas.....	92
Enajenación del establecimiento de comercio.....	100
Enajenación global de activos.....	103
Fiducias.....	104
Uniones temporales o joint venture.....	106
Escisión.....	107
Bibliografía.....	110

Introducción

Las adquisiciones de empresas son transacciones de gran valor económico en el mundo actual, y hacen parte de las operaciones diarias en el mundo de los negocios. Para la toma de control de una empresa existen diferentes figuras contractuales. Esto lleva a que las negociaciones sean altamente complejas e impliquen un período de tiempo en el que las partes adelantan unas conversaciones preliminares hasta llegar a la celebración del contrato seguido de una etapa en la que las partes deben obtener los permisos necesarios y cumplir con ciertos requisitos antes del cierre o ejecución de las obligaciones contractuales.

Quienes negocian estos contratos suelen estar conformadas por grupos de abogados, consultores, inversionistas, asesores financieros y economistas que realizan un estudio de todas las condiciones de la empresa sobre la que se pretende tomar control, y por ende, es esencial entender que adquirentes y enajenantes poseen una alta capacidad de negociación sin que esto implique una posición dominante o de vulnerabilidad entre los negociantes. No obstante, existen dos situaciones en las que se puede decir que el enajenante tiene una situación de privilegio.

La primera de ellas es durante las conversaciones preliminares, por cuanto el enajenante es el titular de la información de la empresa y de él depende la cantidad y la calidad de la información a la que tiene acceso la parte interesada en adquirir la empresa. La segunda ocurre después de la celebración del contrato, antes de la ejecución de las obligaciones, y durante esta fase, el enajenante sigue teniendo el control sobre la empresa.

Mientras transcurren estos períodos de tiempo la empresa (que es dinámica y cambiante por naturaleza) sobre la cual el adquirente busca tomar control, se puede ver afectada por muchos motivos, incluso hasta el punto de que el adquirente pierde interés sobre esta. Es por ello por lo que, en este trabajo, se busca estudiar el caso en el que, durante la celebración de un contrato, el adquirente se da cuenta de que la empresa ha sufrido un cambio material y quiere dar por terminado el contrato.

Atendiendo a la idea de que la empresa no es objeto de tráfico jurídico y que la mayoría de las figuras contractuales dependen del objeto del contrato, las partes han buscado fórmulas para que el adquirente pueda resolver el contrato de manera unilateral, por medio de lo que se denomina

Cláusula del cambio material adverso. La cual ha tenido su mayor desarrollo en el derecho anglosajón, en especial en Estados Unidos, en la Corte de Delaware.

A pesar de que esta es una de las cláusulas que implican un mayor nivel de negociación, las partes suelen pactarla de manera difusa, con el nombre de la cláusula sin que haya claridad acerca de qué se entiende por “cambio material adverso”; y cuando surge un conflicto entre las partes, es el juez competente el encargado de determinar la existencia del cambio material adverso.

Con base en la forma en que las partes se han limitado a pactar la Cláusula, la Corte de Delaware al analizar los casos hace especial énfasis en la autonomía de la voluntad, y por consiguiente, a la hora de entrar a tomar una decisión sobre la existencia de un cambio material adverso, debe realizar un análisis sobre quiénes son las partes, sus intenciones a la hora de celebrar el contrato, las manifestaciones hechas en las conversaciones preliminares, lo que pactan en el contrato, el sentido que le dan las partes a las palabras, de modo que la verdadera voluntad de las partes sea la determinante del contenido del contrato. Por lo tanto, la forma de estudiar la Cláusula es por medio de las diversas decisiones que han tomado los jueces en algunos estados de EE. UU.

En Colombia, esta Cláusula no está expresamente regulada en la legislación, y los contratos de adquisición de empresas suelen ser confidenciales; en consecuencia, no existen fuentes legales o jurisprudenciales suficientes que permitan desarrollar el estudio de la Cláusula, bajo nuestro conocimiento.

Por lo tanto, para poder entender las implicaciones jurídicas de la Cláusula del concepto del cambio material adverso, este trabajo parte de una investigación de la jurisprudencia estadounidense con el fin de exponer las conclusiones a las que esta ha llegado y, desde allí, estudiar las herramientas jurídicas colombianas que las partes pueden usar a la hora de pactar la Cláusula del cambio material adverso o hacer uso de su concepto.

El primer elemento conceptual que se debe delimitar para hacer el estudio del cambio material adverso en Colombia es la definición de empresa. La empresa está definida en Colombia como una actividad económica y esto implica que no puede ser objeto de tráfico jurídico, y por ende su negociación debe efectuarse por medio de otras figuras jurídicas que permiten tomar control sobre esta.

El objeto es un requisito de validez de los contratos en Colombia, y las figuras contractuales giran alrededor de su protección. De este modo, en principio las figuras jurídicas contractuales no protegen a la empresa como objeto de la negociación, por cuanto no puede ser objeto de tráfico jurídico, por esto, las partes se van a ver en la necesidad de hacer uso de diversas figuras jurídicas con las cuales logren que la ley proteja a la empresa como interés legítimo del adquirente en la celebración del contrato, y es a partir de esta situación, que se plantea la forma en que el adquirente puede protegerse de un efecto material adverso antes y después de la celebración del contrato.

Con este trabajo se pretenden analizar las formas en que las partes pueden pactar la Cláusula del cambio material adverso en el contrato y los efectos jurídicos que se desprenden de esto. Asimismo, resulta de importancia estudiar el caso en el que una empresa sufre un cambio material adverso sin que las partes hayan pactado la Cláusula y los instrumentos con los que cuenta el adquirente para proteger su interés en la adquisición de la empresa.

A pesar de que la empresa en Colombia no es objeto de tráfico jurídico, las partes pueden hacer uso de dichos instrumentos jurídicos para proteger su interés en la empresa, y por ende pueden pactar la Cláusula del cambio material adverso como una manera de regular entre ellos las causales de terminación del contrato, con base en el principio de la autonomía de la voluntad.

Así mismo, cuando las partes manifiestan que el interés legítimo que tienen en el contrato es la empresa *per se*, entonces pueden hacer uso de las diferentes figuras contractuales desde la celebración del contrato y relacionadas con el incumplimiento contractual o la imposibilidad de ejecución de las obligaciones, para proponer una salida legítima del contrato.

El trabajo está estructurado de la siguiente forma. En la primera parte se hace un análisis de la jurisprudencia estadounidense, haciendo énfasis en la Corte de Delaware, y luego se proponen los aspectos esenciales relacionados con la Cláusula y el concepto de cambio material adverso que van a ser determinantes para el estudio de su uso y aplicación en Colombia.

En la segunda parte se propone delimitar el concepto de empresa y el por qué esta no puede ser entendida como objeto de tráfico jurídico. A continuación, se exponen los elementos que rodean el contrato y que van a ser esenciales para el estudio de la Cláusula.

Por último, con estos instrumentos planteados, se determina la posibilidad que tienen las partes para pactar la Cláusula y los efectos jurídicos que se desprenden de su consagración en el contrato. Posteriormente se proponen las herramientas que tiene el adquirente cuando la empresa sufre un cambio material adverso y la Cláusula no fue pactada en el contrato, para concluir con la posibilidad del adquirente de dar por terminado el contrato o renegociar las condiciones o el precio.

Parte 1. La Cláusula del cambio material adverso desde la perspectiva de la jurisprudencia de Estados Unidos

Capítulo 1. Jurisprudencia de los Estados Unidos sobre la cláusula del cambio material adverso

La Cláusula del cambio material adverso es una de las cláusulas más negociadas en los contratos de adquisiciones de empresas. Esta cláusula surge del hecho de que entre la celebración del contrato y la ejecución de las obligaciones se da un periodo en el que las partes realizan diligencias, como obtener permiso de los accionistas, de los acreedores, del Gobierno o cumplir con ciertas cargas relacionadas con el contrato.

Dicho tiempo implica la posibilidad de que el funcionamiento o las condiciones financieras de la empresa se deterioren. Son muchas las circunstancias que pueden disminuir el valor de la empresa, como decisiones internas, cambios en la industria, en el mercado, en la legislación aplicable, en la economía, a nivel político, etc. Sin embargo, aunque el interés del comprador es recibir la empresa en las condiciones en que la negoció, y bajo el principio de que el contrato es ley para las partes seguirá obligado a pagarla y a recibirla aunque no sea la misma.

Los altos estándares que tienen que cumplirse para que el adquirente pueda dar por terminado el contrato originó la necesidad de crear una cláusula que le permitiera a las partes pactar sus propias reglas. Esto llevó a la creación de la *Material Adverse Clause* o el *Material Adverse Effect* que son utilizados como sinónimos¹ que le permite al adquirente terminar, de manera unilateral y sin incurrir en incumplimiento contractual, el contrato o renegociar los términos y el precio pactados (Schwartz, 2010, p. 819).

El mayor desarrollo teórico sobre la cláusula de ha dado en países del *common law* y principalmente vía jurisprudencial, por lo que se van a estudiar diferentes casos en los que se ha alegado la existencia de un cambio material adverso, y exponer las consideraciones y argumentos que tuvieron las diferentes Cortes de Estados Unidos a la hora de resolverlos.

¹ Cambio material adverso y efecto material adverso son utilizados como sinónimos.

Pittsburgh Coke & Chemical Company, Plaintiff vs. Louis J. Bollo, Defendant

Pittsburgh Coke & Chemical Company (PCC) era una administradora de inversiones y Standard (el negocio de Louis J. Bollo) era un taller de reparación de partes de aviones que con el tiempo se convirtió en una distribuidora de productos de avión para las grandes aerolíneas. Standard era altamente dependiente de que los productores siguieran dispuestos a venderle los productos (PCC vs. Bollo, 1976, p. 911).

En 1968 PCC y Bollo decidieron llevar a cabo una transacción por medio de la cual PCC se haría titular del 80 % de las acciones de Standard, a un precio de 16 dólares por acción. En el contrato, en la sección de las declaraciones y garantías² (*Representations and Warranties*), párrafo 2(f),³ pactaron que, desde el 31 de diciembre de 1967, Standard no había sufrido un cambio material adverso,⁴ de acuerdo con el balance general más reciente (PCC vs. Bollo, 1976, p. 913).

Luego de la celebración del contrato, pero antes de la ejecución, una de las productoras más importantes de Bollo había decidido vender las partes de la nueva generación directamente a las aerolíneas. PCC alegó que esto era un cambio material adverso en el negocio o en las operaciones de Standard, y que, por ende, Bollo había incumplido las representaciones y garantías, y por tanto, el contrato debía darse por terminado (PCC vs. Bollo, 1976, p. 927).

The United States District Court E.D. New York consideró que los compradores deberían saber que los cambios tecnológicos y económicos, relacionados con una nueva generación de aviones, sin lugar a duda afecta el negocio de todos los que participan en dicha industria. Sin embargo,

² La Corte del Distrito de Nueva York aprovecha la sentencia para exponer la definición de las garantías bajo la ley de Nueva York, que son informarle a la contraparte la existencia de un hecho de la que puede tener certeza o de la que puede depender. Así, si una de estas garantías resulta siendo falsa, entonces el garante (el vendedor) será responsable por las pérdidas o daños causadas (PCC vs. Bollo , 1976, p. 928).

³ Las condiciones impuestas a la parte vendedora fueron (PCC vs. Bollo , 1976, p. 923): “(d) *The representations and warranties contained in Paragraph 2 of this agreement shall be true and correct as of the Closing Date, with the same force and effect as though they had been made at the closing date...*(e) ... *all such financial statements [of standard] have been prepared in accordance with generally accepted accounting principles applied on a consistent basis, throughout the periods involve.*(f) *Since December 31, 1967, there has been no material adverse change in the financial condition or in the business or operation of Standard*”.

⁴ La cláusula indicaba “*Since December 31, 1967, there has been no material adverse change in the financial condition of the company as evidenced by most recent balance sheet information except that, as you know, earnings in 1969 have been reduced due primarily to the investment in startup expenses of our Kansas City operation.*”

considerar estos elementos extrínsecos como un cambio material adverso no era razonable (PCC vs. Bollo, 1976, p. 930).

Las partes tenían la esperanza de que ser distribuidores de la nueva generación de aviones aumentara el valor de Standard. Sin embargo, esto era un negocio que aún no existía. La decisión de la productora de negociar la nueva generación de aviones directamente con las aerolíneas solo representó para Standard la pérdida de una expectativa. Esto no destruyó la empresa que había comprado, sino las expectativas de lo que podría llegar a ser. La Corte desestimó las pretensiones de PCC de terminar el contrato (PCC vs. Bollo, 1976, p. 930).

IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc. And Lasso Acquisition Corporation, 2001

Tyson Foods, Inc. era la mayor distribuidora de pollo en Estados Unidos, e IBP la mayor distribuidora de carne de res y de cerdo. Tyson Foods en el año 2000 inició un proceso de subasta por las acciones de IBP con el propósito de realizar una fusión y aprovechar las sinergias⁵ que podrían convertirla en la mayor distribuidora de carnes en el mundo (IBP Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001).

Durante este proceso, Tyson obtuvo información sobre problemas en las proyecciones de las utilidades de IBP y sobre la situación de fraude contable en una de las subsidiarias de IBP (DFG Foods). Esto no impidió que Tyson siguiera adelante con la subasta, y el primero de enero de 2001 se firmó el contrato de fusión, aprobado por los accionistas a finales de dicho mes (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001).

El primer trimestre del 2001, un fuerte invierno afectó las utilidades y el desempeño de ambas empresas e IBP fue sancionada por los problemas en la contabilidad de DFG Foods. Dada esta situación, Tyson decidió solicitar la terminación o rescisión⁶ del contrato ante la jurisdicción de

⁵ La consultora McKinsey & Co reportó que las sinergias podían traducirse en un aumento de valor de hasta \$250 millones de dólares (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001).

⁶ El 29 de marzo de 2001, Tyson envió una carta a IBP indicando que *“Tyson Foods ... will issue a press release today announcing discontinuation of the transactions contemplated by the Agreement and Plan of Merger dated as January 1, 2001 among IBP, inc (“IBP”) and Tyson (The “Merger Agreement”)... On December 29, 2000, the Friday before final competitive negotiations resulting in the Merger Agreement, your counsel received comments from the Securities and Exchange Commission (“SEC”) raising important issues concerning IBP’s financial statements and reports filed with the SEC. As you know, we learned of the undisclosed SEC comments on January 10, 2001. Ultimately, IBP restated its financials and filings to address the SEC’s issues*

Arkansas. El día siguiente IBP inició un proceso ante la Corte de Delaware para que Tyson Foods cumpliera el contrato. Ante esto, Tyson no se limitó a ofrecer una defensa afirmativa (*affirmative defense*)⁷ sino que también presentó una contrademanda y solicitó una indemnización⁸ (*affirmative claims*) (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 53).

Este caso lo llevaron ante la Corte de Delaware, pero la decisión fue con base en la ley de Nueva York. La discusión central fue si Tyson Foods tenía el derecho de dar por terminado o rescindir lo que aparentemente era un contrato válido y vinculante, por el incumplimiento de las representaciones y la omisión material de hechos en la negociación del proceso (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 53).

En primer lugar, la Corte analizó si los cargos relacionados con la subsidiaria eran un incumplimiento de las garantías.

En la Sección 5.10⁹ del contrato se indicó que, exceptuando lo pactado en las garantías financieras (*Warranted Financials*), no había más riesgos ni pasivos acumulados, contingentes, absolutos, determinantes, entre otros, que pudieran afectar a la empresa o a las subsidiarias. En la sección de las garantías financieras (*Warranted Financials*), se indicó que podría haber futuras

and correct earlier misstatements. Unfortunately, we relied on that misleading information in determining to enter into the Merger Agreement. In addition, the delays and restatements resulting from these matters have created numerous breaches by IBP of representations, warranties, covenants and agreements contained in the Merger Agreement which cannot be cured.

Consequently, whether intender or not, we believe Tyson Foods, Inc. was inappropriately induced to enter into the Merger agreement. Further, we believe IBP cannot perform under the Merger Agreement. Under these facts, Tyson has a right to rescind or terminate the Merger Agreement and to receive compensation from IBP. We have commenced legal action in Arkansas seeking such relief. We hope to resolve these matters outside litigation in an expeditious and business-like manner. However, our duties dictate that we preserve Tyson's rights and protect the interests of our shareholders.

If our belief is proven wrong and the Merger Agreement is not rescinded, this letter will serve as Tyson's notice, pursuant to sections 11.01(f) and 12.01 of the Merger Agreement, of termination."

⁷ Un "*affirmative defense*" se da cuando la parte demandada aporta pruebas a la discusión que lo liberan de una condena, así se demuestre que lo indicado por la parte demandada es cierto; por ejemplo, cuando en un caso penal se alega la legítima defensa, o en un caso civil se utiliza la purga de la mora o la prescripción de la obligación para eximirse de una condena, aunque se afirme que la parte incumplió con su obligación (Cornell Law School, s.f.).

⁸ Tyson solicitó que le pagaran \$66 millones de dólares, como sanción por la terminación del contrato, que él había pagado en nombre de IBP al Rawhide Group durante las negociaciones (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 52).

⁹ La sección 5.10 del contrato indica que "*Except as set forth in Schedule 5.11 [for the Warranted Financials], there are no liabilities of the Company or any Subsidiary of any kind whether accrued, contingent, absolute, determinable or otherwise...*" (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 56).

responsabilidades asociadas con los problemas contables de DFG Foods.¹⁰ En esta sección del contrato también se hizo énfasis en que IBP era susceptible a la volatilidad de la oferta de animales (*live-stock*) (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 56). Tyson alegó que la multa de DFG Foods no estaba incluida dentro de “las futuras responsabilidades”.

Como segundo argumento, Tyson alegó que la sanción por DFG Foods y la caída en el desempeño de IBP en el último periodo del año 2000 y el primero del año 2001, eran evidencia de un cambio material adverso. Sin embargo, esto no lo alegó desde el principio, sino que fue un argumento *post-hoc* (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, pp. 59-65).

IBP alega que lo mencionado en las garantías financieras (*Warrented Financials*) se entendía como una excepción a la Cláusula. En otras palabras, IBP entendía la Cláusula como cualquier evento que afectara el negocio o el resultado de sus operaciones, excepto lo relacionado con la susceptibilidad de IBP por los ciclos naturales del negocio o por las futuras responsabilidades por DFG Foods. Tyson Foods, por su parte, consideró que el impacto del clima en el ganado y la cría de cerdos, y por ende en el negocio y los resultados de IBP, eran suficientes para terminar el contrato (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 66).

La Cláusula pactada en el contrato¹¹ se definió como cualquier evento que afectara materialmente el negocio o el resultado de sus operaciones, sin que se incluyeran expresamente excepciones. La Corte se vio en la necesidad de analizar todo el contrato para entender la dimensión de la Cláusula (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 66).

La Corte consideró que la Cláusula no debía ser interpretada de manera aislada, que su contenido se ampliaba incluso con los anexos que permitían a Tyson Foods terminar el contrato conforme a un incumplimiento de las garantías, pero que a su vez existían otras cláusulas que limitaban su uso (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 66).

¹⁰ *Schedule 5.11 itself states that in addition to what was disclose in the Warranted Financials, there may be further liabilities (in addition to IBP’s restatement of earnings in its 3rd Quarter 2000) associated with certain improper accounting practices an DFG Foods.*

¹¹ La cláusula pactada en el contrato decía ““any event, occurrence or development of a state of circumstance or facts which has had or reasonably could be expected to have a Material Adverse Effect... on the condition (finance or otherwise), business, assets, liabilities or results of operations of [IBP] and [its] subsidiaries taken as whole...””.

La primera dificultad que encuentra la Corte en el estudio de la Cláusula es la ambigüedad en el tiempo y resolvió que hace referencia a cualquier efecto material adverso que le haya sucedido a IBP desde el 25 de diciembre de 1999, fecha del último balance general presentado. Así, la Corte estudió los Estados Financieros de los años 1995 a 1999 y concluyó que IBP era una empresa con rentabilidad constante, pero con un EBIT y unos márgenes netos volátiles; y que la volatilidad fue señalada en las garantías financieras (*Warranted Financials*) (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 67).

Consideró la Corte que el análisis de la caída del último periodo de IBP debía estudiarse en el contexto del negocio. Define que mientras para un especulador a corto plazo, el no cumplir con las utilidades proyectadas para un trimestre puede ser altamente material (p. 69), cuando se trata de una estrategia de inversión a largo plazo, lo que va a ser importante es que la empresa haya sufrido un cambio material adverso en su negocio o en el resultado de las operaciones que afecte la capacidad para generar utilidades sobre un periodo razonable de tiempo, que debe ser preferiblemente en términos de años y no de meses (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 67). Siendo así, la Corte señaló que, aunque IBP no estaba funcionando de acuerdo con las expectativas, el negocio parecía seguir en capacidad de generar resultados de la operación de conformidad con su desempeño histórico (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 67).

Por lo anteriormente señalado, la Corte de Delaware concluyó que Tyson no logró demostrar que IBP había sufrido un cambio material adverso y la pretensión de IBP de que Tyson cumpliera la prestación pactada prosperó (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 84).

Dado el extensivo desarrollo que hizo la Corte en esta sentencia, ha sido utilizada hasta el día de hoy como referente al analizar otros casos como *Akorn vs. Fresenius*, que se expondrá más adelante.

Frontier Oil Corporation, A Wyoming Corporation, Plaintiff, vs. Holly Corporation, A Delaware Corporation, Defendant. – . Holly Corporation, A Delaware Corporation, Plaintiff, vs. Frontier Oil Corporation, A Wyoming Corporation, Defendant.

Frontier Oil Corporation (Frontier) y Holly Corporation (Holly) eran petroleras en proceso de fusión. Frontier Oil Corporation era antes llamado Wainoco Oil Corporation.

Durante marzo del 2003, las partes se enteraron de un artículo de la activista Erin Brockovich¹² por medio de la cual se señalaba que los estudiantes del *Beverly Hills High School* estaban siendo diagnosticados con cánceres¹³ atribuibles a la exposición de tóxicos en el ambiente. Al lado de este colegio había unas obras relacionadas con la producción de petróleo realizadas por Wainoco Oil & Gas Company (Wainoco), una subsidiaria de Frontier (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 5).

Dadas las preocupaciones que esto implicó para Holly, Frontier le indicó que por ser Wainoco una subsidiaria, y por la forma en la que Frontier manejaba las subsidiarias, cualquier responsabilidad derivada de una condena a Wainoco no implicaría problemas para Frontier (la matriz) (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 7).

Dadas las posibilidades de una demanda, y de una condena, Holly buscó protegerse a través de fortalecer lo pactado en las representaciones y garantías y en definición del Efecto Material Adverso (definido textualmente como “efecto material adverso”) además de estudiar el impacto de un litigio (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 9).

Durante la debida diligencia, aunque Holly se percató de que en las acciones colectivas no hay límite en la cantidad de demandantes que pudieran reclamar daños personales, decidió continuar con la fusión, pues concluyó que, de acuerdo con los estándares de prueba que exigían las cortes de California (jurisdicción competente en el caso), era probable que los posibles demandantes no cumplieran con el estándar probatorio exigido (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 16).

¹² Erin Brockovich ya era conocida por la película que lleva su nombre, protagonizada por Julia Roberts, en la que se cuenta la historia de la famosa y exitosa demanda contra PG&E. Se rumoraba que la misma firma que apoyó a Brockovich en el caso de la película, sería la que la apoyaría en esta demanda (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 14).

¹³ Erin Brockovich estaba preparando una demanda en nombre de al menos 20 estudiantes y hasta 170 egresados, empleados, profesores y padres de familia, que habían sido diagnosticados con uno de tres tipos de cáncer: Hodgkin’s disease, non-Hodgkin lymphoma y cáncer de tiroides. Luego de un estudio realizado por especialistas se demostró que en el área había altos niveles de tóxicos relacionados con la industria del petróleo (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, pp. 12-13).

Con fundamento en lo anterior, incluyeron en las representaciones y garantías¹⁴ que si la amenaza de la demanda “generaba” o era “razonable que se espere que generara” un efecto material adverso,¹⁵ Holly podía salirse del contrato (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 19).

Posterior a la celebración del contrato, el 9 de junio de 2003, comenzó el proceso de Erin Brockovich contra Wainoco y Frontier; en ese momento se dieron cuenta de que Frontier no podía exonerarse de la responsabilidad alegando que ellos eran personas jurídicas diferentes (*corporate separateness*) porque habían garantizado las obligaciones de la subsidiaria: el primero de julio de 2003, se encontraron documentos¹⁶ por medio de los cuales Frontier garantizaba las obligaciones de Wainoco Oil & Gas Company (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, pp. 32-35).

Holly estimó los costos de la defensa y consideraron que estos solos, sin estimar la condena, podrían estar en un rango de entre 40 y 50 millones de dólares. Con base en esta situación, el 9 de julio de 2003, Holly le ofreció a Frontier tres opciones: renegociar el contrato, terminarlo por mutuo acuerdo o declarar la demanda de Beverly Hills como un Efecto Material Adverso. Aunque

¹⁴ Section 7.3 Termination by Holly. *At any time prior to the Effective Time, this Agreement may be terminated by Holly, by action of its board, if: (a) (i) there has been a breach by Frontier of any representation, warranty, covenant or agreement set forth in this agreement or if any representation or warranty of Frontier shall have become untrue, in either case such that the conditions set forth in section 6.2(a) would not be satisfied and (ii) such breach is not curable, or, if curable, is not cured within 30 days after written notice of such breach is given to Frontier by Holly; provided however, that the right to terminate this Agreement pursuant to this Section 7.3(a) shall not be available to Holly if it, at such time, is in material breach of any representation, warranty, covenant or agreement set forth in the Agreement such that the conditions set forth in section 6.3(a) shall not be satisfied. (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 19).*

¹⁵ Section 8.9(d) “Material Adverse Effect” with respect to Holly or Frontier shall mean a material adverse effect with respect to (A) the business, assets and liabilities (taken together), results of operation condition (financial or otherwise) or prospects of a party and its Subsidiaries on a consolidated basis or (B) the ability of the party to consummate the transactions contemplated by this Agreement or fulfill the conditions to closing set forth in Article 6, except to the extent (in the case of either clause (A) or clause (B) above) that such adverse effect results from (i) general economic, regulatory or political conditions or changes therein in the United States or the other countries in which such party operates; (ii) financial or securities market fluctuations or conditions; (iii) changes in, or events or conditions affecting, the petroleum refining industry generally; (iv) stockholder class action or other litigation arising from allegations of a breach of fiduciary duty relating to this Agreement. “Holly Material Adverse Effect” and “Frontier Material Adverse Effect” mean a Material Adverse Effect with respect to Holly and Frontier, respectively. (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 19).

¹⁶ En 1959, Beverly Hills Unified School District arrendó la porción de tierra para los trabajos a un primer arrendatario. Este contrato de arriendo fue cedido a Wainoco Oil & Gas Company y garantizado por Wainoco Oil Corporation, que ahora es Frontier Oil Corporation. El contrato decía “*Leesee shall and hereby agrees to indemnify, defend, and hold Lessor harmless from all damages, costs... arising out of or in any way connected with... the conduct of any operations hereunder.*” (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 35).

Frontier decidió renegociar las condiciones del contrato, durante esta entendió que Holly no iba a cumplir con su parte del acuerdo (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 44).

El caso fue demandado ante la Corte de Delaware, bajo la ley de Delaware. Frente a la Cláusula, Holly alegó que la demanda de Beverly Hills era un incumplimiento de las representaciones, y que era razonable esperar que tuviera un efecto material adverso (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 63).

Antes de entrar a decidir si la demanda contra Wainoco era causa de un efecto material adverso, la Corte concluyó que recaía sobre Holly, teniendo que demostrar que la demanda de Beverly Hills “tendría” (*would have*) o “se esperaría razonablemente que tuviera” (*would reasonably be expected to have*) un efecto material adverso (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 97).

El primer argumento expuesto por Frontier para desestimar la idea de que la demanda podía generar un efecto material adverso era que el resultado era inherentemente especulativo. La Corte rechazó esta idea,¹⁷ afirmando que los litigios no son tan inciertos y sus resultados suelen ser predecibles. Incluso, aunque pueda llegar a ser muy difícil predecir el resultado de una demanda, incluso consideró que estos se debieron tener en cuenta en las negociaciones y en la redacción de la cláusula (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 97).

La Corte estimó que, aunque la demanda implicaba los riesgos del costo de la defensa, de un resultado desventajoso, y de daños reputacionales, esto no era suficiente para considerar la demanda como un efecto material adverso.

Los argumentos de Holly estaban basados en las posibles condiciones en que se desarrollaría el litigio, como el “*forum*” y las posibilidades de que el “*jury pool*” asumiera una actitud

¹⁷ La Corte de Delaware señala que “*this argument ignores that threatened litigation can be so certain, the outcome so predictable, and the likely consequences (i.e., “prospects”) so negative, that an observer could readily conclude that the impact that one would reasonably expect to result from the litigation would be material and adverse. Predicting the outcome of unfiled (or even filed) litigation may be difficult and conclusions must be drawn with care; those considerations, however, neither require nor prudently allow for the absolute rule espoused by Frontier, particularly in light of the parties’ drafting efforts to accommodate the then-threatened Beverly Hills Litigation*” (Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 97).

antiempresarial y prefirieran inclinarse hacia los demandantes, etc. (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 98).

La Corte le reprochó a Holly no esforzarse por demostrar los méritos de los demandantes de Beverly Hills y no realizar estudios sobre el impacto que podía tener la exposición a los tóxicos ni llevar evidencia médica. Holly estaba en lo correcto al afirmar que las consecuencias de una condena pudieran ser catastróficas, sin embargo, no se preocupó por analizar las probabilidades de que Frontier fuera condenado (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 100).

La Corte señaló que también se debía haber tenido en cuenta la capacidad de Frontier para pagar los costos y la posible condena y el impacto a largo plazo, así como la cobertura en materia de seguros. La Corte le reprochó a Holly no hacer el esfuerzo de demostrar que Frontier no tenía capacidad para pagarlo y que iba a ocasionar problemas a largo plazo. La Corte consideró que, dado el valor de Frontier, sí estaba en capacidad de pagarlo sin verse afectado a largo plazo y, por ende, sin que se originara un efecto material adverso (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 104).

La Corte concluyó que Holly no cumplió con el estándar probatorio (preponderancia de evidencia) en el sentido de que, dado el litigio, el riesgo del resultado, el costo, o ambos, hubieran, hubieran podido, o era razonable esperar que Frontier haya sufrido un efecto material adverso (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation*, 2005, p. 105). En consecuencia, la Corte decidió que Frontier no incumplió las representaciones y garantías pactadas en el contrato.

Genesco, Inc., Plaintiff, vs. The Finish Line, Inc. and Headwind, Inc., Defendants, vs. UBS Securitues Llc And UBS Loan Finance Llc, Defendants.

Finish Line (comprador) y Genesco (vendedor), ambos vendedores de calzado, firmaron un contrato de fusión el 17 de junio de 2007, por un valor de 1,5 billones de dólares. El presidente de Finish Line para esa fecha, consideraba que dado que estas empresas no eran directamente competidoras, al juntas la base de los clientes, podrían convertirse en una empresa valorada en 3 billones de dólares (*Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS*, 2007, p. 5).

Esta transacción fue altamente apalancada¹⁸ por UBS, una entidad financiera. En el contrato de fusión pactaron una cláusula de cambio material adverso¹⁹ y los resultados financieros que propuso Genesco para la debida diligencia de Finish Line no incluyeron los resultados de mayo (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 10).

Al par de meses de la firma del contrato, las utilidades de Genesco, que venían cayendo, fueron las más bajas en los últimos 10 años. UBS²⁰ se negó seguir adelante con el cumplimiento del negocio hasta no tener más información frente a la caída de las utilidades, con la preocupación de que esto fuera un cambio material adverso (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, pp. 2-3).

¹⁸ Una adquisición apalancada, también conocida como *Leveraged buy out*, es la compra de una empresa por medio de un alto grado de deuda, que va a ser pagado con los flujos de caja que genera la empresa adquirida y que utiliza como colateral los activos de la empresa adquirida.

¹⁹ Section 3.1(a) “*Company Material Adverse Effect*” shall mean any event, circumstance, change or effect that individually or in the aggregate, is materially adverse to the business, condition (financial or otherwise), assets, liabilities or results of operations of the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that none of the following shall constitute, or shall be considered in determining whether there has occurred and no event, circumstance, change or effect resulting from or arising out of any of the following shall constitute, a Company Material Adverse Effect: (A) the announcement of the execution of this Agreement or the pendency of consummation of the Merger (including the threatened or actual impact on relationships of the Company and the Company Subsidiaries with customers, vendors, suppliers, distributors, landlords or employees (including the threatened or termination, suspension, modification or reduction of such relationships)); (B) changes in the national or world economy or financial markets as a whole or changes in general economic conditions that affect the industries in which the Company and the Company Subsidiaries conduct their business, so long as such changes or conditions do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner, relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (C) any change in applicable law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof after the date hereof, so long as such changes do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated in the industries or markets in which they operate; (D) the failure, in and of itself, of the Company to meet any published or internally prepared estimates of revenues, earnings or other financial projections, performance measures or operating statistics; provided, however, that the facts and circumstances underlying any such failure may, except as may be provided in subsections (A), (B), (C), (E), (F) and (G) of this definition, be considered in determining whether a Company Material Adverse Effect has occurred; (E) a decline in the price, or a change in the trading volume, of the Company Common Stock on the New York Stock Exchange (“NYSE”) or the Chicago Stock Exchange (“CHX”); (F) compliance with the terms of, and taking any action required by, this Agreement, or taking or not taking any actions at the request of, or with the consent of, Parent; and (G) acts or omissions of Parent or Merger Sub after the date of this Agreement (other than actions or omissions specifically contemplated by this agreement) (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, pp. 29-30).

²⁰ UBS se había visto particularmente afectada por numerosos *defaults* de los *sub-prime mortgages*. Uno de los hedge funds de UBS había hecho una gran inversión en los mortgage backed securities (Genesco Inc. vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 11).

El 17 de septiembre de 2007, Genesco, al ver que UBS estaba solicitando más información,²¹ demandó a Finish Line para que cumpliera con su parte del contrato ante “*The Chancery Court for the State of Tennessee*”. Finish Line propuso dos líneas de defensa: (i) el no haber entregado los reportes de mayo había sido fraude por parte de Genesco para inducir a Finish Line al contrato; (ii) la caída en los resultados era un cambio material adverso (Genesco Inc., *vs.* Finish Line Inc. *vs.* UBS, 2007, p. 30).

Los abogados de Finish Line señalaron que realmente la caída de los resultados era consecuencia de las condiciones de la industria, y que esto no había sido pactado como una excepción a la Cláusula, por lo que sí había sufrido un cambio material adverso y la pretensión de Genesco no debía prosperar.

La Corte consideró sobre la falta de entrega de los reportes del mes de mayo que no había deber lugar para Genesco de entregarlos. Sobre la la caída en el desempeño de Genesco en el 2007, la Corte consideró que había sido consecuencia de las condiciones económicas: el aumento en el precio de la gasolina, del aceite, del precio de la comida, de las casas, los problemas con las hipotecas y el aumento de la deuda de los consumidores, que se traduce en un menor nivel de consumo (esto sí había sido pactado como una excepción a la cláusula) (Genesco Inc., *vs.* Finish Line Inc. *vs.* UBS, 2007, p. 32).

Seguidamente la Corte se preguntó si la caída en el rendimiento había sido desproporcionado al de industria y concluyó que no lo eran; de modo que se encontraba amparado bajo las excepciones. Con base en esto, la Corte afirmó que no era necesario llevar a cabo el análisis sobre si la caída era o no material (Genesco Inc., *vs.* Finish Line Inc. *vs.* UBS, 2007, p. 33).

A pesar de no considerarlo necesario, el Tribunal hizo el ejercicio académico de analizar la materialidad del caso. Indicó que el cambio en la empresa que se pretende adquirir debe ser significativo, para lo cual se debe considerar la duración del cambio, la medida de la caída y si esto se relaciona con el propósito esencial del adquirente a la hora de la adquisición; no de manera

²¹ Para Genesco era indispensable que la ejecución del contrato no fuera contingente a la capacidad de Finish Line tuviera financiación. Por lo tanto, el negocio se estructuró como un negocio pagadero en efectivo, de manera que fuera más fácil ejecutarlo. Esto era porque a Genesco le preocupaba el daño colateral que implicaría que la fusión no se llevara a cabo o que se viera aplazada. Como Genesco era más grande, se resolvió que Finish Line buscara una opción de deuda en caso de que necesitara fondos para la fusión (Genesco Inc. *vs.* Finish Line Inc. *vs.* UBS, 2007, p. 8).

aislada, sino en consideración del contexto y las circunstancias del negocio (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 34).

Sobre la medida de la caída en las utilidades de Genesco, la Corte las consideró materiales, dado que habían sido las peores utilidades reportadas en los últimos diez años y no había acciones por parte de Genesco para mitigarlas.

Frente a la duración, con base en el caso de Tyson vs. IBP, reafirma que una caída corta (*blip*) en las utilidades no es suficiente para ser considerado un cambio material, motivo por el cual solo las caídas de las utilidades de mayo no están amparadas por la definición de material. En este caso, la caída no se limitó a mayo, sino que venía desde varios meses atrás (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 34).

Para poder tomar frente a este aspecto, la Corte se basó en el lenguaje del contrato. En la sección 7.2(b)²² las partes pactaron “Desde la fecha de este Acuerdo, no habrá ocurrido un Efecto Material Adverso con respecto a la Compañía y las Subsidiarias, consideradas en su conjunto, que no haya sido curado antes de la fecha de terminación”. Por lo tanto, si la fecha de celebración del contrato fue el 17 de junio de 2007 y la de ejecución era el 31 de diciembre de 2007, las partes consideraron posible, en la redacción de este, que un cambio material ocurriera en tres o cuatro meses (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 35).

Sobre los elementos afectados, reconoce que Finish Line tenía un propósito a largo plazo de lograr diversificación y sinergias por medio de la reducción de costos y las nuevas oportunidades de crecimiento, concluyendo que la sola caída de las utilidades no hubiera frustrado el propósito de la fusión (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 36).

Respecto de la importancia del contexto, la Corte afirma que la caída en las utilidades implicaría menos dinero disponible para pagarle el préstamo a UBS y menos liquidez para crecer; y que, aunque el propósito más importante era fusionar las empresas para aprovechar las sinergias a largo plazo, el hecho de que el vehículo necesario para el pago fuera una financiación de 100 %, y que

²² Section 7.2(b) “*Since the date of this Agreement, there shall not have occurred a Company Material Adverse Effect with respect to the Company and the Company Subsidiaries, considered as a whole, that has not been cured prior to the termination date*” (Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 35).

el pago de este crédito era esencial para el logro de la inversión a largo plazo, de tal forma que el cambio material adverso sí había ocurrido (*Genesco Inc., vs. Finish Line Inc. vs. UBS*, 2007, p. 37).

En este sentido, si la Corte no hubiera encontrado que Genesco estaba amparado por las excepciones a la Cláusula, el contrato se hubiera podido rescindir dado que Genesco había sufrido un cambio material adverso.

Con base en los argumentos aquí resumidos, las pretensiones de Genesco prosperaron y Finish Line debió ejecutar el contrato en las condiciones pactadas.

Akorn, Inc., Plaintiff and Counterclaim Defendant, vs. Fresenius Kabi AG, Quercus Acquisitions, Inc., and Fresenius SE & CO. KGAA, Defendants and Counterclaim Plaintiffs

Este es un caso “hito” en la historia de la Cláusula MAC, porque fue la primera vez que la Corte de Delaware permitió que un comprador diera por terminado un contrato de Fusiones y Adquisiciones con base en la ocurrencia de un cambio material adverso.

Akorn es una farmacéutica de Louisiana.²³ Fresenius SE & CO. KGAA es una farmacéutica alemana, dueña del 100 % de una subsidiaria en Estados Unidos llamada Fresenius Kabi AG. Fresenius Kabi AG es dueña del 100 % de dos subsidiarias: Quercus Acquisitions, Inc. y de Fresenius USA.

El 24 de abril de 2017 Fresenius Kabi AG celebró con Akorn un contrato de fusión triangular inversa (*reverse triangular merger*) por medio de la cual Akorn y Quercus Acquisitions se fusionarían, con el propósito de expandir el negocio en los Estados Unidos (*Akorn Inc. vs. Fresenius Kabi AG*, 2018, p. 9).

La obligación de Fresenius quedó condicionada a que las representaciones de Akorn fueran ciertas en el momento de la celebración y al momento de la ejecución, salvo si la falsedad de lo representado no implica un efecto material adverso. Esto en palabras más sencillas significa si lo

²³ Por ser una farmacéutica es regulada por la FDA.

representado por Akorn es falso, Fresenius solo se puede salir del contrato si la falsedad implica un efecto material adverso²⁴ (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 2).

La segunda condición es que Akorn cumpliera todas las cargas que se le impusieron en el contrato, y la tercera era que Akorn no hubiera sufrido un efecto material adverso, Para que Fresenius se pudiera amparar sobre estas condiciones para dar por terminado el contrato, él no podía haber incumplido su parte del contrato (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 2).

Luego de la celebración del contrato, por la entrada en nuevos competidores en el mercado y la pérdida de uno de los contratos más valiosos, los productos más importantes de Akorn sufrieron una caída en el precio y por ende en las ventas y en las utilidades (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 137).

El 22 de abril del 2018, Fresenius decidió terminar el contrato con base en que Akorn (i) había incumplido las representaciones y garantías relacionadas con temas regulatorios y de cumplimiento ante la FDA, (ii) no había cumplido el covenant de continuar operando conforme al curso ordinario del negocio y (iii) en que Akorn había sufrido un Efecto Material adverso general²⁵ como consecuencia de lo señalado en el párrafo anterior.

²⁴ Sección 60.2 del Contrato de fusión: “The obligation of [Fresenius Kabi] and Merger Sub to effect the Merger shall be subject to the satisfaction (or written waiver by [Fresenius Kabi], if permissible under applicable law) on or prior to the Closing Date of the following conditions:

(C) No Material Adverse Effect. Since the date of this Agreement there shall not have occurred and be continuing any effect, change, event or occurrence that, individually or in the aggregate, has had or would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 46).

²⁵ Section 6.02 del Contrato de fusión se titulaba “condiciones a la obligaciones de Fersenius Kabi”: The obligation of [Fresenius Kabi] and Merger Sub to effect the merger shall be subject to the satisfaction (or written waiver by [Fresenius Kabi], if permissible under applicable law) on or prior to the Closing Date of the following conditions:

(c) No Material Adverse Effect. Since the date of this Agreement there shall not have occurred and be continuing any effect, change, event or occurrence that, individually or in the aggregate, has had or would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect” “Material Adverse Effect” markets, in the United States or elsewhere in the world, including changes in interest or exchange rates, monetary policy or inflation, or

(B) to the extent arising out of, resulting from or attributable to

(1) changes or prospective changes in Law or in GAAP or in accounting standards, or any changes or prospective changes in the interpretation or enforcement of any of the foregoing, or any changes or prospective changes in general legal, regulatory, political or social conditions,

(2) the negotiation, execution, announcement or performance of this Agreement or the consummation of the [Merger] (other than for purposes of any representation or warranty contained in Sections 3.03(c) and 3.04), including the impact thereof on relationships, contractual or otherwise, with customers, suppliers, distributors, partners, employees or regulators, or any litigation arising from allegations of breach of fiduciary duty or violation of Law relating to this Agreement or the [Merger],

El 23 de abril de 2018 Akorn presentó demanda ante la Corte de Delaware (Corte y ley elegidas por las partes en el contrato).

Para efectos de este trabajo, se resaltarán los argumentos de la Corte sobre el Efecto Material Adverso, que en este caso se analiza desde dos puntos, el relacionado con lo pactado en las representaciones y garantías (que la corte denomina Efecto Material Regulatorio) y con la situación que estaba atravesando Akorn por los cambios en el mercado (que la corte denomina Efecto Material General) (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 117).

El primer paso fue el de determinar si el cambio en el mercado y la pérdida del contrato podían ser considerados material (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 131).

Luego de hacer un análisis sobre el EBITDA y la caída en otros índices financieros, la Corte concluyó que Akorn sí había sufrido un cambio material adverso como consecuencia de los cambios en la industria farmacéuticas en general desde el 2013 (el aumento en el poder de negociación de los compradores y de nuevos oferentes tuvo como consecuencia la caída en el precio de los productos). Resaltó que como se trataba de eventos o riesgos exógenos o externos a Akorn debían ser asumidos por Fresenius (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 143).

(3) acts of war (whether or not declared), military activity, sabotage, civil disobedience or terrorism, or any escalation or worsening of any such acts of war (whether or not declared), military activity, sabotage, civil disobedience or terrorism,

(4) pandemics, earthquakes, floods, hurricanes, tornados or other natural disasters, weather-related events, force majeure events or other comparable events,

(5) any action taken by the Company or its Subsidiaries that is required by this Agreement or at [Fresenius Kabi's] written request,

(6) any change or prospective change in the Company's credit ratings,

(7) any decline in the market price, or change in trading volume, of the shares of the Company or

(8) any failure to meet any internal or public projections, forecasts, guidance, estimates, milestones, budgets or internal or published financial or operating predictions of revenue, earnings, cash flow or cash position

(it being understood that the exceptions in clauses (6), (7) and (8) shall not prevent or otherwise affect a determination that the underlying cause of any such change, decline or failure referred to therein (if not otherwise falling within any of the exceptions provided by clause (A) and clauses (B)(1) through (8) hereof) is a Material Adverse Effect); provided further, however, that any effect, change, event or occurrence referred to in clause (A) or clauses (B)(3) or (4) may be taken into account in determining whether there has been, or would reasonably be expected to be, a Material Adverse Effect to the extent such effect, change, event or occurrence has a disproportionate adverse affect [sic] on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other participants in the industry in which the Company and its Subsidiaries operate (in which case the incremental disproportionate impact or impacts may be taken into account in determining whether there has been, or would reasonably be expected to be, a Material Adverse Effect." (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 46).

La pérdida de uno de los distribuidores también concluyó la Corte que era un efecto material adverso, pero que este por ser endógeno e inherente al negocio, y conforme a la redacción de la cláusula, era asumido por Akorn. Es este caso la Corte considera que lo que se vio fuertemente afectado fue el desempeño de la empresa luego de celebrado el negocio.

Lo segundo que revisó la Corte fue las representaciones y garantías, por medio de las que se pactó que Fresenius podía salirse del contrato si lo representado resultaba falso o incompleto siempre que se esperara de manera razonable (*reasonably be expected to have a*) que la falsedad constituiría un Efecto Material.²⁶ Akorn había representado que estaba en cumplimiento de sus deberes frente a la FDA “*Regulatory Compliance Representations*”.

Cuando se viola la integridad de la información, la FDA le pierde y, como consecuencia se puede poner en pausa cualquier aplicación o trámite que tenga la compañía hasta que no se cumplan los requisitos impuestos y las acciones correctivas para garantizar dicha integridad, pues de no ser así, entonces puede excluirla de la posibilidad de realizar nuevas aplicaciones para (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 17).

Akorn no cumplía con todos los requisitos para que su información fuera íntegra. No había controles suficientes para evitar que la información se perdiera, ni para evitar cambios no autorizados, lo que permitía que cualquier empleado pudiera adicionarla, modificarla o eliminarla; no tenían controles suficientes sobre los archivos relacionados con la producción de las drogas de las pruebas y los registros de calidad (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 24).

²⁶ La sección 6.02 (a) del contrato, denominada “The Bring-Down Condition”, decía: “*The obligations of [Fresenius Kabi] and Merger Sub to effect the Merger shall be subject to the satisfaction (or written waiver by [Fresenius Kabi], if permissible under applicable law) on or prior to the Closing Date of the following conditions:*

(a) Representations and Warranties. The representations and warranties of the Company

(i) set forth in Section 3.01(a), Section 3.02(a), Section 3.02(b), Section 3.03(a)-(c), Section 3.14 and Section 3.20 shall be true and correct in all material respects as of the date hereof and as of the Closing Date, with the same effect as though made as of such date (except to the extent expressly made as of an earlier date, in which case as of such earlier date) and

(ii) set forth in this Agreement, other than in those Sections specifically identified in clause (i) of this paragraph, shall be true and correct (disregarding all qualifications or limitations as to “materiality”, “Material Adverse Effect” and words of similar import set forth therein) as of the date hereof and as of the Closing Date with the same effect as though made as of such date (except to the extent expressly made as of an earlier date, in which case as of such earlier date), except, in the case of this clause (ii), where the failure to be true and correct would not, individually or in the aggregate, reasonably be expected to have a Material Adverse Effect...” (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018).

Los auditores consideraron que el nivel de la integridad de la información era tan bajo que se ponía en riesgo cualquier producto que Akorn hubiera desarrollado hasta el momento (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 27). Estas auditorías sobre la información se estaban realizando desde el 2016, es decir antes de la celebración del contrato; con posterioridad a la celebración del contrato, se siguieron encontrando productos y permisos que habían sido afectados por la falta de integridad de los documentos y por ende, se vieron comprometidos (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, pp. 103-105).

La Corte consideró que Fresenius había demostrado con “preponderancia de evidencia” (*preponderance of the evidence*) que lo indicado por Akorn en las “*Regulatory Compliance Representations*” no era preciso y que de la diferencia entre lo representado y la realidad era suficiente para esperar de manera razonable que se diera un efecto material adverso (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 161).

En este caso la Corte concluyó que Fresenius no había incumplido con sus cargas del contrato, y que por ende tenía el derecho de terminar el contrato. Fue enviado por la Corte al juez superior “The Delaware Supreme Court”, y en un documento de 3 páginas consideró que “The Court of Chancery” había hecho un trabajo exhaustivo y que por ende se limitaba a confirmar la decisión, reafirmando la posibilidad de Fresenius de terminar el contrato.

Channel Medsystems Inc., a Delaware corporation, Plaintiff and Counterclaim Defendant, vs. Boston Scientific Corporation a Delaware corporation, and NXT Merger Corp., a Delaware corporation Defendants and Counterclaim Plainffis.

Channel MedSystems (Channel) es una empresa de tecnología médica atractiva por su producto “*Cerene device*®”.²⁷ Boston Scientific Corporation (BSC) también es una empresa de tecnología médica, y NXT Merger Corp es una subsidiaria de BSC.

²⁷ Channel Medsystems desarrolló en el 2011 el producto Cerene Device®, dispositivo de ablación endometrial utilizada para disminuir el sangrado menstrual. Es especialmente utilizado en mujeres premenopáusicas con tumores benignos que no quieren quedar embarazadas en el futuro (FDA, 2019). Estos productos suelen exigir el mayor grado de regulación y control por parte del FDA (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 5).

En el 2013, BSC adquirió el 15 % de Channel, con lo que obtuvo derecho de participar como observador de su Junta Directiva, así como a acceder a reportes y proyecciones, como los del proyecto CLARITY (proyecto a través del cual se hicieron los estudios del Cerene device®) (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 8).

El 1 de noviembre de 2017, Channel y BSC celebraron un acuerdo de adquisición (un poco más complejo que los otros que se han analizado en este trabajo), con base en el que BSC se obligó a comprar inmediatamente acciones preferenciales de Channel (Series C-1 preferred stock) incrementando su participación hasta el 20 %, y, además, una opción “Put – Call”²⁸ por medio de la cual, BSC adquiriría el resto de la participación. Bajo este esquema, BSC podía ejercer la opción Call y comprar Channel, y luego de que el FDA diera el PMA para Cerene, entonces Channel podía ejercer la opción Put para cerrar el negocio (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 13).

A finales de diciembre del 2017, Channel se da cuenta de que ha estado siendo defraudada por uno de sus empleados, Shankar,²⁹ y parte de los documentos objeto de fraude fueron enviados a la FDA. Dada la cantidad de documentos falsificados, Channel inició un esquema de investigación para identificar y sanear lo implicado (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, pp. 13-21).

Así, con fines de saneamiento, Channel, el 11 de enero de 2018, informa al FDA sobre lo sucedido y el 18 de abril de 2018, el FDA crea un plan, dando a entender que el tema del fraude no iba a impedir continuar con el permiso del producto. Asimismo, informa al BSC de los hechos

²⁸ Una opción es un instrumento financiero, que otorga el derecho a una parte a comprar o vender un activo subyacente, como las acciones. En el caso de la opción Call el comprador tiene el derecho a comprar el activo a un precio determinado hasta una fecha concreta. El vendedor está obligado a vender el activo en caso de que el comprador ejerza la opción. En la opción Put el vendedor tiene el derecho a vender el activo a un precio determinado hasta una fecha concreta. El comprador del activo subyacente se verá obligado a adquirir el activo dado el caso de que el vendedor ejerza la opción.

²⁹ El empleado es de nombre Shankar. Creó varias sociedades de papel (con nombres iguales a las de otras sociedades legítimas) que actuaban en calidad de vendedores, y se quedaba él con el pago. En otros casos, generaba facturas por valores mayores del real y se quedaba con la diferencia. De esta manera se robó más \$2,5 millones de dólares. Las facturas que reportaba a Channel eran por valores menores a \$10 mil dólares, por lo que la firma del CEO no era necesaria para el desembolso del dinero. Channel inició las investigaciones correspondientes, Shankar se declaró culpable, está en prisión y ha pagado casi la totalidad de lo robado a Channel (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 17).

y lo mantiene al tanto de la situación (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, pp. 28-37).

El 11 de mayo de 2018, BSC notifica a Channel el intento de terminación del contrato alegando incumplimiento de las representaciones y garantías por parte de Channel.³⁰ El 12 de septiembre de 2018, Channel presentó una demanda por medio de la cual solicitaba el remedio de cumplimiento específico (*remedy of specific performance*), y que se declarara que BSC había incumplido el contrato,³¹ que no había sufrido un efecto material adverso y que tampoco habían incumplido las representaciones y garantías, y por ende BSC no tenía el derecho a terminar el contrato (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 42).

BSC presentó una contrademanda indicando que había sido fraudulentamente inducido al contrato, solicitando la rescisión del contrato con base en el incumplimiento de las representaciones y garantías, y, en tercer lugar, que se declara su derecho a terminar el contrato (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 42).

La Corte de Delaware señaló que la carga de la prueba era de BSC y que debía probar con preponderancia de la evidencia (*preponderance of the evidence*) los hechos que fundamentan su derecho a terminar el contrato, es decir: que una o más representaciones no eran verdaderas y que la dimensión de la desviación con respecto a lo representado y la realidad “tenía” (*has*) o “era razonable esperar que tuviera” (*reasonably would be expected to have*) un efecto material adverso.

La Corte concluyó que BSC había probado que lo representado era falso y que su efecto era material, pues varios documentos enviados a la FDA para la preaprobación del producto habían

³⁰ La carta por medio de la cual BSC notifica de la terminación a Channel decía: “BSC hereby terminates [the Agreement] pursuant to Section 8.1(f), in light of multiple breaches of Channel’s representations and warranties in Article III of the Agreement, and Section 8.1(i). The representations and warranties breached by Channel include, but are not limited to, those set forth in Section 3.18(c), 3.22(a), 3.22(c), 3.22(f) of the Agreement. These representations and warranties were breached as of the date of the Agreement and are not curable.” (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 37)

³¹ Under Section 7.2(b), Boston Scientific’s obligation to consummate the merger is subject to satisfaction of the condition that each of Channel’s representations and warranties in the Agreement “shall have been true and correct at the time originally made . . . except to the extent that the failure of any such representations and warranties to be true and correct does not have and would not reasonably be expected to have a Material Adverse Effect” on Channel (the “Representations Condition”).

Under Section 8.1(f)(i), Boston Scientific can terminate the Agreement at any time if any of Channel’s representations and warranties in the Agreement “shall be inaccurate or shall have been breached as of the Agreement Date . . . such that the condition set forth in Section 7.2(b) would not be satisfied.”

sido firmados por Shankar, que, por ende, lo representado frente al cumplimiento ante la FDA, había sido falso, trayendo como consecuencia posibles implicaciones negativas frente a los permisos, futuros trámites y la confianza por parte de la FDA, así como posibles responsabilidades penales.

Continuó la Corte estudiando si, a pesar de la falsedad de las declaraciones, la empresa sufrió un efecto material adverso.³² Como no pactaron una definición de qué sería considerado material, la Corte de Delaware tomó como referente “un efecto que de manera sustancial amenace la capacidad de la empresa de generar utilidades de una manera significativa y duradera en el tiempo” (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 72).

BSC alegó que los documentos falsos aportados a la FDA implicaban que iban a tener que volver a presentar los trámites para la aprobación del producto, además del alto riesgo de demandas y sanciones. Para resolver esto la Corte tomó como base la sentencia de Holly vs. Frontier afirmando que la mera idea de una responsabilidad, por una hipotética demanda, no era suficientes para ser un efecto material adverso, y que la parte tenía que demostrar con base en los hechos y la ley las probabilidades de la demanda, de la condena y por ende las consecuencias adversas en términos de la Cláusula (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 90).

El caso de BSG eran más débiles que los de Holly, y la idea de tener que volver a hacer las pruebas no fue suficientes para ser considerado como efecto material adverso, en cuanto se encontró que eran meramente especulaciones: al momento no había ni problemas con ningún producto, ni defectos, ni reclamos, ni ninguna clase de exposición o costos involucrados (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 89).

Dentro de los argumentos de BSC estaban (i) valorar nuevamente las empresas, suponiendo que Channel no iba a generar flujos de caja por dos años cubriendo los gastos implicados en estudios clínicos nuevos para lograr la aprobación de los productos; (ii) analizar las empresas fusionadas y

³² “Material Adverse Effect” means with respect to [Channel], any change or effect occurring after the Agreement Date that, when taken individually or together with all other adverse changes or effects occurring after the Agreement Date, is materially adverse to the business, results of operations, assets or financial condition of [Channel].

(iii) aumentar la tasa de descuento, con base en el riesgo de que aumentan los competidores (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, pp. 95-100).

La Corte, frente a los elementos cuantitativos, dice que es incorrecto tomar un parámetro numérico para determinar si se generó un efecto material adverso, pues lo importante es el efecto que genere en el largo plazo y concluye que son enfoques plenamente especulativos y arbitrarios y que no se debe hacer sobre las empresas fusionadas y en pro de las sinergias, sino de la empresa individualmente considerada (Channel Medsystems, Inc. vs. Boston Scientific Corporation, 2019, p. 95).

Para la Corte BSC no estaba en condiciones de dar por terminado el contrato y prosperó la pretensión de Channel de que se declarara que BSC estaba incumpliendo lo pactado y que debía cumplir el contrato.

Capítulo 2. Asuntos esenciales a resaltar de la Cláusula

Aunque, los casos expuestos no son los únicos, sus hechos son ilustrativos de la forma en que la Cláusula es pactada e invocada por las partes con la intención de dar por terminado los contratos de adquisición de empresas.

Algunos asuntos esenciales que se deben resaltar y que han sido extraídos a partir del estudio de las sentencias son:

Sobre la redacción de cláusulas que se refieren a efectos materiales adversos

La Doctrina de la frustración se da cuando el propósito principal del contrato se ve frustrado por la ocurrencia de un evento, que se entendía, como base del contrato, que no debía ocurrir. Este es una vía de escape para el adquirente en los casos en que la empresa atraviesa una situación catastrófica durante el periodo que va desde la celebración hasta la ejecución del contrato. Esto de acuerdo con la Corte de Delaware es una cláusula implícita (*default rule*) en los contratos. Por lo que no tendría sentido pensar que las partes van a concentrar sus esfuerzos en redactar una cláusula cuyo único uso se materializaría cuando el propósito principal del contrato se ve totalmente o casi que completamente frustrado (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 141).

Así, pactar la Cláusula se justifica cuando lo que buscan las partes es bajar el estándar de lo que puede ser considerado material y poder facilitar el dar por terminado el contrato (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 141). La Corte de Delaware en la sentencia de Akorn vs. Fresenius (2018, p. 115) explica que, dados los riesgos de que los fundamentales de una empresa se deterioren de manera significativa entre el momento de la celebración del contrato y su ejecución, las partes pueden mitigarlos con una cláusula altamente negociada llamada la Cláusula del cambio material adverso o Cláusula “MAC”. La Cláusula permite que, si una empresa sufre un cambio material adverso, la contraparte puede terminar el negocio sin costo alguno.

La Corte de Delaware, en la sentencia de Akorn vs. Fresenius (2018, p. 116) clasifica el Cambio material adverso en dos: el efecto material adverso general y el efecto material adverso regulatorio. El efecto material adverso regulatorio es cuando el efecto material adverso está relacionado con la

inexactitud de lo señalado en las representaciones y garantías. El efecto material adverso general es el que no está relacionado con una representación específica sobre un tema en específico.

Sin embargo, las partes normalmente no definen lo que va a ser considerado como “Material”, creyendo que es más eficiente dejarlo sin determinar, ampliando las oportunidades para invocar la cláusula, de manera que solo se definirá cuando es invocada en un litigio, y es el juez competente quien va a tener que definirlo para cada caso específico (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 118).

Esto ha llevado a las partes, no a negociar qué es material, sino a negociar cuáles van a ser las excepciones a la Cláusula. Se parte entonces de una definición vaga y ambigua, y a partir de esto se asignan excepciones y excepciones a las excepciones (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 21).

En el caso de Great Lake Chemical vs. Pharmacia, en las representaciones y garantías que la empresa no había sufrido un cambio que tuviera un efecto material adverso. En este contrato en particular, determinaron que un efecto material adverso estaría definido como un efecto o cambio negativo en las operaciones o resultados de las operaciones en un valor igual o superior a 6.500.000 de dólares³³ (Great Lake Chemical vs. Pharmacia, 2008, p. 557).

Normalmente, lo que hace la Cláusula es dar una definición general de riesgos que va a asumir el vendedor, las excepciones (principalmente relacionadas con los riesgos del mercado y la industria), por tanto, las asume el comprador, y en consecuencia, las excepciones a las excepciones nuevamente devuelven el riesgo al vendedor (la excepción a la excepción más común es cuando el cambio material ocasionado por los riesgos del mercado o de la industria afectan de manera desproporcionada a la empresa negociada) (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 122). Esta distribución de riesgos se hace por virtud de la negociación de las partes.

Destaca la Corte (2018, p. 122) cuatro tipos de riesgos. El sistemático (*systematic risk*) son los riesgos relacionados con el mercado, que afectan a todas las empresas, y que están por fuera del

³³ El contrato definía el efecto material adverso como “*a negative effect or negative change on the operations, results of operations or condition (financial or otherwise) in an amount equal to \$6,500,000 or more.*” (Great Lake Chemical vs. Pharmacia, 2008, p. 557).

control de las partes. Los riesgos relacionados con el acuerdo (*Agreement risk*) son aquellos que se desprenden de hacer público el negocio o de llevar a cabo acciones contempladas por las partes (como los relacionados con conseguir permisos, conseguir financiación, o como en el caso de *Akorn vs. Fresenius* que se le impidió a Akorn por medio de una cláusula seguir realizando adquisiciones).

El riesgo del negocio (*business risk*) son los relacionados con la operación intrínseca de la empresa, sobre estos el vendedor tiene alto nivel de control. El último tipo de riesgo es el riesgo de indicadores (*indicator risk*), que no son un riesgo *per se*, sino que pueden llegar a ser indicadores de la ocurrencia de un efecto material adverso, como una caída en el precio de las acciones, una disminución en la calificación de riesgo o la incapacidad para cumplir con las proyecciones (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG*, 2018, p. 123).

A medida que se presentan eventos históricos las partes empiezan a incluirlos en la Cláusula, haciendo que esta sea cada vez más compleja. Elken (2009, p. 308) explica que después del 11 de septiembre de 2001 aumentó la cantidad de cláusulas en las que se incluían los actos terroristas y después del Huracán Katrina, aumentaron los contratos que incluían desastres naturales y climáticos.

Los autores que han hablado sobre la Cláusula explican que en esta parte de la negociación, el comprador va a preferir una cláusula con términos vagos y ambiguos que le permitan mayor libertad a la hora de invocar la cláusula, mientras que vendedor se va a ver inclinado por una específica buscando el cierre o cumplimiento del contrato (Sagraves & Talevian, 2008, p. 347).

La siguiente decisión importante es en qué sección del contrato se va a incluir la Cláusula. En la Sentencia de *Hexion vs. Huntsman* (2008, p. 41) afirma la Corte de Delaware que la parte donde se incluya influye en su interpretación, pues no es lo mismo pactarla como una representación o garantía que como una condición para el cierre. La Corte dice que las condiciones para el cierre suelen ser hechos objetivos y fáciles de identificar, usualmente relacionados con un acto que una de las partes debe realizar o que un evento independiente suceda y que, por lo tanto, el Cambio material adverso no es tan fácil de encajar en esta figura.

Sin embargo, es posible ver algunas Cláusulas redactadas en términos de Condiciones Suspensivas (*Bring-down conditions*), como en el caso de *Holly vs. Frontier* o en el de *Channel vs. BSC*, o en términos de una Condición Resolutoria, como en el caso de *Akorn vs. Fresenius*. En ambos casos la conclusión es la misma: dar por terminado el contrato una vez la Corte determine la existencia del cambio material adverso.

Se debe tener cuidado con las palabras utilizadas en la redacción. En la sentencia de *IBP vs. Tyson* (p. 55) y en la de *Frontier vs. Holly* (p. 70), la Corte de Delaware, explica que cuando la redacción es ambigua y equívoca, se deberá tener en consideración el texto completo del contrato. Por lo tanto, la palabra va a tener sentido a partir de la oración; la oración, del párrafo; el párrafo, del texto completo, y este dependerá de la situación y circunstancias que rodean su creación. Cuando esto no es suficiente, entonces se tendrán en cuenta elementos extrínsecos

La Corte de Delaware (*IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 69*) señala que los contratos de fusiones implican un alto nivel de negociación y en los que se cubren una gran cantidad de riesgos específicos explícitos. La Corte de Tennessee (*Genesco Inc. vs. Finish Line Inc. vs. UBS, 2007, p. 41*), con el propósito de señalar que, a la hora de estudiar la Cláusula, no se debe considerar al comprador como una parte sin capacidad de negociar y primada por el vendedor, dice que los contratos de fusión son transacciones altamente negociadas, con grandes equipos de abogados y consultores a los que les pagan altas sumas de dinero para que reúnan toda la información y la organicen.

Otra decisión que deben tomar a la hora de redactar la cláusula recae sobre el parámetro o grado de expectativa de que el evento, hecho o circunstancia genere un cambio material adverso en la empresa. La Corte de Delaware (*Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation, 2005, p. 92*) habla sobre estos parámetros. Las partes pueden usar palabras como “sufriera”, “pudo sufrir” o “podría sufrir”, donde la primera implica un mayor nivel de probabilidad mientras que la última un mayor nivel de especulación.

Miller (2009, pp. 112-115) propone parámetros como “sufrió un cambio material adverso” (*Has a MAC*); “sería razonable esperar que haya sufrido un cambio material adverso” (*Would Reasonably be Expected to Have a Mac*); “es razonablemente probable que haya sufrido un cambio

material adverso” (*Is Reasonably Likely to Have a MAC*); y “se podría esperar razonablemente que haya sufrido un cambio material adverso” (*Could Reasonably be Expected to Have a MAC*). La forma de redacción de la cláusula determina la probabilidad que va a tener el adquirente de terminar el contrato, pues entre más amplio el concepto más fácil va a ser cumplir con el estándar.

La Corte de Delaware en la sentencia de *Akorn vs. Fresenius* (2018, p. 162) menciona que el estándar “*would reasonably be expected*” es un estándar objetivo. Bajo este supuesto un evento puede generar un efecto material adverso, aunque el impacto todavía no sea tangible. Sin embargo, la sola existencia de un riesgo no puede ser suficiente. La parte va a tener que mostrar, con base en los hechos y en el derecho, que una consecuencia adversa puede ser predicada.

La carga de la prueba

La Corte de Delaware (*IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001*, p. 52) expone que, en el caso en el que el adquirente da por terminado el contrato con base en un efecto material adverso, y el enajenante demanda ante la Corte el cumplimiento específico del contrato bajo la ley de Nueva York y la ley de Delaware, el enajenante debe justificar su derecho al cumplimiento del contrato. Sin embargo, la carga de la prueba es diferente bajo estas legislaciones.

Bajo la ley de Nueva York el enajenante, bajo la preponderancia de la evidencia (*preponderance of evidence*), debe demostrar que (1) el contrato de fusión es un contrato válido entre las partes, (2) que, en su calidad de enajenante, dado su desempeño está dispuesto y en capacidad de cumplir con sus obligaciones, (3) que el adquirente también está en capacidad de cumplir su obligación y que (4) el enajenante no tiene más remedios.

Bajo la ley de Delaware entonces el enajenante que está exigiendo el cumplimiento del contrato va a tener que demostrar que tiene el derecho a un cumplimiento del contrato bajo una evidencia clara y convincente (*clear and convincing evidence*)³⁴ (*IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001*, p.

³⁴ Evidencia clara y convincente está definida como evidencia de que es alta y sustancialmente más probable que el hecho alegado sea cierto a que sea falso. Es decir, la prueba va dirigida a mostrar que lo que se defiende es altamente probable. La preponderancia de la prueba es convencer de que es más que un 50 % probable que lo que se defiende sea cierto. Este último es el que suele tenerse de referente en los casos civiles en los Estados Unidos **Invalid source specified.**

52). De lo anterior aunque el estándar probatorio es más exigente en la ley de Delaware, la ley de Nueva York impone una mayor cantidad de elementos a probar.

Por el contrario, cuando es el adquirente el que está alegando su derecho a “incumplir el contrato” con base en un incumplimiento de las garantías por parte del enajenante, el estándar probatorio se invierte. La ley de Nueva York va a exigir evidencia clara y convincente y la ley de Delaware va a exigir una evidencia preponderante (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 52).

En la sentencia de *Hexion vs. Huntsman* (2008, p. 42), Hexion, el comprador, fue quien presentó la demanda alegando, entre otras cosas que Huntsman había sufrido un efecto material adverso. La Corte de Delaware señaló que, cuando el comprador está alegando un efecto material adverso para terminar el contrato, la carga de la prueba recae sobre él.

Interpretación de la Cláusula

Tanto la ley de New York como la de Delaware le dan importancia a las manifestaciones objetivas y escritas que reflejan las intenciones de las partes. Por lo tanto, cuando las partes redacten el contrato con palabras sencillas y unívocas, éstas surtirán el efecto que las partes pretendieron (IBP, Inc., vs. Tyson Foods, Inc., 2001, p. 55).

La Corte señala que un ideal básico de la ley de Delaware es la libertad contractual, y que cuando dos partes celebran y negocian voluntariamente un contrato, la Corte buscará respetar el acuerdo en su máxima expresión. Solo se requerirá tomar decisiones en contra del contrato cuando haya una política pública cuyo interés sea más importante que la libertad contractual. Lo que indiquen las partes va a tener alto valor probatorio, sobretodo cuando son partes tan sofisticadas (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG*, 2018, p. 150).

De la importancia de que la Corte se limite a lo pactado en el contrato se desprende la confianza que pueden tener las partes a la hora de redactarlo y no correr el riesgo de violar la confianza legítima que tienen las partes en el contrato de ser un potencial creador de riqueza por medio del acuerdo de sus voluntades. Tampoco se puede utilizar a la Corte para forzar interpretaciones a la cláusula de acuerdo con elementos que quisieran haber pactado, pero que no lo hicieron. El trabajo de la Corte es esclarecer lo pactado en el contrato (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG*, 2018).

La Corte de Delaware en el caso de *IBP vs. Tyson* (2001, p. 69) indica que en los casos en los que la cláusula es muy amplia, la mejor forma de leerla es como una barrera que protege al comprador de la ocurrencia de un evento desconocido que amenace sustancialmente la capacidad de generar utilidades de la empresa adquirida durante un periodo significativo de tiempo. Esto lo utiliza como referente en el caso de *Frontier Oil Corporation vs. Holly Corporation* (2005, p. 94), y concluye que la Cláusula es una herramienta diseñada para proteger a las partes de factores desconocidos (o no revelados) que podrían (*would*) justificar retirarse del negocio.

En el caso de *Hexion vs. Huntsman* (2008),³⁵ la Corte de Delaware en el 2008, la Corte se planteó el orden en el que se debía evaluar el caso. Concluye que se debe primero determinar si el cambio adverso es material: un cambio adverso que tenga consecuencias en su capacidad para generar utilidades, sobre un periodo comercialmente razonable, que debe ser preferiblemente en términos de años y no de meses, y luego estudiar si encuadra en una excepción o una excepción de la excepción para saber quién debe asumir el riesgo (*Hexion Corp., vs. Huntsman Corp., 2008*, p. 38). Contrario al análisis que hizo la Corte de Tennessee en el caso de *Genesco vs. Finish Line*.

La Corte va a estudiar a lo que las partes den mayor relevancia durante las negociaciones. El autor Threet (2017, p. 1014) explica que la Corte de Delaware en el caso de *Hexion vs. Huntsman* dio mayor relevancia al estudio de las utilidades a la hora de determinar la ocurrencia de un cambio material adverso, porque fue en lo que más se enfocó el adquirente durante las negociaciones.

Una caída corta en las utilidades no va a ser suficiente, y en los casos de fusiones la Corte presume que la perspectiva del comprador es a largo plazo, salvo que presente evidencia de lo contrario (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018*, p. 129). Asimismo, al estudiar la caída en los indicadores financieros, la Corte de Delaware en *Hexion vs. Huntsman* (2008, p. 46) y reafirmado en la de *Akorn vs. Fresenius* (2018, p. 130) aclara que no se debe tener únicamente la información entre el cierre del contrato y la demanda, sino que se deben tener como parámetro, los periodos equivalentes en los años anteriores, para evitar imprecisiones por las fluctuaciones del ciclo del negocio.

³⁵ En este caso, *Huntsman* sufrió un cambio material adverso como consecuencia de los cambios macroeconómicos por el aumento en el precio del crudo, del gas natural y las desventajosas tasas de cambio (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018*, p. 154).

En la sentencia de Akorn vs. Fresenius (2018) y en la de Channel vs. BSC (2019) la Corte menciona que en un artículo por Kling y Nugent encontraron que en otras cortes se ha considerado una caída igual o mayor al 40 % en el indicador suficiente para ser un efecto material adverso, pero, recalca la Corte que esto no debería ser así, porque puede que un porcentaje menor sea un efecto material o una caída mayor no lo sea, porque tener en cuenta el impacto a largo plazo es esencial (Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG, 2018, p. 92).

La situación debe ser relevante. En el caso de Frontier vs. Holly (2005, p. 101) la Corte de Delaware indica que al estudiar si el riesgo de un litigio (a diferencia del costo del litigio) puede generar un efecto material adverso, la mera existencia de la demanda no es suficiente para concluir que sí. Se debe mostrar que hay fundamentos de derecho con relación con los hechos alegados y que las posibles consecuencias son un cambio material adverso, lo que no implica trasladar la especulación sobre la demanda a la Corte, ni que deba ser ella la que se pronuncie sobre la demanda subyacente. Se trata de demostrarle a la corte, con evidencia suficiente, que el litigio subyacente tiene los méritos suficientes para terminar en una condena y, por ende, que la contraparte está sufriendo un efecto material adverso.

Sobre la solvencia del comprador para pagar el precio, solo puede ser considerada como un cambio material adverso cuando se esté frente a operaciones apalancadas (como el caso de Genesco vs. Finish Line) pues la solvencia y la capacidad de pago es algo que deben tener en cuenta a la hora de pactar el precio (Hexion vs. Huntsman, 2008, p. 88).

En la sentencia de Akorn vs. Fresenius (2018, p. 140) la Corte de Delaware reafirma que la rentabilidad que vaya a lograr el comprador tampoco se debe tener en cuenta al analizar la Cláusula, pues lo importante es el valor de la empresa vendida. Esto también lo vimos en el caso de PCC & Bollo, donde la corte de Nueva York consideró que las expectativas de los posibles contratos por las nuevas generaciones de aviones no eran un cambio en la empresa comprada.

Cuando la parte va a alegar que el Cambio Adverso sufrido por la empresa va a impedir aprovechar la sinergia una vez sean fusionadas, afirma la Corte de Delaware (2018, p. 139) que esto debe ser pactado expresamente en la Cláusula. Las Cláusulas usualmente las redactan en términos de “la compañía y sus subsidiarias, en conjunto” (*the Company and its subsidiaries, taken*

as a whole), pues la Corte solo va a estudiar los Cambios Adversos que afecten materialmente a la empresa durante el plazo entre la celebración y ejecución; y las sinergias corresponden a un momento posterior a la ejecución del contrato.

En diversas sentencias que cita la Corte de Delaware en *Akorn vs. Fresenius* (2018, p. 192) tratan el tema cuando la Cláusula está inmersa en una declaración y garantía. La corte al afirmar que las representaciones y garantías son la forma en que las partes distribuyen y minimizan los riesgos, el riesgo de que lo representado sea falso va a recaer sobre el vendedor, y que no es sensato creer que lo falsamente representado debe ser asumido por el comprador y entendido como una negligencia de su parte por no investigar más lo que consideraba un riesgo. La Corte de Delaware ha sido constante en considerar que el hecho de que algo sea incluido en las representaciones y garantías ya implica un nivel de percepción del riesgo por parte del comprador y su preocupación, por lo que la representación *per se* es suficiente para entender que las partes determinaron que el vendedor asumía el riesgo de lo representado. Incluso la Corte en su momento reconoce que la forma de redacción de las representaciones puede ser de manera malintencionada,³⁶ y que no debe ser el comprador quien asuma esto (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG*, 2018, p. 194).

Cuando se va a analizar un efecto material regulatorio se debe tener en cuenta que el vendedor es consciente de los riesgos de lo que él está representando, y que, al condicionarlo a un efecto material adverso, lo que se deriva no es un cambio en quién va a asumir el riesgo, sino que se califica el nivel de desviación que va a permitir que el contrato sea terminado (*Akorn Inc., vs. Fresenius Kabi AG*, 2018, p. 195). Sin embargo, matiza la Corte que el vendedor no puede abusar de esto, y, consciente de que una representación es falsa, celebrar el contrato y luego apoyarse en esto para alegar incumplimiento y terminar el contrato.

³⁶ La Corte de Delaware cita a King & Nugent “*Suppose the Buyer requests the Seller to represent that the Company being sold is not in material breach of any material contracts. The Company may in fact be in violation of three material agreements, two of which violations the Seller is sure are material and one of which it believes to probably be immaterial. What does the Seller do? It modifies the representation to state: “Except as set forth on the Disclosure Schedule, the Company is not in material breach of any material agreement.” The referenced schedule will then list the two possibly all three of the agreements in question*”. This will make the representations be true but are not accurate.

En esta sentencia de Chanel *vs.* BSC (2019, p. 71) la Corte desarrolló una estructura de pensamiento frente al momento en el que se debía analizar en efecto material adverso. Sobre esto dijo que la mejor opción como referente era la fecha en que se dio por terminado el contrato. Esto porque permite examinar si los hechos y circunstancias que llevaron a la parte a tomar la decisión constituían una expectativa razonable de que pudiera haber un efecto material adverso y aplicar los términos pactados en el contrato.

Parte 2. La Cláusula del cambio material adverso desde la perspectiva de la regulación colombiana

Capítulo 1. Concepto de empresa

La Cláusula del cambio material adverso, como se ha ilustrado, es utilizada en los contratos de adquisición de empresas, por lo que el primer paso es determinar qué es una empresa.

Existen muchas definiciones económicas de empresa, estas pueden sintetizarse como la organización de factores de producción (capital y trabajo) para la generación de bienes o servicios a cambio de un beneficio.

Desde el punto de vista jurídico se han desarrollado diferentes teorías que buscan definir a la empresa con la figura de persona jurídica, institución, patrimonio, universalidad o actividad. Jurídicamente se ha justificado su definición, entre otras cosas, para facilitar su tráfico: que la empresa sea *objeto* de derecho y obligaciones.

En primer lugar, existen teorías o conceptos donde la sociedad y la empresa se confunden en una sola, o se entienden como elementos de una misma entidad. Entre estos encontramos la definición de Marcela Castro de Cifuentes (2016) o la de Gaviria Gutiérrez (2004).

Marcela Castro de Cifuentes (2016, pp. 99-100) define la empresa a partir de la distinción de tres elementos que la componen: el objetivo, el subjetivo y el funcional. El primero de ellos hace referencia a la actividad económica organizada. Para la autora, esta actividad se relaciona con el artículo 20 del Código de Comercio que enlista lo que de acuerdo con la regulación comercial son actos mercantiles.

El segundo elemento, el subjetivo, es el que hace que el desarrollo de la empresa sea posible. Es quien proporciona los factores de producción, quien pone los recursos y los organiza en función de la actividad. En suma, es quien asume los riesgos de la operación. En palabras de la autora (2016, p. 101), “es quien funge como titular de los derechos y obligaciones derivados de la operación y en cuyo patrimonio se radican los activos y pasivos del negocio, como prenda general de los acreedores”.

Por último, el elemento funcional se materializa por medio del establecimiento de comercio, que consiste en el conjunto de bienes que se organizan para desarrollar la actividad económica organizada (Castro de Cifuentes, 2016, p. 102). Sin embargo, a pesar de lo que dice la autora, hoy encontramos empresas sin establecimiento de comercio.

De acuerdo con Castro de Cifuentes (2016), ni la empresa ni el establecimiento de comercio son sujetos de derecho, carecen de capacidad de goce y de ejercicio. La empresa es la actividad económica organizada y el establecimiento de comercio es el conjunto de bienes. Quien tiene la personalidad es el empresario titular de la empresa.

Para ejemplificar las dinámicas entre la empresa y la sociedad cuando se entienden como una misma entidad, cabe citar el siguiente apartado de Gaviria Gutiérrez (2004, pp. 33-34) sobre el desarrollo de la sociedad anónima en el país:

[La sociedad anónima] ya no es el simple contrato celebrado solo en el interés particular de sus socios, sino una verdadera institución que se distancia y se coloca por encima de estos para pasar a tener justificación propia, por lo que ha hecho carrera la denominación de empresa en sí, para destacar que tiene un valor social por sí misma mucho más alto del que puedan darle sus accionistas.

La institución adquiere así un interés general de orden público radicalmente superior al interés particular de los asociados; no se está ya frente al pequeño círculo formado por estos, sino ante un personaje muy importante de la vida social cuya actuación interesa, no tanto a quienes lo han formado, cuanto a la comunidad en general, porque su bienestar depende de ella y de las demás instituciones que puedan existir.

[...]

Por obra de esta teoría los accionistas que inicialmente constituyeron la sociedad anónima observan con sorpresa y tal vez sin consentirlo que esta va dejando de ser el pequeño o mediano negocio que tuvieron en mente, para convertirse en una “institución”, vocablo que no entienden muy bien, pero que hace referencia a la importancia que ha alcanzado su empresa; se les dirá además, para completar esta explicación, que no deberán estar muy pendientes de la existencia y valor de las ganancias porque las personas que han designado como administradores ya no les conceden importancia, pues obran bajo el curioso criterio de que lo fundamental es que la empresa funcione, no que gane; este último corresponde a un interés egoísta y secundario de los accionistas, del cual deben despojarse para pensar solo en el de la comunidad.

[...]

Por otra parte, no se sabe exactamente qué deba entenderse por “institución”, cuál sea su régimen y cuáles los derechos y obligaciones de quienes a ella pertenecen; si estamos hablando de un proceso evolutivo en virtud del cual la sociedad pasa de contrato a institución, habría que definir exactamente cuáles son las diferencias entre una y otra figura, y dónde está la regulación legal de la institución que tendríamos que comparar con la conocida de la sociedad-contrato.

Lo que ocurre es que de contrato a institución no hay un salto cualitativo sino meramente cuantitativo; la sociedad anónima no se transforma en otra cosa a raíz del proceso de su crecimiento; ella sigue siendo la misma, solo que más grande y, por llegar a serlo, adquiere deberes y responsabilidades sociales que la norma suprema de la solidaridad le impone; podría aceptarse, incluso, que pasa a ser una figura de orden público porque a esta situación la conduce a su mayor tamaño [...].

Con estas palabras de Gaviria Gutiérrez (2004) es posible dimensionar el impacto y la importancia de las sociedades y las empresas hoy en día. En palabras del autor, sociedad, empresa e institución se desfiguran en una sola, y no es posible delimitar dónde termina una y empieza la otra.

El concepto de empresa como objeto jurídico no es claro ni unánime. La dificultad para determinar dicho concepto está relacionada con la imposibilidad de diferenciar la empresa de sus elementos patrimoniales, y de allí la necesidad de asumir a la empresa como una unidad, un objeto unitario de derechos (Garrigues, 1987).

Garrigues (1987) recopila en su libro *Curso de Derecho Mercantil* la discusión sobre el concepto de empresa. El autor explica que en un principio la doctrina intentó importar el concepto unitario de empresa. No obstante, ha surgido la discusión de si la empresa puede ser un objeto distinto a sus elementos integrantes y, aunque muchos juristas intentan identificarla como objeto unitario de derechos, otros se encuentran con la imposibilidad de diferenciar a la empresa de sus elementos patrimoniales (pp. 163-164).

La teoría de la empresa como persona jurídica tiende a unificar el tratamiento jurídico de los diversos elementos que la componen, en la calidad de persona jurídica. Según este concepto, no es un simple conjunto de bienes inertes destinados a producir, sino que la fusión de los elementos aislados corresponde a una completa independencia jurídica y el nacimiento de una persona nueva (Garrigues, 1987, pp. 164-165).

Esta característica de ser persona es una ficción legal, pues sería la ley la que le atribuye la capacidad de ser titular de derechos y de obligaciones (Atehortúa Ochoa, 2005, p. 52). Esta definición de empresa resulta problemática en cuanto convierte a la empresa, objeto jurídico, en sujeto; confunde a sus dueños con la empresa misma. Quien es titular de derechos, no es la empresa, sino que es el empresario (que puede ser persona natural o sociedad). Es el titular de la empresa quien goza de la personalidad jurídica (la sociedad), no la empresa *per se* (Arteaga Echavarría, 2002, p. 605).

La siguiente teoría es la de la empresa como patrimonio separado. Esta la entiende como un patrimonio, diferente al del comerciante, con una finalidad y cerrado en sí mismo. El comerciante

tiene una doble personalidad, una como comerciante y otra civil, que se traduce en dos patrimonios diferentes, el de su negocio y su patrimonio general (Bonilla Reyes, 1998, p. 107).

De concebir a la empresa como patrimonio separado se desprende que, al no ser jurídicamente un patrimonio autónomo, la figura de la separación de patrimonios y de responsabilidad deja de ser clara. Los acreedores mercantiles y los acreedores civiles del empresario no pueden diferenciar o pretender una preferencia, sino que concurren en igualdad de condiciones (Arteaga Echavarría, 2002, p. 609).

La única figura del derecho societario, según Atehortúa Ochoa (2005, p. 55), que encuadra en este supuesto, es el de la empresa unipersonal creada por la ley 222 de 1995 en el artículo 71.

Está también la teoría que concibe a la empresa como universalidad, por el hecho de estar integrada la empresa a una variedad de activos y pasivos no ligados materialmente entre sí, pero que buscan un tratamiento jurídico unitario (Garrigues, 1987, p. 166). Según esta teoría, la empresa permanece a lo largo del tiempo a pesar de los cambios en sus componentes, es decir, en sus inventarios, clientes, proveedores, empleados, etc. (Arteaga Echavarría, 2002, p. 607).

Se discute entonces si dicha universalidad es de hecho o de derecho. Es decir, si es un conjunto de cosas unidas por la voluntad del empresario y que el derecho las reconoce (universalidad de hecho), o si dicha empresa también tiene derechos (universalidad de derecho) (Garrigues, 1987, pp. 166-167). Sin embargo, Bonilla Reyes (1998, p. 107) y Garrigues (1987, p. 167) consideran que toda universalidad, en cuanto concepto jurídico, es al mismo tiempo de hecho y de derecho.

Este concepto es criticado porque lo característico de las universalidades de derecho es la transmisión de derechos y obligaciones, y la empresa *per se* no es la titular de los derechos ni de las obligaciones (Arteaga Echavarría, 2002, p. 606). Como sí lo es el empresario, que puede ser persona natural o jurídica.

En la óptica de la empresa como organización se parte de la diferenciación entre empresa y su patrimonio. Garrigues (1987, p. 168) explica que la empresa es diferente a los activos y pasivos que se utilizan al servicio de la creación de valor, porque pueden destruirse o desaparecer y la

empresa seguirá existiendo, y a su vez estos elementos pueden preservarse cuando la empresa deja de operar.

Es así como el precio de la empresa es usualmente diferente de la suma del precio de todos sus elementos patrimoniales. Para esta teoría, la empresa es más que el conjunto de cosas o derechos que le pertenecen; es la organización de los medios de producción. Por ende, no es algo corporal, pero que sí puede materializarse con el concepto de organización (Garrigues, 1987, p. 168).

La empresa como actividad la tipifica Garrigues (1987, p. 167) como aquella compuesta por dos elementos, a saber, la empresa como actividad económica del empresario y el establecimiento que se integra por el conjunto de elementos organizados con una finalidad económica, para interactuar en el mercado de bienes y servicios.

La empresa como actividad económica del empresario se diferencia del concepto de establecimiento entendido como conjunto de medios propios de su actividad; y de este modo deja de ser un conjunto de elementos organizados con una finalidad económica (Arteaga Echavarría, 2002, p. 607).

Bonilla Reyes (1998, p. 107) explica que esta teoría parte de dos conceptos diferentes: la empresa como actividad económica y el establecimiento de comercio. La empresa es definida como una organización de factores de producción con el fin de generar utilidades; mientras que el establecimiento de comercio son un conjunto de medios para cumplir ese propósito.

Este concepto de empresa como actividad es tomado por el Código de Comercio colombiano al definirla como “toda actividad económica organizada para la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios. Dicha actividad se realizará a través de uno o más establecimientos de comercio” (artículo 25). Encontramos al inicio de esta definición la actividad económica del empresario, y luego el concepto sobre el conjunto de elementos organizados con una finalidad económica.

Con esta definición, el empresario no puede ser confundido con la empresa misma, donde la empresa es objeto (aunque no objeto de derecho) y el empresario o sociedad son sujetos.

Capítulo 2. Elementos de la teoría general del derecho que son útiles para el estudio de la aplicación de la Cláusula del cambio material adverso en Colombia

Como se explicó en un capítulo anterior, la empresa no puede ser objeto de tráfico jurídico y en consecuencia no existe un contrato por medio del cual un enajenante se obliga a dar una empresa, pero sí existen diferentes contratos (ver Anexo 1) que pueden ser utilizados para tomar control sobre una. Estos contratos se clasifican como comerciales, y dado que el derecho civil y el derecho comercial tienen como origen común el derecho privado, se desprende que la legislación civil y los principios generales se apliquen de manera análoga en el derecho comercial (Peña Nossa, 2014). Por lo tanto, en el transcurso del estudio de las figuras jurídicas se tendrá en cuenta el Código Civil y el de Comercio de manera simultánea.

Cuestiones preliminares sobre el contrato que se deben resaltar

Dado que para el análisis de la Cláusula es fundamental entender que el negocio jurídico no se limita a las acciones, participaciones en el capital de una sociedad, un conjunto de activos o pasivos individualmente considerados o una matrícula mercantil; es necesario considerar desde la teoría general del derecho algunos elementos de los contratos y llevarlos a la particularidad del objeto real de la transacción: la empresa.

El principio de la buena fe

La buena fe es un principio que está presente en todas las etapas del contrato (Peña Nossa, 2014) y que va a permear todos los elementos que van a ser utilizados como herramientas para el estudio de la Cláusula.

Desde las negociaciones preliminares se exige que las partes actúen de buena fe, entendido como el deber de obrar de manera leal y correcta, así lo consagra el artículo 863 del Código de Comercio.³⁷ Del deber de buena fe se desprende para las partes el deber de manifestar las circunstancias personales y objetivas que rodean el contrato, e informar todo lo que pueda interesar a la contraparte; y del deber de información se desprende que las partes deben comunicar las

³⁷**Código de Comercio, artículo 863.** Las partes deberán proceder de buena fe exenta de culpa en el período precontractual, so pena de indemnizar los perjuicios que se causen.

circunstancias que son importantes para la celebración del contrato, y las condiciones de tipo objetivo y subjetivo que lo rodean (Oviedo Albán, 2008, pp. 17- 21).

Como parte del estudio de la buena fe se debe tener en consideración el abuso del derecho, consagrada en el artículo 95 de la Constitución Política donde estipula que es un deber “respetar los derechos ajenos y no abusar de los propios” y en el artículo 830 del Código de Comercio.

El autor Peña Nossa (2014) propone la siguiente cita de la sentencia de la Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil y Agraria, del 9 de agosto de 2000; Magistrado Ponente Jorge Antonio Castillo Rúgeles:

El artículo 830 del C. de. Co. por excelencia sustenta la existencia de la teoría del abuso del derecho y es reconocido por la Corte Suprema de Justicia cuando establece: “los derechos deben ejercerse en consonancia con los fines que les son propios, fines que están determinados por la función específica que cumplen en la convivencia humana, y en virtud de los cuales el derecho objetivo los regula y tutela. Mas, en cuanto postulado esencial del derecho, carácter que muy pocos se atreven a disputarle, trasciende del ámbito meramente extracontractual al cual se quiso restringir, para orientar, por el contrario, toda actividad humana amparada por el ordenamiento jurídico, de modo que, inclusive, el artículo 95 de la Constitución Política Colombiana lo considera uno de los deberes “de la persona y del ciudadano”, amén que manifestaciones del mismo pueden percibirse en el derecho público en la medida en que éste reprime el ejercicio arbitrario del poder o su desviación. Así, pues, es preciso destacar que aquellas actividades protegidas por el derecho que se ejecuten anómala o disfuncionalmente, motivadas por intereses inconfesables, ilegítimos o injustos que se aparten de los fines económico-sociales que les son propios, deben considerarse como abusivas y, subsecuentemente, generadoras de la obligación indemnizatoria, como igualmente lo son aquellas que comportan el ejercicio malintencionado e inútil del derecho subjetivo.

Considera Peña Nossa (2014) que en los contratos mercantiles cuando se está en una situación de poder, si quien ostenta una posición dominante se vale de esta para generarle perjuicios a la parte débil se está en presencia de una posible situación de abuso del derecho. Sin embargo, no hay criterios unificadores para determinar que se está en presencia de abuso del derecho, sino que debe estudiarse en cada caso en concreto.

Uno de los elementos fundamentales de estas transacciones son las partes. Es muy difícil considerar que en los contratos de adquisición de empresas haya una posición dominante y una posición débil, en cuanto estos contratos suelen ser negociados entre partes fuertes y conocedoras en el mercado y en la industria (refiriéndonos a la explicación de comprador industrial). Las partes en la negociación están acompañadas de abogados y consultores expertos en el tema y a quienes les pagan para que protejan los intereses de cada parte.

Pero hay que señalar dos momentos en los que, aunque no sea posible hablar en términos de una parte dominante y una oprimida, se ve una situación de “privilegio” en la parte vendedora. La primera es en la etapa precontractual, en la que la parte vendedora es la dueña de la información sobre la empresa objetivo o *target*, y de ella depende la información a la que tiene acceso el comprador durante la debida diligencia. Para disminuir (pues no es posible eliminar) esta asimetría de la información surge el proceso de debida diligencia y que en el contrato se pacten las representaciones y garantías como se va a desarrollar a continuación (Carrasco Perera, 2004).

La segunda es el hecho de que, aunque se haya celebrado el contrato, la empresa continúa en manos del vendedor hasta el cierre o ejecución de las obligaciones, y, por ende, sigue teniendo poder y dominio sobre esta y sigue estando legitimado para realizar un montón de acciones y ejercer derechos que pueden resultar siendo lesivas para el comprador, quien tiene la expectativa de recibir la empresa en las condiciones en la que fue negociada.

Por lo tanto, es necesario plantear las figuras de la teoría general del derecho que permiten disminuir la asimetría de la información y que el interés de las partes (enajenar la empresa) sea posible.

La causa

La causa es uno de los requisitos de validez de los contratos. El artículo 1524 del Código Civil prescribe que

No puede haber obligaciones sin una causa real y lícita; pero no es necesario expresarla. La pura liberalidad o beneficencia es causa suficiente.

Se entiende por causa el motivo que induce al acto o contrato; y por causa ilícita la prohibida o por ley, o contraria a las buenas costumbres o al orden público.

Así, la promesa de dar algo en pago de una deuda que no existe, carece de causa; y la promesa de dar algo en recompensa de un crimen o de un hecho inmoral, tiene una causa ilícita.

La causa de los contratos bajo análisis es la adquisición de una empresa. Es importante precisar que, dado que el artículo 822 del Código de Comercio reconoce la mera liberalidad como causa suficiente y el artículo 1524 del Código Civil dice que no es necesario expresarla, es importante precisar que para que la adquisición de la empresa sea reconocida como la causa del negocio jurídico y protegida como tal, debe ser exteriorizada.

Erlaiz Coteló (2004, p.337) explica que existen diferentes clases de adquirentes de empresas y propone una primera clasificación: compradores industriales y compradores financieros. El comprador financiero es el que solo está interesado en la rentabilidad de la empresa y, en principio, no le interesan los aspectos técnicos del negocio, sino la capacidad que tiene de generar rendimientos. Para este inversionista es preferible la adquisición de la empresa a través de acciones que, de otros activos, pues es esencial la posibilidad de ceder el contrato a un tercero, o poder revender las acciones. El interés de este comprador es generar una rentabilidad a través de obtener el mayor precio posible de venta y tiene dos riesgos asociados con su adquisición: el primero es que la empresa no sea tan rentable como esperaba y el segundo es no poder liquidarla en el momento que maximice su retorno (Erlaiz Coteló, 2004, p. 337).

Los compradores industriales son los que están dedicados al mismo negocio que el de la empresa que pretenden adquirir, conocen su funcionamiento y les dan importancia a las sinergias con su propia empresa (Erlaiz Coteló, 2004, p. 337).

Por medio de las integraciones verticales se buscan otras empresas que tengan similar o igual actividad económica, con el fin de obtener una posición más sólida en el mismo sector de la actividad económica, reduciendo costos de intermediación; se adquieren empresas que se dedican a actividades económicas anteriores o posteriores como serían los proveedores, transportes, distribuidores, etc. (Reyes Villamizar, 2000, pp. 79-80). La integración horizontal implica la eliminación de la competencia en el mismo renglón económico, dando paso a una posición dominante, aumentando su poder por medio de un cambio en la estructura de mercado (Álvarez Arjona & Carrasco Pereja, 2004). El propósito de dichas operaciones está relacionado con los beneficios que se obtienen en términos de eficiencia y el concepto de economías de escala. Este concepto indica que al aumentar de manera proporcional los factores de producción, la producción va a aumentar en una mayor proporción. Sin embargo, las empresas tienen un punto en el aumento de los factores de producción en el que se vuelven ineficientes y es donde entran en juego las operaciones de escisión (Reyes Villamizar, 2000, pp. 82-83).

Estas diferencias en el interés del comprador implican diferencias en la etapa precontractual y en el contenido del contrato, por lo que resulta de gran importancia para interpretar el contrato en su integridad y así la Cláusula.

El objeto

Objeto del contrato vs. Objeto de las obligaciones

El objeto también es un requisito de validez del contrato. Antes de iniciar el desarrollo del objeto es importante realizar unas precisiones sobre la estructuración de los conceptos esenciales que permiten entender la complejidad del objeto de los contratos.

Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998) critican la forma en la que el Código Civil establece la noción del objeto porque se limita a hablar de los elementos naturales, esenciales y accidentales, afirmando que se pueden confundir el objeto del contrato, explicado como los fines específicos voluntarios y legales, “unas veces con las *prestaciones* propias de las obligaciones provenientes de los contratos, otras veces con las *cosas* que son materia de los actos y, en fin, otras veces, con los *actos mismos*” (p. 238). Además, los autores consideran que como las disposiciones son casuísticas, dificultan y oscurecen su entendimiento.

Por lo anterior hay que precisar la diferencia entre el objeto de los contratos y el objeto de las obligaciones, diferencia que el Código Civil no hace. El artículo 1517 del Código Civil, dice que toda declaración de voluntad debe tener por objeto una o más cosas, que se trata de dar, hacer o no hacer. Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 238) dicen que esta definición confunde el objeto de las obligaciones y el objeto del contrato. Fernando Hinestrosa (2007) también considera que la conducta determinada de dar, hacer o no hacer (la prestación) es el objeto de la obligación; por lo que la definición que trae el Código Civil hace referencia al objeto de las obligaciones, no de los contratos.

El objeto del contrato

Esta diferencia entre el objeto de las obligaciones y el objeto del contrato se ve en su máxima expresión en los contratos bajo estudio. “La cosa” son por ejemplo, las acciones, el conjunto global de activos, el establecimiento de comercio; y el interés perseguido es la empresa funcionando, el negocio en marcha (Rincón Montes, 2018, p. 16). Esto es resultado de que las partes tienen el interés de negociar la empresa, pero, por la complejidad de determinarla por estar definida como una actividad (como se explicó en el capítulo 2), esta no es objeto de tráfico jurídico.

La Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil (M.P. Ariel Salazar Ramírez), en sentencia del 16 de diciembre de 2013, al referirse al objeto de las enajenaciones de acciones, dice que este son los títulos de participación y la consecuencia es una sustitución de la posición del socio y los derechos inherentes a esta calidad, sin perjuicio de que las partes pacten transferir la hacienda de la sociedad. La Corte concluye entonces que en un contrato en el que se negocia un paquete accionario, el objeto, conforme a la voluntad de las partes, puede dejar de ser los títulos de participación *per se* para pasar a ser la venta de la empresa social.

Luego, si de venta de acciones se trata, es dable aclarar que el objeto del negocio jurídico son los títulos de participación –mas no el patrimonio de la sociedad–, que confieren al socio un conjunto de derechos de diversa naturaleza, según la clase de acción que se trate, como quedó explicado con precedencia, y que se concretan especialmente en el voto en las asambleas, la participación en los beneficios, y en el concurso en el resultado de la liquidación.

[...] La acción en estricto sentido técnico no representa una fracción proporcional del valor patrimonial de la sociedad. Al respecto –explican Halperlin y Otaegui– *“el enajenante transfiere sus derechos de socio, y no una cuota parte –contravalor– del patrimonio social, ni una cuota parte en el dominio de la empresa comercial”* (Sociedades anónimas, 2ª ed. Buenos Aires: Depalma, 1998, p. 369).

[...] En tal sentido, puntualiza Antonio Brunetti: *“Si la acción, considerada de forma aislada, no representa una parte proporcional del valor patrimonial de la hacienda social, a fortiori debe excluirse que todas las acciones (el llamado paquete), tomadas en su conjunto, tenga que corresponder al valor del entero patrimonio. Sabemos perfectamente qué es lo que la acción en verdad significa para no dudar de la evidencia de este principio.*

*“La enajenación de la acción, considerada en sí misma, sólo implica la **sustitución** de la posición del socio, quedando sin cambio alguno la pertenencia del patrimonio y creando entre cesionario y la sociedad solamente aquella relación jurídica que nace del hecho de sustituir al precedente titular. Aislada la acción del patrimonio de la sociedad, la transferencia de bienes de ésta sólo puede producirse por efecto de un negocio jurídico en que sea parte la misma sociedad. Decir que el patrimonio social pertenece a las personas físicas de los socios es inexacto y equivale a destruir aquella autonomía patrimonial que se convino en el acto de la constitución”* (Sociedades mercantiles. Tomo 2. México: Editorial Jurídica Universitaria: 2002, pág. 288).

Desde luego que los anteriores principios pueden ser modificados por la voluntad de las partes y, por ello, no son un obstáculo para que estas se comprometan a negociar no sólo un número plural de títulos sino, además, un paquete integral de acciones que otorgue al adquirente el dominio y control de la empresa, y la sustitución de su posición en la sociedad con todos los derechos que ello implica, tales como los créditos; las inversiones permanentes; el capital circulante; las participaciones; el capital social; las reservas legales, estatutarias y facultativas; los débitos y compromisos; y, en general, todos los elementos que constituyen el patrimonio, tanto activos como pasivos.

Sobre este punto, continúa Brunetti: *“Lo que se ha dicho hasta aquí no puede tenerse en cuenta para el caso en que las partes **convengan** expresamente adquirir la hacienda de la sociedad mediante cesión del entero paquete de acciones o de aquella mayoría que, a base de la ley o del acto constitutivo, sirve para dar al comprador, mediante el voto en las asambleas, la plena señoría sobre el conjunto económico de la empresa. Será una cuestión de hecho determinar cuál será el verdadero objeto de la contratación, es decir, el modo con que el intento empírico de las partes tuviese que ser realizado, pero, cuando el paquete accionario se ha querido considerar como representativo de dicho valor económico, la **causa** del contrato es la compraventa de la hacienda y el **objeto** el paquete de acciones o el número de éstas que sea suficiente para atribuir la mayoría incluso en las asambleas extraordinarias”*

*“(…)La voluntad de los contratantes es decisiva cuando hayan considerado expresamente las acciones, no como alícuotas del capital social (que sabemos no corresponde, ni jurídica ni económicamente, al patrimonio, excepto en el momento inicial de la sociedad), sino como representativas de la cosa objeto de la compraventa, de la misma manera que se compra mercancía en transporte mediante endoso de la póliza de embarque que la representa. Decir que el vínculo entre los socios y la hacienda social consiste en una mera correlación económica privada de trascendencia jurídica y que el patrimonio social es cosa ajena a los accionistas, por pertenecer a la persona jurídica, es un concepto en exceso mecánico y formalista, porque el patrimonio social, aunque sea de manera **mediata**, pertenece a los accionistas, no es cosa ajena y no puede desaparecer de manera total detrás del velo de la personificación cuando el que lo posee quiere transferir a otros todas las palancas de mando de la persona jurídica” (Ibid., pág. 288).*

Lo anterior se erige en un motivo más para concluir que no tienen razón los demandantes cuando afirman que las normas de la compraventa comercial no son aplicables al negocio que dio origen a la presente controversia, pues en tal hipótesis no estarían facultados para reclamar a los vendedores por los posibles vicios que se hayan producido en el patrimonio de la sociedad por ocultación de información sobre el estado de su crédito, tal como ha quedado ampliamente explicado.

Sin lugar a dudas, la fuente de la obligación que se pretende fue la transferencia de la propiedad de la empresa, lo cual supuso la enajenación del complejo patrimonial dispuesto para la especulación comercial, y al cual le son inherentes todos los elementos materiales e inmateriales, o –en términos de BOLAFFIO- *“objetivos y objetivizados del ejercicio comercial, su organización interna, su fisonomía manifestada por los exponentes exteriores, su rendimiento expresado por la organización. El adquirente del establecimiento quiere sacar provecho de esta consistencia unitaria, a la que dará un valor propio de conjunto”* (Derecho Comercial. Tomo 4, Volumen 1. Buenos Aires: Ediar: 1948, p. 369).

“En todo caso –prosigue el citado autor–, y cualesquiera que sean los elementos que deban considerarse comprendidos, la venta del establecimiento constituye un contrato único e indivisible teniendo por objeto una universalidad de cosas (...). Y de aquí derivan, entre otras, las siguientes consecuencias:

“Ante todo, el incumplimiento de una cualquiera de las obligaciones que incumben al vendedor da lugar a favor del comprador al derecho de pedir la resolución del contrato en su totalidad

“En segundo lugar, la doble garantía debida por el vendedor, ya sea por la evicción, ya sea por los vicios o defectos ocultos de la cosa vendida, se extiende a todos y a cada uno de los bienes singulares y los derechos comprendidos en el establecimiento, abriendo el camino a las relativas acciones por el contrato entero” (Ibid, pág. 385).

De manera que la cesión del paquete de acciones no tuvo otro objeto que la venta de la empresa en su conjunto, por lo que la solicitud de cumplimiento de la prestación contenida en la garantía recayó, claramente, sobre el patrimonio del establecimiento de comercio que adquirieron los demandantes y no sobre un defecto de los títulos de participación en sí mismos considerados”.

Este análisis que realizó la Corte sobre el objeto del contrato de enajenación de acciones, puede perfectamente extenderse a las demás figuras contractuales que permiten tomar control sobre una empresa; enajenación de activos y pasivos, de establecimiento de comercio, etc., pues lo que la Corte hace es sobrepasar las limitaciones que implica la figura contractual utilizada y resaltar el verdadero interés de las partes cuando estas son lo suficientemente diligentes para expresarlo y su voluntad queda consagrada en el contrato.

Objeto de las obligaciones

Las obligaciones son una relación jurídica conformada por dos personas determinadas. Una de ellas es el acreedor (sujeto activo), quien espera un determinado comportamiento susceptible de valoración económica, a cargo de otro sujeto denominado deudor (sujeto pasivo), que se encuentra en la necesidad de ajustar su conducta so pena de quedar expuesto a padecer la ejecución forzada o a verse constreñido por la contraparte a desplegar la prestación original o satisfacer su equivalente en dinero e indemnizar los perjuicios causados por su incumplimiento (Hinestrosa, 2007).

Como se mencionó anteriormente, el artículo 1517 del Código Civil señala que toda declaración de voluntad debe tener por objeto una o más cosas, que se trata de dar, hacer o no hacer. Por su parte, el artículo 1501 del Código Civil menciona que en el contrato se distinguen elementos que son de su esencia, de su naturaleza y las puramente accidentales.

Los de la esencia son aquellas sin las que el contrato no produce efecto alguno o degeneran en un contrato diferente. Para ejemplificar esto, el Código Civil en el artículo 1849 establece que la compraventa es un contrato en que una de las partes se obliga a dar una cosa y la otra a pagarla en dinero (denominado precio). En el Código de Comercio (artículo 920) estipula que no habrá compraventa si los contratantes no convienen en el precio o en la manera de determinarlo. Por consiguiente, en los contratos de compraventa, los elementos esenciales son la cosa y el precio.

En los contratos que pueden ser utilizados para tomar control sobre una empresa tienen como elemento esencial la obligación de *dar*. Esta obligación recae sobre las acciones, el establecimiento de comercio, los activos y pasivos. La obligación de dar no recae sobre la empresa pues esta no es objeto de tráfico jurídico (premisa fundamental de este trabajo).

Aunque la obligación de dar no recae sobre la empresa, el adquirente, especialmente el comprador industrial, está interesado en tomar control sobre una específica, no en una empresa cualquiera del sector. Incluso las partes en el proceso de debida diligencia hacen todo un estudio de las particularidades y de las características propias de la empresa, sus contratos, los empleados, los clientes, las subsidiarias, las franquicias, etc., incluso el estudio de la empresa objetivo o *target*

es tan importante que la elección la entregan a bancas de inversión que son expertas en el tema (Álvarez Arjona, 2004, p. 49).

Por lo tanto, los instrumentos jurídicos que sí son objeto de tráfico jurídico, por medio de los cuales se puede tomar control sobre una empresa, pueden ser considerados de cuerpo cierto. Las obligaciones de cuerpo cierto son las que versan sobre una cosa individualizada, de tal manera que no se pueda confundir con otra de la misma especie (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1999, p. 243).

Los elementos de la naturaleza son aquellos que no siendo esenciales se entiende que hacen parte del contrato sin necesidad de que las partes lo pacten, o sea que, si las partes no lo pactan, se producirán de manera automática por intermedio de la ley (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1999, p. 36).

Fernando Hinestrosa (2007) explica que el deudor debe satisfacer el interés del acreedor, y que hay una evidente correspondencia entre la utilidad propia de la relación crediticia y el comportamiento debido por el deudor. Por lo tanto, es necesario que, además de los elementos esenciales del contrato, existan deberes complementarios, integradores o contiguos de la prestación.

Estos elementos de la naturaleza juegan un papel determinante, porque son los que permiten la realización de las demás obligaciones y lograr el interés legítimo de las partes en el contrato (Hinestrosa, 2007).

El artículo 1605 del Código Civil señala que la obligación de dar, cuando es una especie o cuerpo cierto, contiene además la obligación de conservar la cosa hasta la entrega, so pena de pagar los perjuicios del acreedor que no se ha constituido en mora; y el artículo 1606 de la referida ley dice que “la obligación de conservar la cosa exige que se emplee en su custodia el debido cuidado”.

Esta obligación de dar y por ende el deber de conservación recaen, en principio, sobre el objeto del contrato, que en este caso son las acciones, el establecimiento de comercio, los activos y pasivos en la enajenación global de activos, entre otros.

Los elementos accidentales son los que no son ni esenciales ni naturales pero que las partes deciden agregar por medio de cláusulas especiales. Estos pactos que varían los efectos subsidiarios que establece la ley para cada contrato (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1999, p. 36). Por medio de estos elementos accidentales las partes pueden pactar que el deber de cuidado se amplíe a la empresa, siendo coherentes con la sentencia de la Corte Suprema de Justicia previamente expuesta. Las representaciones y garantías y la Cláusula del cambio material adverso son elementos accidentales que permiten ampliar el concepto de causa determinante del contrato a la empresa y, por ende, se amplíe el deber de cuidado y custodia y de las garantías legales que tiene por ley el adquirente.

Vicios del consentimiento: Dolo

Otro de los requisitos de validez de los contratos es que la voluntad de los contratantes esté libre de vicios del consentimiento. Los vicios del consentimiento son el error, la fuerza y el dolo. Para el desarrollo de este trabajo se hará especial énfasis en el dolo.

El Código Civil define el dolo en el artículo 63 como la intención positiva de inferir injuria a la persona o propiedad del otro. Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 202) la explican como toda especie de artificio del que alguien se sirve para engañar a otro. En palabras de los autores:

Es cualquier maquinación, trampa, artificio o astucia encaminados a sorprender a la víctima y a provocar su adhesión bien sea sobre el acto en general, bien sea sobre ciertas condiciones de él; consiste, pues en crear en la mente de una persona, mediante procedimientos condenados por la buena fe, un móvil o razón para consentir, móvil o razón que en realidad no existe, que es ilusorio y pernicioso. Comete dolo el vendedor que afirma falsamente la existencia de una servidumbre en favor del predio vendido, o que crea una carta que le atribuye precio mayor del que verdaderamente tiene, o que usa de drogas para aumentar el brío del caballo que quiere negociar. En estos ejemplos, la víctima del dolo va al acto jurídico bajo el imperio de un error provocados por artificios fraudulentos; no presta entonces una voluntad sana y libre como la requiere la ley, sino una voluntad imperfecta y viciada por el error directa e intencionalmente producido por el agente del dolo” (p. 202).

El dolo, de acuerdo con el artículo 1515 del Código Civil solo vicia el consentimiento cuando es obra de las partes, y es claro que sin él no hubieran contratado. Cuando el dolo proviene de un tercero da lugar a la indemnización de perjuicios contra la persona que actúan de manera dolosa, o se aprovechan de él.

Para Fernando Hinestrosa (2006, p. 58) hay una relación directa entre el deber de información de las partes y el dolo, lo que se encuentra ratificado en el hecho de que la validez del contrato

solo se ve en riesgo cuando el dolo viene de una de las partes contratantes, y no por parte de terceros.

Dicen Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 202) que el dolo tiene muchas manifestaciones: puede ir desde una carta falsa que atribuye mayor precio al objeto o semejantes, así como cuando el autor no afirma directamente algo falso, sino que por medio de palabras ambiguas, dudosas o inconclusas hace nacer o alimenta un error de la víctima o sin ir tan lejos hasta la simple omisión, como cuando el vendedor se abstiene de declarar los vicios ocultos de la cosa.

La sola existencia del dolo no produce la nulidad de los contratos, sino que la ley exige ciertas condiciones. Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 204) distinguen tres tipos de dolo: (i) el dolo indiferente o tolerado que recae en prácticas de uso ordinario en el comercio y son conocidas por todo el mundo, y que el adquirente debe neutralizarlo, so pena de negligencia (p. 209); (ii) el dolo dirimente es aquel que es obra de una de las partes y es de tal gravedad que implica la invalidez del contrato, en tanto es determinante del mismo (induce a la víctima a celebrar el contrato, y sin el dolo, la celebración del contrato no hubiera ocurrido) (1998, p. 206).

Cuando no es determinante, es decir, cuando no se utiliza para que la contraparte celebre el contrato (pues esto ya ha sido decidido), sino que se utiliza para que acepte condiciones más gravosas, el dolo no es causal de invalidez del contrato; solo es fuente de obligación de indemnización por los perjuicios ocasionados (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 206).

Cuando no se cumplen los demás requisitos se está en presencia del dolo incidental. Este no produce la nulidad del contrato, pero, su mera existencia del dolo produce la sanción ordinaria del hecho ilícito, que es la sanción de indemnizar a la víctima por los perjuicios ocasionados (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, pp. 110-207).

Como se ha mencionado varias veces, el titular de la información de la empresa es el enajenante, y en parte, la cantidad y la calidad de la información que obtenga el adquirente va a estar condicionada por el enajenante. Dado este supuesto, y con base en lo que dice Ospina Fernández y Ospina Acosta, la forma en la que el enajenante maneje la entrega de la información puede generar un vicio en el consentimiento del deudor.

Del nacimiento de las obligaciones

Los contratos son fuentes de obligaciones. Las obligaciones en principio son puras y simples: nacen a la vida jurídica desde el momento en que la fuente de donde provienen alcanza su perfeccionamiento (Peña Nossa, 2014). En otras palabras, las obligaciones puras y simples son aquellas que nacen desde el momento del perfeccionamiento del contrato.

Surge entonces la necesidad de determinar si las partes pueden condicionar la ejecución del contrato a que la empresa no experimente un cambio material adverso entre la celebración del contrato y la ejecución.

Para Gohzi, traducido por Fernando Hinestrosa (2006, pp. 91-92) las partes deben prever las dificultades que pueden surgir después de la celebración del contrato, y que las mejores soluciones para estas son las que negocian las partes interesadas. Lo ideal es que las partes pacten cláusulas de renegociación en los contratos en caso de que las circunstancias que fundan el equilibrio inicial de sus prestaciones sean perturbadas al punto en que el contrato pierda todo interés para una de ellas. Continúa el autor (p. 93) indicando que, pactando una cláusula de renegociación condicionada a la pérdida de interés de las partes, una vez se pruebe la gravedad del desequilibrio contractual, las partes pueden llegar a una nueva negociación.

Condición

La obligación condicional es de acuerdo con el artículo 1530 del Código Civil “la que depende de una condición, esto es, de un acontecimiento futuro, que puede suceder o no”. Es decir, depende de un hecho futuro y que haya incertidumbre sobre la ocurrencia de tal hecho (Peña Nossa, 2014). La condición puede ser positiva cuando consiste en que acontezca una cosa y negativa es cuando depende de que una cosa no acontezca (Artículo 1531 del Código Civil).

Fernando Hinestrosa (2007) plantea que es normal escuchar que la relación sujeta a condición suspensiva no alcanza a constituir derecho, sino que se limita a una mera expectativa, y que el derecho solo nace cuando se verifica la condición.

El artículo 1536 del Código Civil prescribe que “la condición se llama suspensiva si, mientras no se cumple, suspende la adquisición de un derecho; y resolutoria, cuando por su cumplimiento

se extingue un derecho. La condición resolutoria que es imposible por su naturaleza, o ininteligible, o inductiva a un hecho ilegal o inmoral, se tendrá por no escrita”.

Las obligaciones sometidas a condición suspensiva son aquellas cuyo nacimiento o existencia depende de la ocurrencia del hecho al que se condiciona. No existe la obligación ni su derecho correlativo hasta que se cumple la condición (Peña Nossa, 2014).

La condición resolutoria es condicionar la extinción de la obligación a un hecho futuro e incierto. La primera característica de esta condición es que debe ser un hecho futuro en relación con el momento de la celebración del acto modalizado. La segunda, es que el hecho debe ser incierto, en el sentido de que no es posible saber de antemano si va a suceder o no; y la tercera es que del hecho descrito dependa la ineficacia total o parcial del contrato (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 546).

A través de esta figura las partes pueden condicionar el nacimiento o extinción de las obligaciones contractuales a la existencia de un cambio material adverso, dado que, si el cambio material adverso ocurre con posteridad a la celebración del contrato cumple con las características de ser un hecho futuro e incierto.

El proceso de debida diligencia

Como se ha indicado, el acreedor está interesado en la empresa (que no es objeto de tráfico jurídico), y para esto va a realizar un contrato cuyo objeto recae sobre las acciones, el establecimiento de comercio, los activos y pasivos o la enajenación global de activos. Sin embargo, la expectativa del acreedor de recibir la empresa es legítima y es protegida como causa determinante del contrato cuando es exteriorizada, aunque esta protección no puede ser absoluta.

Esto lleva a que, desde la negociación y la celebración del contrato, cada parte realiza sus mejores esfuerzos para proteger sus intereses. Una de las herramientas que tiene el adquirente para conocer los aspectos legales, financieros, comerciales, entre otros; de la empresa que están adquiriendo y dimensionar los factores que deben ser tenidos en cuenta para la adquisición y los riesgos implicados de la empresa es la debida diligencia (*due diligence*) (Hallett Charro, 2004, pp. 147-153).

Entre más compleja sea la transacción, más compleja va a ser la debida diligencia. Este proceso debe llevarse lo antes posible, pues permite mitigar los riesgos que logren ser identificados. Es la forma en que conocen posibles contingencias e identificar si antes de celebrar el contrato o ejecutarlo se deben solicitar autorizaciones previas relacionadas con las políticas antimonopolio, de competencia desleal, conflictos de intereses, etcétera (Rincón Montes, 2018, p. 9). El proceso de debida diligencia no está regulado en el derecho colombiano, sin embargo, es una práctica común en este tipo de contratos.

Peña Nossa (2014) considera que, en la etapa precontractual, que es en la que se da el proceso de *due diligence*, las partes deben hablar con claridad, expresando el verdadero interés que tienen en la celebración del contrato; de manera que se incorpore lo identificado y sea un instrumento de prueba de los derechos y las obligaciones de las partes.

En Colombia, la Corte Suprema de Justicia ha reconocido la función interpretativa de las conversaciones preliminares. Oviedo Albán (2008, p. 11) destaca la sentencia del 12 de agosto de 2002 de la Sala de Casación Civil, del magistrado ponente José Fernando Ramírez Gómez donde dice que

[...] en caso de aceptación, todos los actos, tratos o conversaciones preliminares llevados a cabo con el fin de perfeccionar el acuerdo de voluntades, en un momento dado resultarían trascendentales, no solo para desentrañar la verdadera intención de las partes, sino para ver cuáles fueron las reglas de juego, inclusive jurídicas, a las que se iban a someter, conductas que, desde luego, cobrarían mayor relieve si después de ocurrida la propuesta, así como su aceptación por el destinatario, aparecen ratificadas de modo expreso o tácito.

El artículo 1621 del Código Civil plantea que “en aquellos casos en que no apareciere voluntad contraria, deberá estarse en la interpretación que mejor cuadre con la naturaleza del contrato. Las cláusulas de uso común se presumen, aunque no se expresen”. Por lo tanto, cuando al juez le toca intervenir e interpretar el contrato, debe consultar la intención real de los agentes, las normas legales propias de la naturaleza del acto y los dictados de la equidad (normas supletivas), para completar el contenido y las obligaciones resultantes del contrato (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1999, p. 332).

Por lo tanto, lo que las partes tengan en consideración durante la debida diligencia va a ser parte del contrato y de las reglas de juego. La debida diligencia no se limita a los activos y pasivos o a las acciones individualmente considerados.

Sin embargo, este proceso de debida diligencia tiene sus límites frente a la cantidad y la calidad de información a los que tiene acceso el comprador, por lo que queda expuesto a los riesgos de que no le hayan proporcionado toda la información, o que esta lo conduzca a representaciones inexactas (Hallett Charro, 2004, p. 153).

Es a través de este proceso de debida diligencia que el adquirente va a buscar conocer todos los aspectos que considera importantes sobre la empresa y que va a considerar como determinantes de su voluntad, y van a tener en cuenta la existencia o posible existencia de un cambio material adverso.

Representaciones y garantías

Como se explicó al abordar el tema del objeto, en estos contratos en principio se limita a las acciones, al establecimiento de comercio, a los activos y pasivos a través a la enajenación global de activos; pues la empresa, en principio, no queda protegida bajo el concepto de objeto jurídico del contrato. Sin embargo, la empresa, sus características, su desempeño y todo lo que implica puede ser protegido como causa determinante del contrato y para esto, las partes pueden utilizar la figura de las representaciones y garantías.

En palabras de Carrasco Perera (2004, p. 267), las representaciones y garantías “constituyen asignaciones contractuales de riesgos y no una *special liability* impuesta como consecuencia de un defectuoso incumplimiento por parte del vendedor de su deber de informar. [...] Los riesgos no asignados al vendedor en la lista de Manifestaciones son riesgos que no sufre ni soporta el vendedor”.

Rincón Montes (2018, pp. 13-16) hace la precisión de que las representaciones y garantías en Colombia son cláusulas atípicas, en cuanto no hay una ley que las defina. Asimismo, la jurisprudencia sobre el tema no es mucha, y las veces en que los jueces se han pronunciado al respecto no han sido consistentes bajo una misma línea jurisprudencial (Montes, 2018). Sin

embargo, partiendo del amplio uso de esta cláusula en el derecho anglosajón, y su adopción en las diferentes legislaciones, la academia ha definido las representaciones como manifestaciones o declaraciones que hacen las partes respecto a un hecho determinado con respecto al objeto contractual, cuya veracidad y exactitud es garantizada contractualmente (Avendaño Sánchez y Estela Montes, 2016).

El comprador, al adquirir es responsable de las contingencias y riesgos de la empresa. Por lo tanto, para poder invertir esa responsabilidad es que el vendedor (en cuanto él es el titular de la información), manifieste y asegure como ciertas una lista de hechos y contingencias que él va a asumir (Carrasco Perera, 2004).

Carrasco Perera (2004, p. 266) refiere que, en una venta de acciones, en principio lo que el vendedor garantiza, por ley, es que el objeto vendido, en este caso las acciones, no tenga defectos ocultos y los activos a través de los que se desarrolla la empresa no están incluidos en la garantía legal. Esto es coherente con el planteamiento de la Corte Suprema de Justicia propuesto anteriormente, donde señala que en principio el interés y protección del comprador de las acciones se limita a la titularidad de estas.

Además de que son una forma de establecer un punto de referencia para la responsabilidad del vendedor una vez se celebra el contrato se entienden como determinantes del consentimiento del contrato. De acuerdo con Rincón Montes (2018, p. 12) son lo que llevan al comprador a realizar la transacción; y en algunos contratos se pacta como una condición para que el comprador ejecute la obligación cuando su exigibilidad está diferida en el tiempo (Rincón Montes, 2018, p. 13).

Rincón Montes (2018) dice que “las declaraciones y garantías podrían considerarse bajo la legislación colombiana como un conjunto de obligaciones de resultado, en donde alguna de las partes, normalmente el vendedor, se compromete y se obliga a que las declaraciones y garantías otorgadas sean verdaderas y exactas a la fecha de cierre de la transacción, de tal forma que el comprador no sufra ningún perjuicio en caso que no fueran verdades ni exactas” (p. 16).

Un Tribunal de Arbitramento del Centro de Arbitraje de Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá en el 2012 en el caso de Cadena vs. Logofomas dijo que quien extiende una representación y garantía, asume responsabilidad por su contenido (por la inexactitud o falta de

veracidad). La transgresión de las representaciones y garantías se estudian bajo la responsabilidad derivada del contrato en cuanto si el contenido de las declaraciones resulta inexacto el deudor incurre en incumplimiento (pp. 64-64).

Las partes en el proceso de la debida diligencia, y que van a verter en las representaciones y garantías van a tener en cuenta que la sociedad esté debidamente constituida, que las reformas a los estatutos estén en orden, el alcance de los poderes que se han otorgado, los acuerdos de accionistas, que los órganos sociales funcionen de manera adecuada, la información sobre los libros societarios y de los estados financieros. Además, se hace un estudio sobre la titularidad de los inmuebles, información sobre el Registro Mercantil, los registros de marca y de propiedad industrial, los derechos de autor de los empleados, las deudas con el Estado, las licencias ambientales y certificaciones urbanísticas en caso de que sean pertinentes (Hallett Charro, 2004). Deben las partes revisar que los temas laborales y de seguridad social estén al día, las formas de contratación, la nómina, los acuerdos de beneficios que puedan existir, medidas disciplinarias, el Reglamento Interno de Trabajo, la existencia sindicatos y otras formas de asociaciones, revisar los contratos de prestación de servicios, los pleitos laborales pendientes (Hallett Charro, 2004). Además, se deben tener en cuenta cualesquiera contrataciones que existan, las duraciones de los contratos, las formas de pago de cada uno, las obligaciones y derechos que se desprenden de los contratos, las formas de terminación de los contratos, la posible nulidad de los contratos, se debe considerar los préstamos que tiene con los bancos, identificar las cuentas bancarias. Asimismo, se deben estudiar las pólizas de seguros, y todo lo demás que las partes consideren sea determinante para el buen desempeño de la empresa (Hallett Charro, 2004).

Siguiendo con los lineamientos que se están exponiendo, el Tribunal de Arbitramento del Centro de Arbitraje de Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá en el 2012 en el caso de *Cadena vs. Logoformas*, afirma que es obligación revelar las prácticas contables que utiliza cada sociedad mediante la inclusión de notas a los estados financieros, de manera que estos puedan reflejar cualquier cambio o modificación en las políticas y prácticas contables (2012, p. 58).

A través de las representaciones y garantías el enajenante puede manifestar que la empresa no ha sufrido un cambio material adverso hasta el momento de la celebración e incluso hasta el momento del cierre del contrato, como se vio en los contratos estudiados por la Corte de Delaware.

Capítulo 3. Aplicación de la Cláusula del cambio material adverso en los contratos de adquisición de empresas en Colombia

Una vez planteados algunos elementos de la teoría general del derecho en Colombia, que pueden servir de fundamento para encuadrar la Cláusula en los contratos de adquisición de empresas en Colombia, en este capítulo se pretende ver el uso de estos elementos cuando una empresa que está siendo negociada sufre un cambio material adverso.

La Corte de Delaware entiende el cambio material adverso como una barrera que protege al comprador de la ocurrencia de un evento desconocido que amenace en la capacidad de la empresa para generar utilidades, sobre un periodo comercialmente razonable, que debe ser preferiblemente en términos de años y no de meses.

De acuerdo con el artículo 1602 del Código Civil todo contrato legalmente celebrado es ley para las partes y solo puede ser invalidado por el consentimiento mutuo o por causas legales. Por lo tanto, se pretende plantear las herramientas legales que tiene el adquirente cuando está obligado a comprar una empresa que ha sufrido un cambio material adverso.

El cambio material adverso puede ser incorporado en el contrato de diversas formas. Una de estas es que el vendedor declare en las representaciones y garantías que hasta el momento de la celebración y de la ejecución del contrato la empresa no ha sufrido un cambio que haya causado o se espere de manera razonable que haya causado un cambio material adverso. Otra forma en que se usa el cambio material adverso en las representaciones y garantías es cuando el incumplimiento de la representación, que en sí misma no se refiere a un evento material adverso, lo será en la medida en que constituya o se espera de manera razonable que constituya un cambio material adverso (esto es lo que define la corte como el cambio material adverso regulatorio).

La otra forma en que se puede pactar la cláusula del cambio material adverso es por medio de condicionar la obligación de ejecutar o cerrar el contrato a que la empresa no haya sufrido o no se espere que haya sufrido un cambio material adverso (*The bring down condition*).

Caso 1. Se representa y garantiza que hasta el momento de la celebración y al momento de la ejecución la empresa no ha sufrido un cambio que genere o se espere de manera razonable que haya generado un efecto material adverso

Como explicó Rincón Montes (2018, p. 16) las representaciones y garantías se traducen en la obligación de responder si lo afirmado o declarado no es cierto; se trata de una garantía de la exactitud de lo representado. Así, la falsedad de lo representado constituye un incumplimiento contractual y la posibilidad del adquirente en solicitar la terminación del contrato.

Como se explicó en el capítulo anterior, las representaciones y garantías lo que buscan es invertir los riesgos: los riesgos que en principio asumiría el adquirente se trasladan al enajenante. Estas representaciones y garantías no se limitan a manifestar la inexistencia de un cambio material adverso, sino que se refieren a todos los elementos del contrato.

Este supuesto implica que el contrato cumplió con todos los requisitos de validez, y que todo lo que fue representado y garantizado al momento de la celebración del contrato era cierto y exacto. Pero también se representa y garantiza que desde la celebración y hasta la ejecución del contrato la empresa no ha sufrido un cambio material adverso; y se pretende determinar las posibles herramientas jurídicas que tiene el adquirente para dar por terminado el contrato, en el evento de que esa representación y garantía no sea cierta.

Siguiendo los lineamientos de los supuestos anteriores, esto se convierte en una obligación en cabeza del enajenante de que la empresa no sufra un cambio material adverso hasta el momento de la ejecución del contrato. En el caso en que sí se presente el cambio material adverso se configura un incumplimiento contractual y, por ende, el adquirente puede solicitar la terminación del contrato.

En este supuesto encontramos dos momentos contractuales: el primero es cuando el cambio material adverso es previo a la celebración del contrato y el segundo es posterior a la celebración del contrato, pero antes de la ejecución. Con base en los elementos planteados en el capítulo 4, el adquirente tiene la posibilidad de solicitar la terminación del contrato con base en un incumplimiento contractual del enajenante.

Si el enajenante representa que la empresa no ha sufrido un cambio material adverso, y es falso, el adquirente puede solicitar la terminación del contrato con base en el incumplimiento de lo representado.

Caso 2. Cuando el incumplimiento de una representación y garantía, que en sí misma no se refiera a un evento material adverso, lo será en la medida en que constituya o se espera de manera razonable que constituya un cambio material adverso

Las partes, con fundamento en la autonomía de la voluntad, en las representaciones y garantías pueden delimitar el alcance de la obligación, definiendo lo que van a entender como un incumplimiento de estas. De aquí se desprende el hecho de que establezcan que cuando la falsedad de lo representado constituye o se espera que constituya un cambio material adverso se configura el incumplimiento contractual que permite la resolución del contrato.

Cuando la falsedad de lo representado no implica un cambio material adverso no hay incumplimiento contractual y por ende no hay posibilidad del adquirente para solicitar la resolución del contrato con base en el incumplimiento contractual.

La Corte de Delaware da especial importancia a la autonomía de la voluntad y considera que esta solo puede ser limitada cuando el interés general está en riesgo. En Colombia, por virtud de la autonomía de la voluntad, las partes pueden definir lo que van a entender como incumplimiento de las representaciones y garantías con base en la definición del cambio material adverso. No obstante, es importante recordar de que lo que las partes establecen en las representaciones y garantías suelen ser una protección para el adquirente dado su limitado acceso a la información de la empresa que está adquiriendo, y que algunas de las representaciones y garantías (no todas) recaen sobre las calidades esenciales de la empresa.

Dos precisiones son necesarias en este punto: no todas las representaciones y garantías son determinantes de la voluntad del adquirente para celebrar el contrato y no toda falsedad configura un dolo que vicia el consentimiento. Con base en lo anterior se pretende plantear la idea de que la información que entrega el enajenante al adquirente durante la celebración del contrato puede convertirse en objeto determinante de la voluntad, y, por ende, cuando se cumplen los requisitos del dolo dirimente, puede ser considerada como una herramienta del adquirente para dar por

terminado el contrato. Sin embargo, esto va a estar condicionado por la importancia que tenga lo representado y la materialidad de la falsedad. En los casos en los que no se cumpla con el estándar del artículo del 1515 del Código Civil puede plantearse entonces la idea de un reajuste en el precio o en una indemnización de perjuicios.

Caso 3. Cuando el cambio material adverso es condición para el cierre de la transacción

Esta versión de la Cláusula del cambio material adverso busca condicionar la existencia de su obligación de ejecutar el contrato a que la empresa no experimente un cambio material adverso entre la celebración del contrato y la ejecución.

El cambio material adverso puede ser resultado de diversos riesgos. Como se desarrolló en la primera parte de este trabajo, la evolución de la Cláusula ha llevado a que, como sistema de distribución de los riesgos:

La evolución de la Cláusula, como se desarrolló en el primer capítulo de este trabajo, ha llevado a que, por medio de la distribución de los riesgos:

- El vendedor asuma los riesgos del negocio (*business risk*), en cuanto son los relacionados con la operación intrínseca de la empresa y sobre estos el vendedor tiene alto nivel de control.
- El comprador asume el sistemático (*systematic risk*), que son los riesgos relacionados con el mercado, que afectan a todas las empresas, y que están por fuera del control de las partes.

Realmente la posibilidad de las partes de pactar la Cláusula del cambio material adverso no genera mucha discusión con base en el principio de la autonomía de la voluntad privada, como ejemplo se tiene la Cláusula conocida por un tribunal arbitral del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá de “CADENA S.A. CONTRA INVERTLC S.A.S. Y OTROS”.

Una precisión esencial para el estudio de la Cláusula es que esta recae sobre el objeto del contrato y no sobre el objeto de las obligaciones: el análisis debe estar dirigido a la empresa *per se* y todo lo que esta implica, su funcionamiento, sus características, su estructura de capital, las condiciones y el costo de la deuda, la calificación crediticia, su capacidad de generar utilidades,

rentabilidad, y todo lo demás relacionado con el desarrollo de la empresa, entendida en los términos del artículo 25 del Código de Comercio.

La Cláusula del cambio material adverso puede pactarse tanto como una condición suspensiva negativa “la obligación de ejecutar el contrato nace si a la fecha pactada la empresa no ha sufrido un cambio material adverso” o como una condición resolutoria negativa “la obligación de ejecutar el contrato se extingue si antes de la ejecución del contrato la empresa ha sufrido un cambio material adverso”.

Los efectos jurídicos de pactar la una o la otra son diferentes. Cuando se pacta una condición suspensiva la obligación no nace pura y simple, sino que su existencia queda suspendida en el tiempo, y cuando se cumple la condición nace la obligación.

Los efectos jurídicos que se desprenden de la condición resolutoria dependen del estado de la condición. Marcela Castro de Cifuentes (2010, p. 525) explica que las obligaciones en estos contratos nacen puras y simples, y por ende son exigibles. Peña Nossa (2014) indica que las obligaciones sometidas a condición resolutoria nacen y por ende también su derecho correlativo.

Por lo tanto, cuando la condición está pendiente, es decir, no se sabe si el hecho sucederá o no, el contrato y la obligación producen todos sus efectos (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 547). Si la condición resolutoria falla, porque ya se tiene certeza de que el hecho positivo no va a suceder o porque el hecho negativo ya se ha dado, el contrato continuará produciendo sus efectos (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 548).

Cuando la condición se cumple, en palabras del Código Civil “deberá restituirse lo que se hubiere recibido bajo tal condición, a menos que ésta haya sido puesta en favor del acreedor exclusivamente, en cuyo caso podrá éste, si quiere, renunciarla; pero será obligado a declarar su determinación, si el deudor lo exigiere” (artículo 1544).

Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 548), dicen que la consecuencia es que la eficacia del acto cesa hacia el futuro y de manera retroactiva (borra los efectos que se hayan alcanzado a cumplir). A diferencia de lo anterior, Castro de Cifuentes (2010, p. 525) plantea que el negocio jurídico (el contrato) no se disuelve. La consecuencia del cumplimiento de la condición resolutoria

ordinaria es la extinción de la obligación; es decir, se extingue la deuda y el derecho crediticio correlativo.

El hecho de que los efectos también sean retroactivos implica que si las partes antes de que se cumpliera la condición realizaron algún pago queda sujeto a las reglas del pago de lo no debido (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 548). De acuerdo con Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 549), para que puedan surgir los efectos de la resolución del contrato se requiere el fallo judicial, que es constitutivo, puesto que modifica una situación jurídica preexistente a su pronunciamiento.

Para ejemplificar el análisis en Colombia del uso de las representaciones y garantías se propone el Laudo Arbitral del 5 de septiembre de 2012 de “CADENA S.A. CONTRA INVERTLTC S.A.S, POETACANO Y CIA S EN C, PESAJ INVERSIONES LIMITADA, ASESORES GERENCIALES TCAL S.A., AMALIA CALDAS C.G. Y CIA S EN C, INVERMCC S.A.S., INVERPCC SAS, LEGISLACIÓN ECONÓMICA S.A. LEGIS S.A., INVER ROBERCA S.A.S., INVERSIONES DCG LTDA, JESÚS MARÍA BELTRÁN POLO, CONSUELO CALDAS CANO, LUZ ÁNGELA CALDAS CANO, ROBERTO CALDAS CANO Y SALOMÓN TOBAR DÍAZ”.

Cadena iba a comprar el 100 % de las acciones de LOGOFORMAS por un valor de \$10.188.000.000, con base en la información contable a diciembre 31 de 2008. En el contrato las partes condicionaron la existencia de las obligaciones a la no ocurrencia de un efecto material advero, al que definieron como un deterioro superior al 5 % del valor de la compañía. Además, pactaron en las representaciones y garantías que los estados financieros eran veraces.

Cadena señaló que después de la celebración del contrato encontró graves inconsistencias e irregularidades en los estados financieros. Los ingresos por ventas se estaban registrando de “Facturado no Despachado” que significa la causación de ingresos sobre los pedidos y la depreciación acumulada se estaba manejando de manera arbitraria por lo que los estados financieros no correspondían con la realidad. Lo anterior tenía como consecuencia una reducción en el costo de la mercancía, un incremento irreal en la utilidad operacional, en el EBITDA, por ende en el flujo de caja libre de la empresa y por último en el valor operacional de la empresa

Cadena buscó la indemnización del daño causado por el mayor valor que tuvo que pagar por haber recibido información errónea de la vendedora dado el incumplimiento de obrar de buena fe

y la obligación legal de suministrar información veraz y completa (p. 36); sustentó que esto implicaba una disminución de más del 5 % del valor de la compañía y que, por ende, había sufrido un efecto material adverso, que de haberse conocido habría impedido que el negocio se hubiera llevado a cabo.

El vendedor por su parte señaló que esas inconsistencias no fueron intencionales y que durante el due diligencie, el adquirente las pudo haber detectado.

El Tribunal de Arbitramento dijo que en los contratos de compraventa de acciones el deber que tiene la parte vendedora de informar es un corolario de la buena fe consagrada en el artículo 1603 del Código Civil y el 871 del Código de Comercio, por lo que, la parte vendedora estaba en la obligación de proveer información completa y exacta dentro de las reglas de su oficio que es ser un profesional del comercio (pp. 44 y 45).

Las partes en el contrato establecieron que la debida diligencia se definía como la forma para exactitud, integridad, realidad y veracidad de la información que había recibido el comprador para la estructuración del valor de la compañía. Por lo tanto, el Tribunal de Arbitramento concluyó que incumplir el deber de información tiene una mayor gravedad cuando no se limita a la omisión, sino que además constituye un comportamiento positivo, encaminado a distorcionar los factores económicos y financieros que tienen un efecto en la estimación de la valoración de la empresa, por lo que la conducta del vendedor fue dolosa (p. 45).

El Tribunal en este caso determinó que la variación en el patrimonio no era un efecto material adverso en cuanto el valor absoluto de dicha variación por las malas prácticas contables no era superior al 5 % del valor de la compañía, pero que el impacto en la utilidad operacional del ejercicio del 2009 sí era un efecto material adverso por ser mayor al 5 % del valor de la compañía (p. 100).

Con base en la ocurrencia del efecto material adverso y que las partes habían pactado como condición precedente la no ocurrencia de este, las obligaciones emanadas del contrato no habrían nacido (p. 101), sin embargo, el convocante decidió solicitar únicamente los perjuicios por el incumplimiento de las representaciones (pp. 100-101).

La ocurrencia del efecto material adverso le permite al adquirente alegar que dado el desconocimiento celebró el contrato, o sea, que de haber sabido sobre el efecto material adverso no habría celebrado el contrato o lo habría celebrado en condiciones diferentes, por lo que solicita el perjuicio que considera equivale a la diferencia entre el valor real y el precio que pagó (p. 101), y para poder determinar el valor del perjuicio y de la indemnización con base en los principios de valoración de empresas.

Capítulo 4. Estudio de las herramientas jurídicas que tiene el adquirente en ausencia de pacto sobre el cambio material adverso en un contrato de adquisición de empresas

Para el estudio de las figuras contractuales que tiene el adquirente en los casos en los que no se pacta el cambio material adverso en el contrato como en los casos expuestos en el capítulo anterior, es importante retomar la importancia que tiene el hecho de que el adquirente exteriorice y manifieste que la causa del contrato es adquirir la empresa y por ende, las características de la empresa y su funcionamiento y desempeño son objeto determinante.

En estos supuestos la debida diligencia y los pactos de las representaciones y garantías son exhaustivos. La única diferencia es que no está la cláusula en el contrato que establece que la obligación del adquirente queda condicionada a que la empresa no se vea afectada por un cambio material adverso, o que el enajenante se obligue contractualmente a la veracidad de la inexistencia de un cambio material adverso.

Es importante volver a hacer la diferencia del momento en el que surge un cambio material adverso, pues este puede ser antes de la celebración del contrato o puede ser entre la celebración del contrato y la ejecución de las obligaciones.

El cambio material adverso es previo a la celebración del contrato

Las opciones que tiene el comprador son la nulidad del contrato con base en el dolo contractual y los vicios ocultos.

Nulidad del contrato

El primera solución que tiene el adquirente es la nulidad del contrato con base en el dolo. Como se explicó, las representaciones y garantías se refieren a todos los elementos que se consideran importantes para el funcionamiento de la empresa, y con base en la importancia de lo representado se convierte en móvil determinante del contrato.

Este supuesto es cuando las representaciones y garantías que recaen sobre elementos esenciales del contrato son falsas. Para que el dolo vicie el consentimiento este debe cumplir con dos requisitos. El primero es que el dolo sea imputable al enajenante, en tanto que es el titular de la

información de la empresa y es quien hace las representaciones y garantías se concluye que se cumple este requisito.

El segundo requisito es que el dolo sea determinante de la voluntad del adquirente. Con base en que el interés legítimo y manifestado (condición necesaria para que la empresa sea protegida como objeto determinante del contrato) del acreedor es adquirir la empresa en marcha, para él debe ser determinante la capacidad que tiene la empresa para generar resultados a largo plazo, su desempeño, funcionamiento y desarrollo es determinante. Por lo tanto, el hecho de que la empresa no haya sufrido un cambio material adverso va a ser determinante de su voluntad para celebrar el negocio.

Se clasifican las representaciones y garantías, para el estudio de esta figura contractual en tres: las determinantes de la voluntad del adquirente; aquellas que no son determinantes de la celebración del contrato, pero que son determinantes del precio; y aquellas que no son determinantes de la voluntad del adquirente.

Carrasco Perera (2004, p. 287) afirma que en el caso de que una declaración expresa resulta ser falsa, el adquirente puede legítimamente atenerse al contenido de lo afirmado, independiente del grado de diligencia del adquirente en el proceso de *due diligence*; siendo esta la ventaja de las representaciones y garantías, pues en caso de ser falsa sin duda alguna constituye un supuesto de dolo precontractual.

Hallet Charro (2004) expone que

cualquier ejercicio de *due diligence* tiene sus limitaciones, especialmente por la cantidad y calidad de la información y datos facilitados por o por cuenta del vendedor, y en este sentido el comprador está inevitablemente expuesto al riesgo de que no se le haya facilitado toda la información solicitada o que la misma conduzca a representaciones inexactas. [...] A pesar de que cada una de las partes en una transacción comercial... intentará proteger sus propios intereses, el vendedor no puede dolosamente ocultar o tergiversar la información que suministre en el proceso de *due diligence* sin ningún tipo de consecuencias (pp. 199-200).

Cuando el enajenante hace representaciones que son falsas e implican un cambio material adverso, el adquirente puede alegar un dolo dirimente, pues en los términos de la Corte de Delaware, el cambio material adverso implica un cambio que afecte la capacidad de la empresa para generar utilidades en un plazo de tiempo comercialmente importante, preferiblemente en

términos de años y no de meses. El concepto de cambio material adverso implica un cambio sustancial en la empresa que se está adquiriendo, y como la empresa es el objeto determinante del contrato, es determinante de la voluntad.

La consecuencia del dolo es la nulidad. Esta nulidad es una sanción civil, es la condenación a la ineficacia que la ley impone a los actos que existiendo carecen de los requisitos que le dan su valor (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 472).

El artículo 1743 indica que la nulidad relativa no puede ser declarada por el juez salvo que sea pedido por la parte, es decir, es necesario que sea el juez quien declare la nulidad, y conforme con Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 472) la sentencia no es meramente declarativa sino constitutiva de la nulidad. El efecto de la nulidad es que descarta toda eficacia del acto afectado por ella (p. 473).

La nulidad no solo pone fin hacia el futuro del contrato, sino que además tiene efectos retroactivos en cuanto da lugar a la destrucción de los efectos del acto producidos en esa etapa anterior a la anulación judicial. Esto está establecido en el artículo 1746 del Código Civil.

El Código de Comercio también incluye una norma sobre las nulidades, sin embargo esta remite al Código Civil. El artículo 900 contempla que “Será anulable el negocio jurídico celebrado por persona relativamente incapaz y que haya sido consentido por error, fuerza o dolo, conforme al Código Civil. [...]” Es decir, no hay una modificación al concepto de lo que se entiende por anulación del acto y las causas son la incapacidad relativa y los vicios del consentimiento (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 498).

Vicio oculto

Una forma de ver el efecto jurídico que tiene la voluntad de las partes en el objeto del contrato es por medio de la figura del vicio oculto. El artículo 934 del Código de Comercio³⁸ establece que

³⁸ **Código de Comercio, artículo 934.** Si la cosa vendida presenta, con posterioridad a su entrega vicios o defectos ocultos cuya causa sea anterior al contrato, ignorados sin culpa por el comprador, que hagan la cosa impropia para su natural destinación o para el fin previsto en el contrato, el comprador tendrá derecho a pedir la resolución del mismo o la rebaja del precio a justa tasación. Si el comprador opta por la resolución, deberá restituir la cosa al vendedor. En uno u otro caso habrá lugar a indemnización de perjuicios por parte del vendedor, si éste conocía o debía conocer al tiempo del contrato el vicio o el defecto de la cosa vendida.

si después de que la cosa es vendida presenta vicios o defectos cuya causa sea anterior al contrato, ignorados sin culpa por el comprador, que hagan que la cosa sea impropia para su natural destinación o para el fin previsto en el contrato, el comprador podrá (1) pedir la resolución del contrato o (2) la rebaja del precio. Además, la ley establece que si el vendedor tenía conocimiento del vicio, habrá lugar a la indemnización de perjuicios.

En el supuesto de los vicios ocultos, la ley establece que el vendedor debe probar que el comprador conocía o debía conocer el mal estado de la cosa vendida al momento del contrato (artículo 935 del Código de Comercio). Esta acción caduca a los seis meses a partir de la entrega de la cosa (artículo 938 del Código de Comercio).

En la sentencia del 16 de diciembre de 2013 de la Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, M.P. Ariel Salazar Ramírez, señaló con respecto a esta figura que

[...] El enajenante, entonces, está obligado a entregar al comprador la cosa vendida, y a procurarle la pacífica posesión de ella para que pueda disponer de la misma tranquilamente y en toda su extensión, como señor y dueño, a fin de que pueda obtener la utilidad que persiguió al contratar.

De ahí que, por regla general, el enajenante de las acciones no está obligado a garantizar al comprador las eventuales afectaciones que sufra el patrimonio de la sociedad emisora –tales como la existencia de pasivos ocultos o la integridad de sus activos–, porque su responsabilidad solo comprende el saneamiento por evicción y de los vicios ocultos de “la cosa” que enajenó, esto es los títulos de participación y nada más; salvo pacto expreso en contrario, claro está.

[...]

Puede ocurrir, de igual modo, que el comprador sin ser perturbado en su dominio o posesión, no logre sacar de la cosa el provecho que se propuso al contratar, o que ésta no le sirva para el uso a que está destinada. En este evento tampoco puede decirse que el vendedor cumplió con su obligación, pues cuando el comprador pagó el precio, lo hizo con la intención de adquirir una cosa que tuviera las cualidades que le fueron ofrecidas y que le fuera completamente útil y servicial; de suerte que si hubiera conocido las deficiencias de que adolecía el bien, es casi seguro que no la habría comprado, o hubiera pagado por ella un precio menor. Por ello, es justo que el comprador tenga acción contra el vendedor para exigirle el saneamiento de los vicios ocultos, llamados *redhibitorios*.

Esta última prestación se encuentra consagrada en los artículos 1914 y siguientes del Código Civil, y es la misma que contempla el Código de Comercio en su artículo 934, a cuyo tenor: “*Si la cosa vendida presenta, con posterioridad a su entrega, vicios o defectos ocultos cuya causa sea anterior al contrato, ignorados sin culpa por el comprador, que hagan la cosa impropia para su natural destinación o para el fin previsto en el contrato, el comprador tendrá derecho a pedir la resolución del mismo o la rebaja del precio a justa tasación. Si el comprador opta por la resolución deberá restituir la cosa al vendedor.*

“En uno u otro caso habrá lugar a indemnización de perjuicios por parte del vendedor, si éste conocía o debía conocer al tiempo del contrato el vicio o el defecto de la cosa vendida”.

De manera que el vendedor responde por los vicios redhibitorios, salvo que la transmisión sea por subasta o adjudicación judicial (art. 1922 Código Civil).

“Son vicios ocultos de la cosa –explica Lorenzetti–, cuyo dominio, uso o goce se transmiten por título oneroso, existentes al tiempo de la adquisición, que la hagan impropia para su destino, o que disminuyen de tal modo el uso de ella que, de conocerlos, el comprador no la habría adquirido o habría

dado menos por ella. Al comprador se le exige una diligencia media y por ello no hay responsabilidad del vendedor por los vicios que el comprador conocía o debía conocer en razón de su profesión u oficio; por ello, no hay responsabilidad por los vicios aparentes. El adquirente debe probar el vicio y que el mismo existía al momento de la adquisición” (Contratos, Parte especial. Tomo I. Buenos Aires: Rubinzal-Cuizoni, 2004. p. 162).

Ante la existencia de defectos ocultos en la cosa, el comprador puede optar por la “acción redhibitoria” o la “acción quanti minoris”. La primera permite la devolución de la cosa con restitución del precio; mientras que la segunda persigue la disminución del precio hasta el menor valor que el bien tiene. En ambas acciones, si el vendedor conocía o debía conocer los vicios de la cosa y no los manifestó al comprador, este último tendrá la acción indemnizatoria de los daños sufridos con el ocultamiento.

Con todo, es posible que las garantías de orden legal sean ampliadas por la voluntad concertada de los contratantes, y en ese sentido nada obsta para que el vendedor se comprometa a sanear los eventuales defectos de la cosa vendida como a bien lo tenga y por el tiempo que estime suficiente. Precisamente, es cada vez más común que los comerciantes extiendan la cobertura y el período de las garantías, como forma de atraer un mayor número de clientes dentro del normal desenvolvimiento de la libre competencia.

Cuando en el contrato se estipulan cláusulas de garantía de buen funcionamiento, el comprador deberá reclamar al vendedor en la forma y término previstos en el artículo 932 del Código de Comercio, de cuya interpretación se deduce que el ‘buen funcionamiento’ no se limita a la adecuada labor que debe realizar una máquina o artefacto, sino que se refiere a las características que hacen posible que la cosa vendida, cualquiera que ella sea, sirva a la finalidad que le es propia o para la cual fue adquirida.

La Corte concluyó que, es posible acudir a la teoría de los vicios ocultos cuando la voluntad de las partes es que el objeto del contrato de enajenación de acciones sea la empresa.

El cambio material adverso es posterior a la celebración del contrato y previo a la ejecución de las obligaciones

Como se ha expresado varias veces en el transcurso de este trabajo, una vez celebrado el contrato transcurre un tiempo para el cierre y el cumplimiento de las obligaciones o circunstancias por medio de las que se perfecciona: en el que las partes deben solicitar permisos y cumplir con cargas impuestas en el contrato antes de la ejecución de las obligaciones. Por lo tanto, durante este periodo de tiempo que puede ser de meses, la empresa sigue en manos del enajenante, y sigue estando legitimado para tomar decisiones que pueden tener un efecto material sobre la empresa, o pueden ocurrir eventos externos, clasificados como causa extraña, que tengan dicho efecto.

El cambio material adverso es imputable al enajenante

Es importante volver a hacer la precisión de que la dificultad para el análisis en estos casos recae sobre la diferencia entre el objeto de las obligaciones y el interés de la parte. Como se ha reiterado varias veces, la enajenación de acciones, la enajenación del establecimiento de comercio

y la enajenación global de activos son medios para la obtención del fin: la empresa. Esto significa entonces que el hecho de que la empresa sufra un cambio material adverso no implica una imposibilidad de ejecución de la obligación del deudor de transferir la titularidad de las acciones, pero sí destruye la posibilidad que tiene el adquirente de satisfacer su interés.

Aun así, el interés del adquirente es claro, conocido por el vendedor y expresado en el contrato por medio de las declaraciones y garantías.

Del principio de buena fe (que se ha ido desarrollando en este capítulo) y de los artículos del Código Civil y de los artículos del Código de Comercio se desprende la obligación contractual del deber de cuidado y diligencia, que no se limita a la cosa, sino que se extiende a proteger el interés manifiesto del acreedor en el contrato. Peña Nossa (2014) plantea que “debe considerarse como obligatorio todo lo que se derive implícitamente del contrato: aparte de las estipulaciones expresas de los contratos, están las implícitas, consecuencias que comporta la convención aunque no hayan sido categóricamente formuladas y el legislador no las haya consagrado en normas especiales”.

Fernando Hinestrosa (2007 p. 103) señala que se entiende por incumplimiento la “insatisfacción del acreedor por la violación de los deberes que pesan sobre el deudor en fuerza del contenido singular de la relación obligatoria”. Peña Nossa (2014) por su parte afirma que hay incumplimiento cuando la prestación objeto del contrato no es ejecutada.

Para poder determinar el incumplimiento, hay que saber si las obligaciones son de medio o de resultado. Las obligaciones son de medio cuando el deudor debe poner el máximo nivel de diligencia para obtener el resultado querido, sin embargo este resultado no se puede garantizar (Peña Nossa, 2014). El deber de diligencia, cuidado y conservación es de medios. Por lo tanto, hay que determinar el nivel de responsabilidad que tiene el deudor. El artículo 63 del Código Civil establece que

La ley distingue tres especies de culpa o descuido.

Culpa grave, negligencia grave, culpa lata, es la que consiste en no manejar los negocios ajenos con aquel cuidado que aun las personas negligentes o de poca prudencia suelen emplear en sus negocios propios. Esta culpa en materias civiles equivale al dolo.

Culpa leve, descuido leve, descuido ligero, es la falta de aquella diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios. Culpa o descuido, sin otra calificación, significa culpa o descuido leve. Esta especie de culpa se opone a la diligencia o cuidado ordinario o mediano.

El que debe administrar un negocio como un buen padre de familia, es responsable de esta especie de culpa.

Culpa o descuido levísimo es la falta de aquella esmerada diligencia que un hombre juicioso emplea en la administración de sus negocios importantes. Esta especie de culpa se opone a la suma diligencia o cuidado.

El dolo consiste en la intención positiva de inferir injuria a la persona o propiedad de otro.

El artículo 1604 por su parte prescribe que “El deudor solo es responsable de la culpa lata en los contratos que por su naturaleza solo son útiles al acreedor: es responsable de la leve en los contratos que se hacen para beneficio recíproco de las partes; y de la levísima en los contratos en que el deudor es el único que reporta beneficio”. Del estudio de este artículo se concluye que en los contratos de interés para este trabajo, entendidos como contratos bilaterales, onerosos y conmutativos, el deudor de la empresa responde por la culpa leve.

Es importante en este punto diferenciar las obligaciones que se están planteando. La primera es la obligación que tiene el vendedor de *dar* las acciones, el establecimiento de comercio, los activos y pasivos o la ejanenación global de activos; que, aunque este es el objeto de las obligaciones, se concluyó que por medio de la voluntad de las partes el objeto determinante del contrato es enajenar la empresa. Esta obligación es de resultados.

Dado que la obligación de *dar* está diferida en el tiempo, surge para el enajenante la obligación de conservar la cosa. La *cosa*, objeto de la obligación de cuidado, está en principio limitada a las acciones, el establecimiento de comercio, los activos y pasivos o la enajenación global de activos. Sin embargo, como el deber de conservar la cosa tiene como propósito satisfacer el interés legítimo que tiene el adquirente con el cumplimiento del contrato, cuando la empresa queda amparada bajo el concepto de objeto determinante del contrato, se amplía al deber de cuidado de la empresa, siendo entonces una obligación de medios.

Por ser la obligación de conservación de medios, en caso de incumplimiento, debe demostrar la ausencia de culpa y que su comportamiento fue prudente y diligente (Peña Nossa, 2014). Es decir, si durante el periodo entre la firma del contrato y el cierre, algo fuera a sucederle a la empresa, el enajenante debe demostrar que fue prudente y diligente en la conservación.

Cuando el incumplimiento es imputable al deudor, se asocia al cambio material adverso por riesgos del negocio (*Business risk*) los casos en los que, por decisiones o cambios sustanciales que decide hacer la administración, esto implica un efecto material adverso.

El principio de la buena fe está presente en la etapa posterior a la celebración del contrato y en la ejecución de las obligaciones. El artículo 1603 del Código Civil establece que “Los contratos deben ejecutarse de buena fe, y, por consiguiente, obligan no solo a lo que en ellos se expresa, sino a todas las cosas que emanan precisamente de la naturaleza de la obligación, o que por la ley pertenecen a ella. Y como se analizó en su momento, la obligación de conservación de la cosa es un elemento natural del contrato.

Para Fernando Hinestrosa (2007), esta custodia implica tanto la necesidad de desplegar las actividades correspondientes como la omisión de acciones que pueden implicar un riesgo. Continúa el autor (2007) diciendo que para poder dar o entregar un cuerpo cierto es necesario cuidarlo, velar por su conservación, removerlo de situaciones de peligro, preservarlo, rescatarlo, y evitar que este pueda perecer o deteriorarse; implica que la cosa debe ser protegida de eventos teniendo en cuenta la finalidad para la que se le destinó en el negocio jurídico.

Peña Nosa (2014) plantea que del principio de la autonomía de la voluntad se desprende que las cláusulas de un contrato son ley para las partes, y por consiguiente tienen la fuerza de una norma legal. Aun así, del deber de buena fe y lealtad y del artículo 1605 y 1606 del Código Civil se considera que estos son elementos naturales del contrato, y que son obligaciones del deudor así las partes no lo pacten. Sin embargo, el hecho de pactarlo hace que sea más fácil probar la existencia de la obligación y por ende solicitar el incumplimiento contractual.

En conclusión, la diligencia y cuidado, pactada o no por las partes, está inmersa en el contenido del contrato y es una obligación contractual. Por lo tanto, cuando el deudor abusa de su derecho y perjudica a la empresa en términos que generen un efecto material adverso, se entiende que hay un incumplimiento contractual.

En los contratos bilaterales, como los que se están analizando en este trabajo, el incumplimiento culposo de una de las partes puede dar paso a la resolución parcial o total del contrato. Es decir, el contrato pierde su eficacia (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 551).

Cuando una de las partes incumple su parte del contrato, el acreedor incumplido puede solicitar la ejecución del contrato o la condición resolutoria tácita. En el caso de que decida elegir la ejecución *in natura* de la obligación también tiene derecho a solicitar la indemnización de perjuicios moratorios (Castro de Cifuentes, 2010, p. 526).

La segunda opción es la resolución del contrato. Esta figura es consecuencia del incumplimiento culposo de la otra parte (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 551). La resolución del contrato está consagrada en el Código Civil y es un elemento natural en los contratos bilaterales. El contratante insatisfecho, a través de la acción resolutoria, puede liberarse de las prestaciones a su cargo y lograr que le restituyan la situación que tenía al tiempo de la celebración del contrato, retro trayendo o reversando los efectos ya producidos (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 554).

Para que la acción resolutoria prospere son necesarios dos requisitos: (1) la ausencia de culpa del accionante y (2) la mora del contratante demandado. El primer requisito, en palabras de Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 556) hace referencia a que “el actor, a su turno, no haya incurrido en falta respecto de las obligaciones que el contrato bilateral le impone, pues, en caso contrario, dicha acción podría resultar enervada por la excepción de contrato no cumplido propuesta por el otro contratant demandado”.

Esta ausencia de culpa de quien solicita la acción resolutoria se sustenta en que cada parte debe cumplir sus obligaciones en el momento en el que se hacen exigibles (al momento de celebración del contrato o vencido el plazo o cumplida la condición) so pena de incurrir en una falta que lo inhabilita para exigirle al comprador el pago de su obligación correlativa, bajo el concepto de que la mora purga la mora, fundamento de la excepción de contrato no cumplido estipulado en el artículo 1609 del Código Civil (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 556).

El segundo requisito de la acción resolutoria es el incumplimiento de la contraparte, que puede ser culposo o doloso. Este incumplimiento se materializa cuando, una vez celebrado el contrato respectivo de adquisición de empresas, comienza a realizar acciones (u omisiones) que perjudican el funcionamiento de la empresa, como ocurre en la terminación de contratos con proveedores, terminar el contrato de trabajo con empleados claves o de manera masiva, la no renovación de

licencias, descuidar las obligaciones laborales o fiscales, hacer cambios en la estructura financiera de la empresa, entre otras, que pueden resultar lesivas en el funcionamiento a largo plazo de la empresa.

Como se mencionó anteriormente, el vendedor sigue siendo el dueño de la empresa a través de su titularidad de las acciones o del establecimiento de comercio, y por ende está legitimado para crear o terminar contratos. Bajo estos supuestos en los que se ve un comportamiento activo de la parte vendedora que afectan materialmente a la empresa, se configura un incumplimiento contractual del deber de cuidado y conservación, y por ende, surge la potestad del comprador de solicitar la condición resolutoria tácita ante el juez.

Con base en el artículo 1604 del Código Civil, el acreedor que demanda daños y perjuicios en virtud de la inejecución de una obligación contractual no está obligado a demostrar la culpa del deudor, solo debe probar que el deudor se encuentra obligado y que no cumplió (Peña Nossa, 2014).

Para facilitar la prueba de la existencia de la obligación en cabeza del deudor, en los contratos de adquisición de empresas, las partes suelen incluir un capítulo denominado “Covenants” en los que pactan cargas. Dentro de estas cargas suelen incluir el deber de continuar operando conforme al curso ordinario del negocio (como en el caso de *Akorn v. Freseniuns*), a no vender los activos de la compañía, no terminar contratos con proveedores o clientes, a mantener los contratos con ciertos empleados que se consideran importantes, o cualquier otra que pueda impactar los intereses legítimos del comprador con respecto de la empresa adquirida (Mesa y Vélez, 2018, p. 50). Por lo tanto, es más fácil probar la existencia de la obligación y su incumplimiento.

Lesión enorme

La lesión enorme es el daño o detrimento que sufre una persona en razón de un acto jurídico que celebra. Es consecuencia de un desequilibrio o de una desproporción entre las ventajas que el acto le reporta y los sacrificios que tiene que hacer para poder lograr dichas ventajas (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 289).

Las normas de la lesión enorme son de orden público, y en consecuencia las partes no pueden pactar en contrario, ni pactar su aplicación en contratos en los que la ley no lo haya previsto. Estos están taxativamente señalados y son: los contratos de compraventa (Artículo 1946 del Código Civil), la permuta de bienes inmuebles (artículo 1958 del Código Civil), las particiones de bienes (artículo 1405 del Código Civil), la aceptación de una asignación sucesoral (artículo 1291 del Código Civil), la estipulación de intereses en el mutuo y en la anticresis (artículos 2231 y 2466 del Código Civil, artículo 72 de la Ley 25 de 1990) y en la cláusula penal (artículo 1601 del Código Civil y el artículo 867 del Código de Comercio).

En este trabajo son de interés la compraventa y la permuta, reguladas en el Código Civil en el artículo 1946 y siguientes. En estos artículos el legislador indicó que en los contratos de compraventa el vendedor sufre lesión enorme cuando el precio que recibe es inferior a la mitad del justo precio de la cosa, y el comprador cuando el justo precio de la cosa que compra es inferior a la mitad del precio que paga por esta. Este justo precio se limita al tiempo del contrato.

La ley en el artículo 1947 permite la rescisión del contrato o consentir en completar o restituir la diferencia frente al precio justo, que son las posibles pretensiones de un comprador cuando la empresa que está adquiriendo sufre un cambio material adverso.

No obstante, encontramos una gran limitación para la aplicación de la lesión enorme en los casos en que la empresa sufre un cambio material adverso, y es que el artículo 1949 del Código Civil establece que no habrá lugar a la acción rescisoria por lesión enorme en las ventas de bienes muebles. El segundo limitante es que la ley establece que esta desproporción tiene que ser con respecto al precio justo en el momento del contrato, y el supuesto del cambio material adverso General bajo análisis es posterior a la celebración del contrato.

El cambio material adverso no es imputable al enajenante

Causa extraña

El segundo supuesto que se debe analizar es el caso en el que la empresa sufre un cambio material adverso posterior a la celebración del contrato por un hecho ajeno o no imputable al vendedor. El artículo 64 del Código Civil señala que “Se llama fuerza mayor o caso fortuito el

imprevisto que no es posible resistir, como un naufragio, un terremoto, el apresamiento de enemigos, los actos de autoridad ejercidos por un funcionario público, etc.”.

El Código Civil en esta definición no diferencia entre fuerza mayor y caso fortuito. Fernando Hinestrosa (2007) explica la fuerza mayor como el acontecimiento del todo extraño a la actividad del deudor o demandado y el caso fortuito como aquel suceso que ocurre dentro del giro ordinario de las actividades del deudor.

Ospina Fernandez y Ospina Acosta (1998, p. 572) explican que “una cosa se pierde, sin referencia a persona, cuando se daña, y especialmente cuando perece por destrucción. Pero esta vez la toma el Código en una acepción mucho más amplia, tocante ya en la imposibilidad general de ejecutar las obligaciones de dar o de entregar las cosas a que se refieren, o por destrucción, o por exclusión del comercio, o por extravío de estas”.

El artículo 1729 del Código Civil prescribe que cuando el cuerpo cierto perece o se destruye, sale del comercio o desaparece, se extingue la obligación. Sin embargo, los autores (p. 572) continúan diciendo que “la *imposibilidad* que el texto legal contempla como equivalente a la pérdida de la cosa, no es solamente física o *material*, sino también la *moral*, denominada así por el Código en relación con el objeto ilícito, como lo es el tráfico de las cosas que la ley ha puesto fuera del comercio por razones atinentes al orden público y las buenas costumbres (arts. 1518 y 1521)”.

La imposibilidad extintiva y liberatoria debe ser sobrevenida, objetiva, absoluta, imprevisible e inevitable. Por lo tanto, se debe tener de presente el grado de previsibilidad y probabilidad de la situación y el comportamiento del deudor, determinando hasta qué punto el daño era evitable, su magnitud y propagación (Hinestrosa, 2007).

La causa extraña o hecho fortuito puede asociarse con el riesgo sistemático (*systematic risk*), que son los riesgos relacionados con el mercado, que afectan a todas las empresas, y que están por fuera del control de las partes como una pandemia, un cambio en la legislación, cambios en la estructura del mercado, cambios en la industria, en la economía nacional, relaciones internacionales, entre otros.

La teoría de los riesgos busca determinar qué pasa cuando por culpa de una causa extraña una obligación de dar un cuerpo cierto se extingue. En este caso podrían clasificarse como cuerpo cierto las acciones, los activos y pasivos, el establecimiento de comercio, la enajenación global de activos, etc. La empresa, como se ha mencionado, no es el objeto de las obligaciones.

Aplicar esta teoría resulta ser muy complejo por la dificultad de asimilar el concepto de “cambio material adverso de la empresa” con “destrucción, desaparición, extinción del cuerpo cierto”, y en este caso dado que la empresa no es el objeto inmediato de las obligaciones se vuelve muy importante estudiar en qué momento el cambio material adverso de la empresa puede traducirse en la imposibilidad de ejecución del contrato.

Dada esta complejidad se considera que no es posible dar una conclusión única. Por lo tanto, se propone entender la dimensión de la situación por medio de unos ejemplos.

Suponga una empresa que depende de las condiciones climáticas por las materias primas que necesita. Una temporada de invierno extremo se traduce en una disminución del resultado de la operación, pero esto no puede traducirse en un incumplimiento de la obligación de diligencia y cuidado, ni en la imposibilidad de ejecución de entregar las acciones o el establecimiento de comercio, etc. En este caso, todavía es posible cumplir con las obligaciones del contrato.

Incluso en las sentencias, la Corte de Delaware (*IBP vs. Tyson*) conceptúa que no se puede considerar esto como un cambio material adverso con base en que el negocio y su capacidad de funcionamiento no se ven perjudicados a largo plazo; en este supuesto ni siquiera se considera imprevisible, en cuanto las temporadas de invierno y el impacto que tienen en los negocios suele ser conocida. Así, el comprador estará obligado a pagar el precio y a recibir las acciones.

Se plantea ahora un supuesto un poco más complejo, en el que ocurre un cambio en la estructura del mercado en el que funciona la empresa *target* por la entrada de nuevos oferentes, lo que hace que el precio de los productos que la *target* vende en el mercado caigan de manera drástica y por

tanto se afecten de manera directa los ingresos de la empresa ($\text{ingresos} = P \cdot Q$) y por ende el EBITDA³⁹ y el NOPLAT,⁴⁰ que son elementos determinantes en la valoración de empresas.

En este caso, la entrada de nuevos oferentes, aunque sí afecta el desempeño que la empresa había tenido hasta el momento, incluso reconocido por la Corte de Delaware como un cambio material adverso, no puede considerarse como un incumplimiento de la obligación de cuidado ni en una imposibilidad de cumplir con la obligación de entregar las acciones, por lo que se infiere que no surgen los supuestos para considerar la imposibilidad de cumplir con las obligaciones ni para aplicar la teoría de los riesgos. La opción que tendría el comprador en este supuesto es buscar una figura contractual diferente que tenga como base el principio del equilibrio contractual: una posible reducción del precio.

Supóngase ahora un negocio de tabaco que es vendido a través de un contrato de acciones válidamente celebrado. Luego de su perfeccionamiento se emite una ley que prohíbe el consumo del tabaco y tipifica su producción, distribución y comercialización como un delito. En este caso, el objeto social de la sociedad se vuelve ilícito y por ende los negocios sobre las acciones también, así, la tradición, entendida como un negocio jurídico, también sería ilegal.

En este supuesto puede entenderse como un caso en el que se vuelve imposible la ejecución de una de las obligaciones por un hecho externo. Aquí sí hay que entrar a determinar quién debe asumir dicho riesgo cuando el cambio material adverso en la empresa implica una imposibilidad de entregar las acciones, el establecimiento de comercio, etc., cumplir con la obligación del contrato se vuelve imposible.

El derecho civil y el derecho comercial ofrecen soluciones distintas, y por ende se considerará únicamente la que trae el Código de Comercio.

El Código de Comercio establece en el artículo 929 que “En la venta de un “cuerpo cierto”, el riesgo de la pérdida por fuerza mayor o caso fortuito ocurrido antes de su entrega, corresponderá

³⁹ El EBITDA es un indicador financiero que hace referencia a las utilidades antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización.

⁴⁰ El NOPLAT es el ingreso operacional después de impuestos, y se calcula como $\text{EBIT} \cdot (1 - \text{impuesto})$; y es un indicador determinante del valor operacional de la empresa.

al vendedor, salvo que el comprador se constituya en mora de recibirlo y que la fuerza mayor o el caso fortuito no lo hubiera destruido sin la mora del comprador. En este último caso, deberá el comprador el precio íntegro de la cosa”.

Esto quiere decir que el vendedor asume el riesgo y por ende la obligación correlativa del comprador de pagar el precio se extingue. En estos casos en los que el cambio material adverso implica la imposibilidad de ejecutar la actividad empresarial y por ende la imposibilidad de desarrollar el objeto social las obligaciones se extinguen.

Esta conclusión también se puede extender a los casos en los que el objeto social de la empresa no se vuelve ilícito, pero por una causa extraña el objeto social se vuelve imposible.

La Corte de Delaware en las diferentes sentencias explicó que la estructura de la cláusula suele iniciar con una definición general de cambio material adverso, y luego una serie de excepciones que van a ser asumidas por el vendedor. Normalmente dentro de estas excepciones están los cambios en la industria o cambios en la legislación.

Por lo tanto, de haber pactado la Cláusula como usualmente es pactada, asignando los riesgos del mercado (como los cambios en la legislación) al adquirente, hubiera tenido que cerrar el contrato: adquirir la empresa. Sin embargo, si no se pacta la Cláusula y se configuran los elementos que dan paso a la aplicación de la teoría de los riesgos, es el enajenante en la legislación comercial quien asume el riesgo.

En el caso en el que que el objeto jurídico del negocio recaiga sobre activos y pasivos, habrá que establecer cuáles de las obligaciones se ven impactadas por la causa extraña y determinar si en cada una de ellas aplica la teoría de los riesgos.

Teoría de la imprevisión

Dentro de la clasificación de contratos onerosos, el Código Civil diferencia entre los contratos conmutativos y aleatorios. Dice el artículo 1498 que el contrato es conmutativo cuando cada parte se obliga a dar o hacer una cosa que se mira como equivalente a lo que la otra parte debe dar o

hacer a su vez; y si el equivalente consiste en una contingencia incierta de ganancia o pérdida, se llama aleatorio.

De acuerdo con Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998, p. 55) los contratos son conmutativos cuando los resultados económicos que está llamado a producir pueden ser apreciados con cierto grado de precisión desde el momento del perfeccionamiento del contrato. Los aleatorios son aquellos en los que no se puede estimar el beneficio porque depende del azar.

Por lo tanto, los contratos de compraventa de cosa y precio determinados son conmutativos en consideración de que las prestaciones son susceptibles de inmediata valoración económica (Ospina Fernández y Ospina Acosta, 1998, p. 55). Las partes realizan un proceso elaborado de debida diligencia y de valoración de empresas a través de modelos financieros, que les permiten determinar el valor y estimar un precio.

Para esta clase de contratos en los que el equilibrio económico es importante, se ha creado la figura de la Teoría de la Imprevisión para los casos en que, con posterioridad a la celebración de un contrato, sobrevienen circunstancias imprevistas e imprevisibles que alteran el equilibrio económico del contrato haciendo una de las obligaciones demasiado onerosa para el agente (Peña Nossa, 2014).

El artículo 868 del Código de Comercio establece que

Cuando circunstancias extraordinarias, imprevistas o imprevisibles, posteriores a la celebración de un contrato de ejecución sucesiva, periódica o diferida, alteren o agraven la prestación de futuro cumplimiento a cargo de una de las partes, en grado tal que le resulte excesivamente onerosa, podrá ésta pedir su revisión.

El juez procederá a examinar las circunstancias que hayan alterado las bases del contrato y ordenará, si ello es posible, los reajustes que la equidad indique; en caso contrario, el juez decretará la terminación del contrato.

Esta regla no se aplicará a los contratos aleatorios ni a los de ejecución instantánea.

Esta excesiva onerosidad la explica Peña Nossa (2014) a partir de los principios Unidorit. De acuerdo con estos hay excesiva onerosidad cuando el equilibrio del contrato es alterado sea porque el costo de una de las prestaciones aumenta o porque el valor de la prestación que recibe disminuye.

Esta excesiva onerosidad debe ser consecuencia de un evento posterior a la celebración del contrato, que dichas circunstancias no hayan podido ser tenidas en cuenta al momento de la

celebración, dichos eventos deben estar por fuera del control de la parte que lo sufre y que el riesgo no sea asumido por la parte en desventaja (Peña Nossa, 2014).

Fernando Hinestrosa (2007) anota que no todos los contratos son susceptibles de ser objeto de la teoría de la imprevisión. El cambio de los efectos contractuales por motivo de circunstancias no previstas ni previsibles solamente puede suceder en el caso de las obligaciones que se han pactado para largo tiempo, y por lo tanto, su ejecución queda de efectuarse con bastante posterioridad al día del convenio.

Dice Fernando Hinestrosa (2007) que la teoría de la imprevisión aplica para los contratos de tracto sucesivo y aquellos que siendo de cumplimiento instantáneo, las partes establecen el pago para época posterior.

El artículo del Código de Comercio prevé dos soluciones para estos casos. La primera es revisar el contrato y adaptar las prestaciones en mira de devolver al contrato su equilibrio económico. El segundo, que está condicionado a que no sea posible devolver el equilibrio económico de las prestaciones, es la terminación del contrato.

Bajo esta figura contractual, se plantean nuevamente los casos en los que la causa extraña tiene un impacto en el desempeño de la empresa en términos de configurarse un cambio material adverso, pero que no cumple con los requisitos suficientes para traducirse en la extinción de la obligación.

En este supuesto, como era el caso de un cambio en la estructura del mercado, el valor de la empresa puede verse seriamente afectado al cambiar los supuestos bajo los cuales se hizo la valoración. Esto implica entonces que el precio inicialmente estimado ya no es un verdadero reflejo del valor de la empresa, y este puede ser suficiente como para implicar un desequilibrio contractual.

En este caso, será labor del juez entrar a considerar cuándo el precio de la acción puede ser nuevamente calculado y por ende devolver el equilibrio al contrato, o cuando el impacto que ha tenido la empresa es suficientemente grande como para que el juez considere que la mejor opción es la resolución del contrato.

Conclusiones

La Cláusula del cambio material adverso ha tenido su mayor desarrollo en Estados Unidos, especialmente en la Corte de Delaware.

El desarrollo e interpretación que ha realizado la Corte ha sido a partir de reconocer la autonomía de la voluntad de las partes en la celebración del contrato.

A pesar de que es usual que la redacción de la Cláusula sea ambigua, se ha ido perfeccionado en la práctica, a través de la determinación de sus condiciones.

En las demandas estudiadas por la Corte de Delaware, es posible encontrar casos en los que el demandante es el adquirente que solicita declarar el incumplimiento contractual del enajenante, así como el reconocimiento a su “derecho a incumplir el contrato”; mientras que en otros la enajenante demanda que el adquirente cumpla con la ejecución de su obligación. A partir de esto, la Corte determina sobre quién recae la carga y el estándar de la prueba y los elementos que deben ser probados para poder conceder o desestimar las pretensiones.

El análisis que implica mayor complejidad es el determinar si el cambio que se alega que sufrió la empresa cumple con el requisito de ser material, dado que las partes no definen (no se atreven a pactar) qué van a entender por “material”. Con base en esto, la Corte de Delaware ha entendido de cambio material adverso como una situación que impacta la capacidad que tiene la empresa para generar utilidades en un período de tiempo comercialmente razonable.

El primer elemento determinante para enmarcar la Cláusula con base en el ordenamiento jurídico colombiano es el de la empresa, que, por la forma en la que fue definida en el Código de Comercio, no es objeto de tráfico jurídico.

La Corte Suprema de Justicia ha reconocido que, por medio de la autonomía de la voluntad de las partes, pueden reconocer la empresa como la causa u objeto determinante del negocio jurídico.

Para poder lograr que la empresa sea la causa u objeto determinante del negocio jurídico, en especial el adquirente, deberá manifestar de manera clara su voluntad e interés en la empresa y en las condiciones que consideran relevantes y que van a querer proteger.

En tanto que el enajenante es el titular de la información y, por ende, para lograr que el enajenante asuma la responsabilidad por la calidad de la información que entrega, se utilizan las representaciones y garantías.

Estas quedan pactadas en el contrato como obligaciones del enajenante en el sentido de que aquello que está manifestando es cierto y completo tanto en la fecha de la celebración como en la de ejecución del contrato. Estas representaciones se traducen en obligaciones contractuales que, en caso de no ser ciertas o ser inexactas, implican un incumplimiento contractual.

Por medio de estas cláusulas, el enajenante puede manifestar que la empresa no ha sufrido y no sufrirá un cambio material adverso al momento de la celebración y de la ejecución del contrato, surgiendo para el adquirente las figuras jurídicas relacionadas con el incumplimiento contractual.

Otra forma que permite al adquirente terminar o no cerrar el contrato, con base en la ocurrencia de un cambio material adverso, es por medio de condicionar el nacimiento o extinción de la obligación a la no ocurrencia de un cambio material adverso.

Este análisis sobre las posibilidades de pactar la cláusula, como se pudo dimensionar en el presente trabajo, no implica gran complejidad, por cuanto son prácticas comunes que son resultado de la autonomía de la voluntad.

La verdadera dificultad surge cuando las partes no han pactado la cláusula (aunque sí han entendido que el interés legítimo es la empresa) pero el adquirente se encuentra frente a una empresa ha sufrido un cambio material adverso y no cumple con las condiciones que habían sido determinantes de la voluntad del adquirente para celebrar el contrato.

Cuando no se ha pactado la cláusula del cambio material adverso y ocurren estas situaciones que podrían ser calificadas como tales, se debe entonces separar el momento contractual en el que el cambio material adverso se produce.

Cuando el cambio material adverso es previo a la celebración del contrato, el análisis principal va a estar encaminado a estudiar la validez del contrato con base en los vicios del consentimiento o la garantía legal del vicio oculto.

Cuando el cambio material adverso es posterior a la celebración del contrato, pero previo a su ejecución, se debe estudiar a qué corresponde dicha situación: si es imputable al enajenante o no.

Cuando ocurre un cambio material adverso con posterioridad a la celebración del contrato, pero antes de su ejecución, y este es imputable al enajenante, se deben estudiar las obligaciones de la naturaleza del contrato, que no se limitan al objeto de las obligaciones, sino que protegen el interés legítimo del acreedor, principalmente el deber de cuidado.

Cuando ocurre un cambio material adverso con posterioridad a la celebración del contrato, pero antes de su ejecución, y este no es imputable al deudor (causa extraña), se debe entrar a analizar cuándo cumple con los requisitos que permitan la aplicación de la teoría de la imprevisión o cuándo tienen la magnitud para que sea posible aplicar la teoría de los riesgos, y los efectos jurídicos correspondientes.

Anexos

Anexo 1. Formas de tomar control sobre una empresa

Existen diferentes métodos para adquirir control sobre las empresas. Estos buscan fortalecer la posición económica a través de diferentes instrumentos jurídicos (contratos) que se han ido desarrollando con las dinámicas de los negocios. Dado que la empresa no es objeto *per se* de negocios jurídicos, la función del derecho debe ser proporcionar los elementos para que, en el proceso de la adquisición, el concepto económico de la empresa sobre la cual se pretenda tomar control se mantenga. De acuerdo con Álvarez Arjona (2004, p. 45) la adquisición de empresas está ligado al concepto de toma de control. La adquisición es el medio y la toma de control el fin.

La decisión de adquirir una empresa parte de un modelo económico o financiero, por medio del cual, se realiza una proyección de sus futuros resultados (con base en variables como las utilidades, los flujos de caja, los dividendos entre otros) descontados al costo promedio del capital (Álvarez Arjona y Carrasco Pereja, 2004).

El adquirente no persigue un conjunto de cosas independientes, sino la unión de ellas, en marcha, con capacidad de generar flujos de caja. Dado que la empresa no es objeto de negocio jurídico, no existe entonces un contrato de compraventa de empresas. Sin embargo, dadas las necesidades del mercado, se han desarrollado diferentes figuras jurídicas que le permiten al interesado adquirir control sobre una empresa. Estas diferentes figuras serán explicadas a continuación.

Enajenación de acciones y cuotas

Una de las formas más directas de llevar a cabo una operación de adquisición empresarial es por medio de una emisión o de una compraventa de títulos de participación.

Las sociedades en Colombia pueden clasificarse en sociedades de personas y sociedades de capital, lo que va a ser determinante en la forma en que se negocian los títulos de participación. De acuerdo con Gabino Pinzón (1989, p. 20) esta clasificación se desprende de la posición jurídica de los socios frente a terceros o según la responsabilidad que tienen los socios por las obligaciones contraídas en desarrollo de la actividad social.

Peña Nossa (2014, pp. 34-35) plantea que las sociedades de personas son consideradas organizaciones de carácter cerrado, porque el acceso es restringido, y cualquier elemento que altere los atributos de cada uno o de varios socios tiene consecuencias en la forma en que funciona la sociedad.

En las sociedades de personas no hay una separación completa de los patrimonios porque sus bienes pueden ser perseguidos por los acreedores sociales. Los socios no desaparecen jurídicamente ante los terceros, sino que son deudores solidarios de las obligaciones sociales de manera subsidiaria e ilimitada. Por esta característica, en las personas de sociedad prevalece el concepto de *intuitu personae*, desde la capacidad para ser socio, la capacidad para ceder el interés social e incluso en la disolución de la sociedad (Pinzón, 1989, p. 20).

Las sociedades de personas por excelencia son las sociedades colectivas,⁴¹ y las sociedades en comandita simple,⁴² debido a que los socios colectivos asumen responsabilidad ante terceros por las obligaciones sociales que no pueden ser pagadas con el capital social; y en consecuencia tienen límites para la negociación de su participación en la sociedad.

Las sociedades colectivas son el tipo societario más antiguo y son especialmente de carácter familiar. Se utiliza cuando hacen de la actividad en la sociedad su profesión, y aportan todo lo que tienen (trabajo y patrimonio) a la sociedad, explicando el nivel de responsabilidad que asumen (Peña Nossa, 2014, pp. 121-122).

Las sociedades en comandita simple suelen utilizarse también por las familias. Los padres desarrollan la empresa y luego los hijos continúan con esta, que explica el por qué suelen los padres figurar como gestores y los hijos como comanditarios (Peña Nossa, 2014, p. 210).

⁴¹ **Código de Comercio, artículo 294.** Todos los socios de la sociedad en nombre colectivo responderán solidaria e ilimitadamente por las operaciones sociales. Cualquier estipulación en contrario se tendrá por no escrita. Esta responsabilidad sólo podrá deducirse contra los socios cuando se demuestre, aún extrajudicialmente, que la sociedad ha sido requerida vanamente para el pago.

En todo caso, los socios podrán alegar las excepciones que tenga la sociedad contra sus acreedores.

⁴² **Código de Comercio, artículo 323.** La sociedad en comandita se formará siempre entre uno o más socios que comprometen solidaria e ilimitadamente su responsabilidad por las operaciones sociales y otro o varios socios que limitan la responsabilidad a sus respectivos aportes. Los primeros se denominarán socios gestores o colectivos y los segundos, socios comanditarios.

En las sociedades de capital, por las obligaciones sociales solo responde la sociedad con su patrimonio. Hay una completa y absoluta separación de patrimonios, por lo que no existen restricciones para ser socio ni para ceder el interés social. La responsabilidad de los socios es limitada hasta el monto de sus aportes, y por ende tienen una estructura de carácter abierto (Peña Nossa, 2014, p. 35).

En este caso, lo que importa es que el capital se integre de manera efectiva y que se proteja adecuadamente a través de reservas obligatorias y una política sana de dividendos, de manera que la prenda general de los acreedores tenga existencia real y no se menoscabe fácilmente (Pinzón, 1989, p. 20). Las sociedades de capital son las sociedades anónimas⁴³ y las sociedades por acciones simplificadas.⁴⁴ Estas sociedades tienen su capital social representado en acciones.

La sociedad anónima de acuerdo con Peña Nossa (2014, p. 141) es la mayor expresión o manifestación del capitalismo moderno, por que es lo que permite la reunión de capitales con fundamento en la libertad contractual, permitiendo la producción en grandes cantidades.

La sociedad por acciones simplificadas “S.A.S.” (que fue creada por la ley 1258 del 2008) surgió como una forma de asociación con énfasis en la autonomía de la voluntad y buscando reducir al mínimo las disposiciones imperativas, con una alta libertad de configuración.

También hay sociedades que comparten características de sociedades de personas y de capital. Las sociedades de responsabilidad limitada son un intermedio en cuanto tienen su responsabilidad

⁴³ **Código de Comercio, artículo 373.** La sociedad anónima se formará por la reunión de un fondo social suministrado por accionistas responsables hasta el monto de sus respectivos aportes; será administrada por gestores temporales y revocables y tendrá una denominación seguida de las palabras “Sociedad Anónima” o de las letras “S A.”. Si la sociedad se forma, se inscribe o se anuncia sin dicha especificación, los administradores responderán solidariamente de las operaciones, sociales que se celebren.

⁴⁴ **Ley 1258 de 2008, artículo 1.** La sociedad por acciones simplificada podrá constituirse por una o varias personas naturales o jurídicas, quienes sólo serán responsables hasta el monto de sus respectivos aportes. Salvo lo previsto en el artículo 42 de la presente ley, el o los accionistas no serán responsables por las obligaciones laborales, tributarias o de cualquier otra naturaleza en que incurra la sociedad.

limitada⁴⁵ hasta el monto de sus aportes, pero la cesión de las cuotas debe hacerse por medio de escritura pública e implica una reforma estatutaria.⁴⁶

Peña Nossa (2014, pp. 177-178), las sociedades de responsabilidad limitada pretenden facilitar a las sociedades de carácter cerrado, pequeñas o medianas, para que puedan dedicarse a la explotación de una actividad económica sin adquirir la calidad de comerciantes ni comprometer su responsabilidad personal, con un esquema más sencillo que el de la sociedad anónima.

La sociedad en comandita por acciones, los colectivos siguen las características de los colectivos, pero los comanditarios pueden negociar libremente las acciones, por lo que estos siguen la lógica de las sociedades de capital. Para Peña Nossa (2014, p. 217) está diseñada para empresas de mayores dimensiones que la comandita simple, por lo que tienen un capital mayor autorizado y estar representado en títulos negociables haciendo más flexible la vinculación de la inversión por medio de emisión, colocación, suscripción y negociación de acciones.

La negociación de las cuotas en las sociedades de personas es más compleja dada la responsabilidad que se desprende al asumir la calidad de socio. El cambio de un socio es importante para los demás socios y para terceros. Por esta razón, en las sociedades colectivas,⁴⁷ de comandita simple⁴⁸ y de responsabilidad limitada va a implicar una reforma del contrato social. La cesión debe ser previamente aceptada por los socios y debe ser por medio de escritura pública. Una vez recibida la publicidad legal y la inscripción en el registro público, la cesión produce plenitud de los efectos.

⁴⁵ **Código de Comercio, artículo 353.** En las compañías de responsabilidad limitada los socios responderán hasta el monto de sus aportes.

En los estatutos podrá estipularse para todos o algunos de los socios una mayor responsabilidad o prestaciones accesorias o garantías suplementarias, expresándose su naturaleza, cuantía, duración y modalidades.

⁴⁶ **Código de Comercio, artículo 362.** Los socios [en las sociedades de responsabilidad limitada] tendrán derecho a ceder sus cuotas.

Cualquier estipulación que impida este derecho, se tendrá por no escrita.

La cesión de cuotas implicará una reforma estatutaria. La correspondiente escritura pública será otorgada por el representante legal de la compañía, el cedente y el cesionario.

⁴⁷ **Código de Comercio, artículo 301.** La cesión del interés social se tendrá como una reforma del contrato social, aunque se haga a favor de otro socio; pero el cedente no quedará liberado de su responsabilidad por las obligaciones sociales anteriores, sino trascurrido un año desde la fecha de la inscripción de la cesión.

⁴⁸ **Código de Comercio, artículo 338.** Las partes de interés de los socios colectivos y las cuotas de los comanditarios se cederán por escritura pública, debiéndose inscribir la cesión en el registro mercantil.

La cesión de las partes de interés de un socio colectivo requerirá de la aprobación unánime de los socios; la cesión de las cuotas de un comanditario, del voto unánime de los demás comanditarios.

La negociación de acciones fue predominantemente regulada en el capítulo de la Sociedad Anónima, aun así, aplica también para las sociedades en comandita por acciones⁴⁹ y la sociedad por acciones simplificadas.⁵⁰

La emisión de acciones es el aumento del capital autorizado en el contrato social para incrementar el capital suscrito, por medio de vincular nuevos aportes y se autoriza a los administradores para colocar las acciones no suscritas (acciones en reserva). Esta emisión puede llevarse a cabo no solo al formular el contrato social, sino que puede ser en un momento posterior por medio de una reforma estatutaria que tenga por objeto aumentar el capital social o capital autorizado (Pinzón, 1989, p. 194).

Una vez se da el proceso de emisión de acciones, el artículo 385 del Código de Comercio⁵¹ establece que las acciones no suscritas en el acta de constitución (acciones en reserva) o las emitidas posteriormente serán colocadas de acuerdo con el reglamento de suscripción.

El contrato de suscripción de acciones⁵² es un contrato consensual, cuya oferta se realiza por el mecanismo previsto en el artículo 845 y siguientes del Código de Comercio, cuyo objeto son las acciones. Una vez aceptada la oferta se perfecciona el contrato y surge la relación jurídica entre la sociedad y el suscriptor. De este contrato nace para el suscriptor la obligación de pagar el valor de la acción y someterse a los estatutos y nace para la sociedad la obligación de reconocerle la calidad

⁴⁹ **Código de Comercio, artículo 347.** La emisión, colocación, expedición de títulos y negociación de las acciones, se sujetarán a lo previsto para las sociedades anónimas, excepción hecha de las autorizaciones de la Superintendencia, cuando la sociedad no esté vigilada.

⁵⁰ **Código de Comercio, artículo 9o..** La suscripción y pago del capital podrá hacerse en condiciones, proporciones y plazos distintos de los previstos en las normas contempladas en el Código de Comercio para las sociedades anónimas. Sin embargo, en ningún caso, el plazo para el pago de las acciones excederá de dos (2) años. En los estatutos de las sociedades por acciones simplificadas podrán establecerse porcentajes o montos mínimos o máximos del capital social que podrán ser controlados por uno o más accionistas, en forma directa o indirecta. En caso de establecerse estas reglas de capital variable, los estatutos podrán contener disposiciones que regulen los efectos derivados del incumplimiento de dichos límites.

⁵¹ **Código de Comercio, artículo 385.** Las acciones no suscritas en el acto de constitución y las que emita posteriormente la sociedad serán colocadas de acuerdo con el reglamento de suscripción. Con excepción de las acciones privilegiadas y de goce, a falta de norma estatutaria expresa, corresponderá a la junta directiva aprobar el reglamento de suscripción.

⁵² **Código de Comercio, artículo 384.** La suscripción de acciones es un contrato por el cual una persona se obliga a pagar un aporte a la sociedad de acuerdo con el reglamento respectivo y a someterse a sus estatutos. A su vez, la compañía se obliga a reconocerle la calidad de accionista y a entregarle el título correspondiente. En el contrato de suscripción no podrá pactarse estipulación alguna que origine una disminución del capital suscrito o del pagado.

de accionista y los derechos inherentes a su nueva calidad, indicados en el artículo 379 del Código de Comercio⁵³ (Pinzón, 1989, p. 198).

De acuerdo con Gabino Pinzón (1962) este reglamento es elaborado de manera unilateral. El suscriptor no hace parte de una negociación sobre estas condiciones o modalidades del reglamento, sino que se limita a aceptarlas. Todos los suscritos se someten a unas mismas condiciones conocidas de antemano por ellos.

El artículo 388 del Código de Comercio⁵⁴ establece que los accionistas tienen derecho a suscribir preferencialmente en las emisiones de acciones a prorrata de las que poseen a la fecha en que se aprueba el reglamento. Este derecho de preferencia permite a los socios, que han soportado los riesgos y las dificultades desde el momento de constitución, ser protegidos de verse diluidos.

La compraventa de acciones está consagrada en el artículo 406 del Código de Comercio, y establece que puede hacerse por el simple acuerdo de las partes cuando se trata de acciones nominativas. Sin embargo, para que produzca efectos frente a la sociedad y de terceros es necesario que se inscriba en el libro de registro de acciones.

La compraventa de acciones implica entonces que las acciones ya tienen un dueño que las enajenan libremente y por cuenta propia (Superintendencia de Sociedades, 2019).

⁵³ **Código de Comercio, artículo 379.** Cada acción conferirá a su propietario los siguientes derechos:

- 1) El de participar en las deliberaciones de la asamblea general de accionistas y votar en ella;
- 2) El de recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos por los balances de fin de ejercicio, con sujeción a lo dispuesto en la ley o en los estatutos;
- 3) El de negociar libremente las acciones, a menos que se estipule el derecho de preferencia en favor de la sociedad o de los accionistas, o de ambos;
- 4) El de inspeccionar, libremente, los libros y papeles sociales dentro de los quince días hábiles anteriores a las reuniones de la asamblea general en que se examinen los balances de fin de ejercicio, y
- 5) El de recibir una parte proporcional de los activos sociales al tiempo de la liquidación y una vez pagado el pasivo externo de la sociedad.

⁵⁴ **Código de Comercio, artículo 388.** Los accionistas tendrán derecho a suscribir preferencialmente en toda nueva emisión de acciones, una cantidad proporcional a las que posean en la fecha en que se apruebe el reglamento. En éste se indicará el plazo para suscribir, que no será inferior a quince días contados desde la fecha de la oferta. Aprobado el reglamento por la Superintendencia, dentro de los quince días siguientes, el representante legal de la sociedad ofrecerá las acciones por los medios de comunicación previstos en los estatutos para la convocatoria de la asamblea ordinaria.

Por estipulación estatutaria o por voluntad de la asamblea, podrá decidirse que las acciones se coloquen sin sujeción al derecho de preferencia, pero de esta facultad no se hará uso sin que ante la Superintendencia se haya acreditado el cumplimiento del reglamento.

El artículo 403 del Código de Comercio establece el principio de la libre negociabilidad de las acciones. El precio y la forma de pago serán fijados en cada caso por los interesados, y para la transferencia de las acciones, por tratarse de títulos nominativos será necesario el endoso y el registro en el libro de registro de accionistas (Superintendencia de Sociedades, 2018). Este principio de libre negociabilidad queda limitado por el derecho de preferencia planteado anteriormente.

Fusión de empresas

Otra figura jurídica que permite adquirir el dominio o control sobre una empresa es la fusión. La fusión implica la extinción de una o varias sociedades y la consolidación patrimonial en una sociedad nueva o en una ya existente.

De acuerdo con Reyes Villamizar (2000, p. 85) es una manifestación general de concentración de fuerzas económicas. Jurídicamente es una operación que lleva a la extinción de una sociedad, sin liquidación, y a la integración de los asociados, pasivos, activos y empresas en una sola sociedad. Es decir, solo subsiste una persona jurídica que absorbe los patrimonios de las otras (Reyes Villamizar, 2000, p. 85).

Está consagrada en el artículo 172 del Código de Comercio e indica que “Habrá fusión cuando una o más sociedades se disuelvan, sin liquidarse para ser absorbida por otra o para crear una nueva. La absorbente o la nueva compañía adquirirá los derechos y obligaciones de la sociedad o sociedades disueltas al formalizarse el acuerdo de fusión”.

Las fusiones principalmente pueden ser por creación o por absorción. De acuerdo con Neira Archila (2006, pp. 161-164), en la fusión por creación, los socios de las sociedades que se disuelven concurren en la creación de una nueva sociedad, cuyo capital va a estar conformado por los aportes de los patrimonios de las sociedades que desaparecen, y los socios de las absorbidas reciben acciones o cuotas de la nueva sociedad.

En la fusión por absorción o por incorporación, para la sociedad absorbente se presenta una reforma del contrato social, que consiste en un aumento del capital por el ingreso de los nuevos socios o por un aumento en la participación de los antiguos socios. La sociedad absorbida se

disuelve sin liquidarse, y los socios de esta pasan a ser socios de la sociedad absorbente (Neira Archila, 2006, 161-164).

Reyes Villamizar (2000, pp. 87-88) indica que uno de los efectos más importantes de la fusión es el traspaso en bloque de patrimonios. Esto quiere decir que a título de la fusión se da un traspaso universal de todos los bienes, derechos y obligaciones de las sociedades fusionadas. Lo anterior implica que se dé una novación subjetiva de la totalidad de las obligaciones en cabeza de las sociedades fusionadas.

Este traspaso como una universalidad permite que no sea necesario considerar la fusión como un conjunto de cesiones de derecho y obligaciones particulares, porque en este caso no se busca que las situaciones anteriores se extingan, sino que, el propósito es su continuación o permanencia dinámica por medio de la sociedad absorbente (Neira Archila, 2006, p. 170).

Neira Archila (2006, p. 170), de manera similar a lo planteado por Reyes Villamizar (2000, p. 87), menciona que en estos casos no se excluye la sustitución de deudores o acreedores. Sin embargo, no se trata de una novación o de una subrogación, sino que se ve en la fusión, el negocio en conjunto.

Cuando la sociedad que está siendo absorbida se disuelve no se da el paso a la apertura del proceso liquidatorio, y no hay necesidad de cumplir con los trámites para la venta del activo y el pago de los pasivos externos e internos de las sociedades participantes (Reyes Villamizar, 2000, p. 94). Dentro de los activos que se transfieren, Reyes Villamizar (2000, p. 89) hace una anotación especial sobre la transferencia de participaciones de capital de otras sociedades. Ante esto recalca el autor la necesidad de que dentro del objeto social de la sociedad absorbente o la nueva tenga previsto la posibilidad de invertir recursos en acciones, cuotas o partes de interés en otras sociedades o que haya una relación de medio a fin entre la actividad de explotación que realiza y sobre la que se va a tener participación de capital.

De acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, en la operación de adquisición lo que se da es un cambio en la titularidad de las acciones de la sociedad adquirida, pero en la operación de fusión lo que se modifica es el patrimonio de las sociedades (Superintendencia de Sociedades, 2006).

Neira Archila (2006) resalta la importancia del comentario de Rodrigo Uría en su libro de derecho mercantil en 1976, donde argumenta que

No basta la confusión total de dos o más patrimonios sociales para que pueda hablarse de la fusión en sentido rigurosamente técnico. Fundir sociedades no es solamente unificar patrimonios, negocios o empresas; es algo más: es unificar grupos sociales que tienen un soporte humano de importancia decisiva. De ahí que la fusión, además de afectar los elementos patrimoniales, lleve a establecer un vínculo directo entre los miembros de cada grupo, Los socios de cada una de las sociedades fusionadas se reagrupan en la sociedad única que centraliza la fusión. Ahora bien, la agrupación de los socios en una sola entidad solo puede lograrse por un procedimiento: la cesión del patrimonio de la sociedad supérstite o nueva. Son los socios de la entidad cedente, y no esta sociedad, los que reciben directamente la contraprestación (p. 164).

Enajenación del establecimiento de comercio

El establecimiento de comercio está definido en el artículo 515⁵⁵ del Código de Comercio como el conjunto de bienes organizados por el empresario para realizar los fines de la empresa. De lo anterior, la Superintendencia de Sociedades concluye que es “un conjunto de bienes organizados por el empresario, en un sitio determinado, para el desarrollo de sus actividades económicas, tales como supermercados, almacenes, bodegas, fábricas, plantas industriales etc.” (Superintendencia de Sociedades, 2017).

Estos elementos forman un todo, no porque todos pertenecen al mismo empresario, sino por el fin o uso de destino se encuentran íntimamente relacionados, sirven los unos a los otros, o se complementan formando una integración. Entre el establecimiento de comercio y la empresa hay una relación de medio a fin (p. 110), es la manifestación de la empresa, donde se concreta la organización de factores de producción (Castro de Cifuentes, 2016, p. 126).

El establecimiento de comercio no es un bloque de elementos jurídicos diferente al patrimonio del empresario, sino que los activos y pasivos que conforman el establecimiento de comercio se encuentran dentro del patrimonio, así estén destinados para actividades económicas diferentes. Los activos y pasivos permanecen unidos como parte del establecimiento de comercio, porque el empresario así lo quiere (Castro de Cifuentes, 2016, p. 125).

⁵⁵ **Código de Comercio, artículo 515.** Se entiende por establecimiento de comercio un conjunto de bienes organizados por el empresario para realizar los fines de la empresa. Una misma persona podrá tener varios establecimientos de comercio, y, a su vez, un solo establecimiento de comercio podrá pertenecer a varias personas, y destinarse al desarrollo de diversas actividades comerciales.

El artículo 516 del Código de Comercio⁵⁶ trae una lista enunciativa de los bienes que lo componen, como son la enseña o nombre comercial, las marcas de los productos y servicios, los derechos invenciones, las mercancías, créditos y demás valores, mobiliarios, instalaciones, contratos de arrendamiento, derecho a los arrendamientos indemnizaciones, derecho a impedir la desviación de la clientela, protección de la gama comercial y derechos y obligaciones mercantiles derivados de las actividades propias del establecimiento.

Aunque el artículo no mencione expresamente los inmuebles, dado que la lista es enunciativa se ha concluido que sí hacen parte de este, porque cuando estos son indispensables para la actividad económica, son esenciales para el establecimiento de comercio, y en caso de no incluirlos se perdería la característica de unidad exigida por la organización (Castro de Cifuentes, 2016, pp. 113-114).

El empresario es el titular del establecimiento de comercio, aunque no es necesario que el titular del establecimiento de comercio sea el titular de los bienes que lo componen. La explotación de los bienes puede hacerse por medio del usufructo, tenencia o por medio de cualquier título que permita el uso de estos para el desarrollo de la organización económica organizada (Castro de Cifuentes, 2016, p. 111). Un ejemplo son las aerolíneas, pues las aeronaves hacen parte del establecimiento de comercio de las aerolíneas. No obstante, hoy en día las aerolíneas no compran los aviones, sino que los explotan por medio de un contrato de leasing (Brookes, 2019).

Sobre el empresario recae la facultad de enajenar, gravar, limitar o modificar la propiedad del establecimiento de comercio. La enajenación puede darse por medio de la compraventa, la permuta, la dación en pago, como aporte a una sociedad o cualquier otro título que implique el

⁵⁶ **Código de Comercio, artículo 516.** Salvo estipulación en contrario, se entiende que forman parte de un establecimiento de comercio:

- 1) La enseña o nombre comercial y las marcas de productos y de servicios;
- 2) Los derechos del empresario sobre las invenciones o creaciones industriales o artísticas que se utilicen en las actividades del establecimiento;
- 3) Las mercancías en almacén o en proceso de elaboración, los créditos y los demás valores similares;
- 4) El mobiliario y las instalaciones;
- 5) Los contratos de arrendamiento y, en caso de enajenación, el derecho al arrendamiento de los locales en que funciona si son de propiedad del empresario, y las indemnizaciones que, conforme a la ley, tenga el arrendatario;
- 6) El derecho a impedir la desviación de la clientela y a la protección de la fama comercial, y
- 7) Los derechos y obligaciones mercantiles derivados de las actividades propias del establecimiento, siempre que no provengan de contratos celebrados exclusivamente en consideración al titular de dicho establecimiento.

traspaso de la titularidad. Esta transferencia de dominio puede darse sin que exista interrupción de la actividad económica de la empresa (Castro de Cifuentes, 2016, p. 140).

La enajenación es un contrato bilateral, donde ambas partes se obligan a dar. El enajenante se obliga a transferir la propiedad del bloque económico en plena actividad, incluidos sus componentes esenciales (se obliga a dar una cosa), y se obliga a permitir el uso y goce pacífico para explotar la cosa. El adquirente tiene derecho a recibir la cosa sin defectos o menoscabos materiales que obstruyan el desarrollo de la actividad, y las obligaciones que pacten en el contrato, especialmente el pago del precio en la forma y tiempos pactados (Castro de Cifuentes, 2016, pp.142-143).

El objeto de estas operaciones es complejo. El Código de Comercio trae unas disposiciones especiales sobre la enajenación del establecimiento de comercio. La regulación del Código de Comercio sobre la enajenación del establecimiento de comercio busca preservar el bloque económico, la permanencia de la actividad económica organizada. Además, busca la protección de las partes y de terceros con intereses legítimos como los acreedores del enajenante (Castro de Cifuentes, 2016, p.142).

El artículo 525⁵⁷ presume que la enajenación se hace en bloque, es decir, como unidad económica, eliminando la necesidad de especificar detalladamente los elementos que lo integran. Sin embargo, la autora Castro de Cifuentes (2016, p. 141) indica que, aunque el objeto del contrato sí debería estar claramente determinado, dado que el establecimiento de comercio se da en bloque no es necesario detallar cada uno de los elementos que lo integran. Aun así, recomienda hacer un inventario de todos los elementos constitutivos de la unidad, especialmente los activos, pues sobre los pasivos, el enajenante está obligado, de acuerdo con el artículo 527⁵⁸ del Código de Comercio, a entregar el Balance General donde estén discriminados los pasivos.

De acuerdo con Solórzano Arámbula y González Avilez (2019), estas operaciones en bloque son consecuencia de que el legislador diera prioridad al funcionamiento en conjunto de los

⁵⁷ **Código de Comercio, artículo 525.** La enajenación de un establecimiento de comercio, a cualquier título, se presume hecha en bloque o como unidad económica, sin necesidad de especificar detalladamente los elementos que lo integran.

⁵⁸ **Código de Comercio, artículo 527.** El enajenante deberá entregar al adquirente un balance general acompañado de una relación discriminada del pasivo, certificados por un contador público.

elementos que componen dicha unidad económica. En caso de la enajenación parcial entonces la operación pierde valor, pues la unidad económica incompleta pierde el funcionamiento integral de todos los elementos.

El artículo 526⁵⁹ del Código de Comercio establece la formalidad para la enajenación. Esta debe realizarse por medio de escritura pública o por medio de documento privado reconocido ante funcionario competente para que produzca efectos entre las partes. Esto quiere decir que el legislador, lo toma como un bien mueble, para darle agilidad a los negocios, sin embargo, cuando el establecimiento de comercio contiene inmuebles, sí debe ser por medio de escritura pública (Castro de Cifuentes, 2016, p. 150).

Una vez que se perfecciona el contrato, y se cumple con el modo, el nuevo titular se subroga en la totalidad de las relaciones jurídicas del establecimiento. De acuerdo con el artículo 529⁶⁰ del Código de Comercio se impone responsabilidad solidaria (por un periodo de dos meses) incluso por los pasivos que no estén discriminados en el pasivo, salvo que demuestre buena fe exenta de culpa (Castro de Cifuentes, 2016, p. 144).

Enajenación global de activos

Otra forma de adquirir control de las empresas a través de la enajenación de activos es utilizando la figura que consagra el artículo 32⁶¹ de la ley 1258 de 2008, la enajenación global de activos. Se entiende, de acuerdo con dicho artículo, que hay enajenación global de activos cuando la S.A.S. se proponga enajenar activos y pasivos que representen el 50 % o más de su patrimonio líquido en la fecha de la enajenación.

⁵⁹ **Código de Comercio, artículo 526.** La enajenación se hará constar en escritura pública o en documento privado reconocido por los otorgantes ante funcionario competente, para que produzca efectos entre las partes.

⁶⁰ **Código de Comercio, artículo 529.** Las obligaciones que no consten en los libros de contabilidad o en documento de enajenación continuará a cargo del enajenante del establecimiento, pero si el adquirente no demuestra buena fe exenta de culpa, responderá solidariamente con aquél de dichas obligaciones.

⁶¹ **Ley 1258 del 2008, artículo 32.** Se entenderá que existe enajenación global de activos cuando la sociedad por acciones simplificada se proponga enajenar activos y pasivos que representen el cincuenta (50 %) o más del patrimonio líquido de la compañía en la fecha de enajenación.

La enajenación global requerirá aprobación de la asamblea, impartida con el voto favorable de uno o varios accionistas que representen cuando menos la mitad más una de las acciones presentes en la respectiva reunión. Esta operación dará lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas ausentes y disidentes en caso de desmejora patrimonial.

PARÁGRAFO. La enajenación global de activos estará sujeta a la inscripción en el Registro Mercantil.

Esto significa que la enajenación global de activos se determina de acuerdo con el monto de los activos y pasivos. Es decir, la enajenación global de activos puede recaer sobre activos y pasivos, parte de un establecimiento de comercio, o sobre todo un establecimiento de comercio. Lo determinante es que supere el 50 % del patrimonio líquido de la compañía (Superintendencia de Sociedades, 2016).

La ley establece que para realizar la enajenación global de activos se necesita mínimo el voto favorable de la mitad o más de una de las acciones presentes en la reunión. Además, dará lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas ausentes y disidentes en la reunión en caso de desmejora patrimonial. Dicha enajenación está sujeta a la inscripción en el registro mercantil.

Es un mecanismo de integración que se concreta mediante una operación de reorganización por medio de la cual una compañía enajena toda una parte de sus activos y pasivos y recibe a cambio dinero o acciones de la compañía que los adquiere (Superintendencia de Sociedades, 2015).

En la enajenación global de activos la Sociedad por Acciones Simplificada no se disuelve per se de acuerdo con el oficio 220-047960 del 21 de mayo de 2019 de la Superintendencia de Sociedades, sino que por el contrario continúa existiendo.

Esta enajenación no exige ningún trámite de oposición para los acreedores ni establece responsabilidades solidarias entre la sociedad enajenante y adquirente sobre lo vendido, como es en el caso de la venta de Establecimientos de Comercio. Tampoco exige autorización de la Superintendencia de Sociedades para poder llevar a cabo la operación (Superintendencia de Sociedades, 2016).

Fiducias

A pesar de la importancia de los contratos de sociedades para el desarrollo de una empresa, es posible que se organice legalmente una sociedad sin celebrar el contrato social, por medio de la figura de la fiducia.

De acuerdo con Gaviria Gutiérrez (2004, p. 85) los socios, que en este caso actuarían como fiduciantes, celebran con una sociedad fiduciaria un contrato de fiducia asociativa, por el cual

hacen entrega de los recursos, que en este caso pasarían de ser aportes de capital a ser aportes a fondos fiduciarios.

La sociedad fiduciaria toma estos recursos y los administra para la realización de la actividad prevista en el contrato de fiducia, cuyo contenido se entiende equivalente al objeto social. La obtención y repartición de utilidades y el reembolso final de los recursos fiduciarios se convierten en estipulaciones fundamentales del contrato de fiducia (Gaviria Gutiérrez, 2004, p. 86).

Dado que el patrimonio autónomo no tiene personalidad jurídica, y actúa por medio de la sociedad fiduciaria, es la sociedad fiduciaria la encargada de dirigir los recursos al objeto social o la actividad prevista en el contrato. Sin embargo, esto no impide que los fideicomitentes creen un comité fiduciario por medio del cual intervengan y determinen las directrices a las que debe someterse la sociedad administradora (Gaviria Gutiérrez, 2004, p. 86).

El problema que destaca el autor (2004, p. 86) es que, dado que la fiducia no está sometida a registro mercantil, la sociedad que se crea mediante dicha figura no goza del beneficio de publicidad ante terceros, y por ende se encontrarían en la dificultad de conocer todas las circunstancias de la sociedad creada vía fiducia.

Gaviria Gutiérrez (2004, p. 87) cita a Felipe de Sola Cañizares para resaltar el uso de las fiducias, figura tradicional del derecho inglés conocido como el *trust*, para crear una sociedad de sociedades, y que en Estados Unidos fue utilizada para generar concentraciones poderosas de capitales, con objeto comercial e industrial determinado, y que lograba acabar con la competencia. Esta figura del *trust* hoy en día se confunde con los *cartels* o *holdings*.

Este uso de la fiducia para adquirir control sobre las empresas se puede entender mejor por el ejemplo una integración operacional entre Avianca, Aces y Sam denominada Alianza Summa. Una estrategia por medio de la cual cada una de las empresas continuó como una entidad legalmente separada, pero por medio de la alianza se unían para ser una sola empresa sin que ninguna de las tres fuera absorbida (Rodríguez, 2007).

Los accionistas de Avianca, SAM y ACES crearon un esquema fiduciario por medio del cual tuvieron participación igualitaria de la nueva aerolínea. Además, crearon un memorando por medio

del cual determinaron un itinerario integrado, tarifas, operación conjunta, intercambio de aeronaves, uso de la infraestructura aeroportuaria y de puntos de venta (Rodríguez, 2007).

Esta alianza implicó una integración en dos niveles, uno patrimonial, que implicaba el control sobre los activos por parte de los accionistas y derechos de uso y acceso a los activos. El segundo nivel fue el operacional, que definía el alcance de las actividades y operaciones propias de la alianza en el mercado. Es decir, las empresas se comportaban como si fuera una sola firma.

Otra forma de utilizar la fiducia es por medio del artículo 12 de la Ley 1258 de 2008,⁶² que permite aportar las acciones de una Sociedad por Acciones Simplificadas a una fiducia mercantil, de manera que los derechos y obligaciones de los socios son asumidas por la sociedad fiduciaria que administra el patrimonio autónomo.

Uniones temporales o *joint venture*

Otros medios para tomar control sobre las empresas son las operaciones de colaboración empresarial, por medio del cual se suplen necesidades comunes. En estos casos, de acuerdo con Reyes Villamizar (2000, pp. 77-78), el propósito no es integrar los capitales ni cambiar la estructura interna de las sociedades sino que el propósito es crear instrumentos de cooperación y coordinación. En estos contratos lo que se busca es la realización conjunta de activos.

Los contratos de agrupación de interés económico buscan facilitar o desarrollar partes especiales de la actividad empresarial o perfeccionar o incrementar el resultado de dichas actividades, generando un mejor desarrollo de las propias actividades de los miembros. Sin embargo, estos no implican cambios en la identidad jurídica ni económica de las sociedades ni tienen un ánimo de lucro, no buscan un reparto efectivo de beneficios ni de utilidades (Reyes Villamizar, 2000, p. 78).

⁶² **Ley 1258 de 2008, artículo 12** “Las acciones en que se divide el capital de la sociedad por acciones simplificadas podrán estar radicadas en una fiducia mercantil, siempre que en el libro de registro de accionistas se identifique a la compañía fiduciaria, así como a los beneficiarios del patrimonio autónomo junto con sus correspondientes porcentajes en la fiducia.

Los derechos y obligaciones que por su condición de socio le asisten al fideicomitente serán ejercidos por la sociedad fiduciaria que lleva la representación del patrimonio autónomo, conforme a las instrucciones impartidas por el fideicomitente o beneficiario, según el caso”.

Una de las formas de colaboración empresarial son los *joint ventures* o uniones temporales. Son una estrategia corporativa que permite generar alianzas, permite una pluralidad de operaciones por medio de la cual las empresas cooperan entre sí con un propósito determinado, destinando para esto una porción limitada de sus recursos. Su uso está caracterizado porque se limita a operaciones concretas y limitadas, suelen ser operaciones contractuales no societarias (Conde Granados, 2014, p. 51).

El contrato de *joint venture* es un contrato por medio del cual dos o más partes convienen realizar un negocio en común, a través de la combinación de sus actividades, recursos y la coordinación de las operaciones, por un tiempo determinado, para generar una utilidad común, sin que esto implique la necesidad de crear una persona jurídica diferente. No constituye una sociedad, carece de personalidad y no es sujeto de derecho. Las empresas participantes mantienen su propia finalidad (Barbosa Castaño, 2004). Algunos autores, definen el Joint Venture como la asociación de dos o más personas, para realizar una única empresa comercial (Conde Granados, 2014, p. 49).

Con el *joint venture* se reúnen esfuerzos de diferentes empresarios, que tienen ventajas comparativas y las ponen en función del cumplimiento de una actividad específica. Son una manera de distribuir riesgos, costos y utilidades de acuerdo con la capacidad que tiene cada integrante. El contrato tiene un fin específico, como una obra, prestar un servicio, entre otros. Suelen ser de tanta complejidad que no sería razonable para una sola persona asumirlo (Barbosa Castaño, 2004).

Bajo la figura del *joint venture* se encuentran los contratos de uniones temporales, consorcios, sociedad futura o proyecto, *joint venture* de concentración y el *joint venture* como *operating agreement* (Barbosa Castaño, 2004).

Escisión

La escisión fue consagrada en el ordenamiento jurídico colombiano en el artículo tercero de la ley 222 de 1995.⁶³ La escisión consiste en la división del patrimonio de una sociedad para

⁶³ **Ley 222 de 1995, artículo 3** “Habrá escisión cuando:

1. Una sociedad sin disolverse, transfiere en bloque una o varias partes de su patrimonio a una o más sociedades existentes o las destina a la creación de una o varias sociedades.
2. Una sociedad se disuelve sin liquidarse, dividiendo su patrimonio en dos o más partes, que se transfieren a varias sociedades existentes o se destinan a la creación de nuevas sociedades.

transferirlo en bloque a una o varias sociedades, que pueden ser existentes o que pueden ser creadas para este efecto. La sociedad cuyo patrimonio es dividido es llamada escindida o escidente y la que recibe la transferencia es llamada beneficiaria (Neira Archila, 2006, p. 176).

La escisión puede ser parcial o total. La escisión parcial se da cuando la sociedad escidente, sin disolverse, transfiere en bloque una parte de su patrimonio, a las sociedades beneficiarias. En este caso, la sociedad escidente conserva parte de su patrimonio con el propósito de continuar existiendo (Neira Archila, 2006, p. 177).

La escisión total se da cuando la sociedad escindida se disuelve, sin liquidarse, dividiendo su patrimonio en dos o más sociedades. En este caso, la sociedad escidente se extingue, pues la totalidad de su patrimonio pasa a las demás sociedades (Neira Archila, 2006, p. 177).

La disminución del patrimonio de la sociedad escindida a la beneficiaria implica su incorporación. El siguiente elemento determinante de esta operación es la incorporación de los socios, pues de acuerdo con el artículo mencionado, los socios de la sociedad escindida participarán en las sociedades beneficiarias en la misma proporción que tengan en aquella. Neira Archila (2006, pp. 179-180) aclara que esta proporción hace referencia a que los socios conservarán su proporción en la parte del patrimonio trasladado.

En la escisión el traspaso de los activos se hace en bloque, que, como se vio en el análisis de la fusión, no puede hablarse de una cesión de derechos y obligaciones, novaciones o subrogaciones independientes, sino de una transmisión en globo (Neira Archila, 2006, pp. 183-184).

Un ejemplo importante en Colombia de una escisión fue la del Grupo Empresarial Bavaria. Del “Proyecto de escisión parcial celebrado entre SAB COLOMBIA S.A.S. y BAVARIA S.A.” podemos destacar lo siguiente:

La sociedad o sociedades destinatarias de las transferencias resultantes de la escisión, se denominarán sociedades beneficiarias.

Los socios de la sociedad escindida participarán en el capital de las Sociedades beneficiarias en la misma proporción que tengan en aquella, salvo que por unanimidad de las acciones, cuotas sociales o partes de interés representadas en la asamblea o junta de socios de la escidente, se apruebe una participación diferente”.

En primer lugar, pactaron que la sociedad SAB COLOMBIA S.A.S. transferiría en bloque, sin disolverse, parte de su patrimonio a la sociedad BAVARIA S.A. (la sociedad beneficiaria). Así, la sociedad escidente continuaría con su objeto sin ninguna modificación o interrupción.

En segundo lugar, los motivos de la escisión incluían en cuenta que los objetos sociales de las sociedades intervinientes no eran excluyentes entre sí y que los accionistas de cada una de las sociedades están interesados en crear y aprovechar las sinergias, aliviando las cargas administrativas y de operación, lograr economías de escala, liberación de recurso humano para poder invertir en R&D, optimizar los procesos de gestión e incrementar las utilidades.

Bibliografía

- Akorn, Inc., Plaintiff and Counterclaim Defendant, v. Fresenius Kabi AG, Quercus Acquisitions, Inc., and Fresenius SE & CO. KGAA, Defendants and Counterclaim Plaintiffs, C.A. No. 2018-0300-JTL (In The Court of Chancery of The State of Delaware October 1, 2018). <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>
- Alexander, J. B. (2005). Material Adverse Change Clause. *The Practical Lawyer*, 51(5), 11-18. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.ali/praclaw0051&i=265>
- Álvarez Arjona, J. M. y Carrasco Pereja, Á. (2004). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas* (S. Aranzadi, Ed.) Navarra, España: Gómez Acebo y Pombo - Abogados.
- Álvarez Arjona, J.M. (2004) *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Capítulo I: La adquisición de empresas como objeto de negociación* (S. Aranzadi, Ed.). Navarra, España: Gómez Acebo y Pombo - Abogados.
- Álvarez Martínez, N. C. (2017). *Fusión de Sociedades en el Ordenamiento Jurídico Colombiano*. (Monografía de grado, Universidad Católica de Colombia), Bogotá D.C. <https://bit.ly/3qNfqIq>
- Arteaga Echavarría, I. (2002). En busca del concepto jurídico de empresa. *Revista Chilena de Derecho*, 29(3), 603-620. <https://bit.ly/3eQnKVB>
- Atehortúa Ochoa, J. (2005). Dimensión institucional de la persona jurídica en el derecho colombiano: la sociedad y la empresa como institución. *Revista de Derecho Privado*, (9), 47-98. <https://bit.ly/30HPUJZ>
- Avendaño Sánchez, E.C. y Estela Montes, D.A. (2016) *Aplicación y eficacia de las cláusulas de declaraciones y garantías y de limitación de la responsabilidad en los contratos de compraventa de acciones*. (Trabajo de grado, Pontificia Universidad Javeriana). Bogotá, D.C., Colombia. <http://hdl.handle.net/10554/38962>
- Barbosa Castaño, A. d. (2004). *Contratos de Asociación de Riesgo Compartido - Joint Venture*. (Trabajo de grado, Pontificia Universidad Javeriana). Bogotá, D.C., Colombia. <https://bit.ly/2Nii4br>

- Bavaria S.A. “Proyecto de escisión parcial celebrado entre SAB COLOMBIA S.A.S. (NIT. 900.297.398-5) y BAVARIA S.A. (NIT. 860.005.224-6)”. <https://bit.ly/3vnT6bN>
- Bonilla Reyes, J. E. (1998). La empresa y el empresario. *Revista de Derecho Privado*, (3), 105-126. <https://bit.ly/2NdylOR>
- Brookes, M. (2019, July 06). Fund Society. Retrieved 2021, from Leasing de aeronaves: cómo funciona el alquiler de aviones: <https://www.fundssociety.com/es/opinion/leasing-de-aeronaves-como-funciona-el-alquiler-de-aviones>
- Buchheit, L. C. (1994, March). How to Negotiate the Material Adverse Change Clause. *International Financial Law Review*, 13(2), 31-32. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/intfinr13&i=127>
- Castro de Cifuentes, M. (2016). *Derecho Comercial: Actos de comercio, empresas, comerciantes y empresarios*. Bogotá D.C., Colombia: Universidad de los Andes y Editorial Temis. <https://bit.ly/3cwGd6t>
- Chame, J. F. (2010, junio). Frustration of contract e impossibility of performance en el common law inglés. *Revista de Derecho Privado*, (18), 95-122.
- Channel Medsystems, Inc., a Delaware corporation, Plaintiff and Counterclaim Defendant, v. Boston Scientific Corporation a Delaware corporation, and NXT Merger Corp., a Delaware corporation Defendants and Counterclaim Plainffis. , C.A. No. 2018-0673-AGB (IN THE COURT OF CHANCERY OF THE STATE OF DELAWARE December 18, 2019). <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=299480>
- Cheng, D. (2009). Interpretation of Material Adverse Change Clause in an adverse economy. *Columbia Business Law Review*, 2009(2), 564-604. <https://doi.org/10.7916/cblr.v2009i2.2945>
- Choi, A., & Triantis, G. (2010, March). Strategic Vagueness in Contract Desing: Tha Case of Corporate Acquisitions. *Yale Law Journal*, 5(119), 848-925. <https://bit.ly/39MDhC8>

Código Civil

Código de Comercio

- Conde Granados, J. L. (2014). Análisis del contrato de Joint Venture y sus mecanismos de financiamiento. *VOX JURIS*, 27(1) <https://bit.ly/3qNhiAW>
- Contract Law - Mergers and Acquisitions - Delaware Chancery Court Addresses Default Interpretation of Broadly Written Material Adverse Effect Clauses. (2002, April). *Harvard Law Review*, 115(6), 1737-1744. <https://bit.ly/39JTxF>
- Cornell Law School. (n.d.). Legal Information Institute. *Affirmative Defense*. https://www.law.cornell.edu/wex/affirmative_defense
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. M.P. Ariel Salazar Ramírez. (2013). Radicado 11001-3103-023-1997-04959-01. Bogotá, D.C., Colombia. <https://bit.ly/2Owgxzd>
- Drew, N., & Papaesfstratiou, D. (2014). Recent Cases on Material Adverse Change Clauses. *DLA PIPER*. <https://bit.ly/3d8mLyy>
- Elken, A. C. (2009, January). Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisitions Agreements: Should the United States Consider the British Model. *Southern California Law Review*, 82(2), 291-340. <https://bit.ly/3mMEGyd>
- Erlaiz Cotelo, I. (2004) *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Capítulo VIII: Adquisiciones especiales por su objeto* (S. Aranzadi, Ed.). Navarra, España: Gómez Acebo y Pombo - Abogados.
- FDA. (2019, April 11). *Cerene Cryotherapy Device - P180032*. <https://www.fda.gov/medical-devices/recently-approved-devices/cerene-cryotherapy-device-p180032>
- Franco Mongua, J. F. y Rey Guerrero, D. F. (2017). El control societario en Colombia: la internacionalización de filiales y subordinadas por los grupos empresariales. *Revista de Derecho y Economía*, (48), 59-81. <https://bit.ly/3rMvITf>
- Frontier Oil Corporation, a Wyoming corporation, Plaintiff, v. Holly Corporation, a Delaware corporation, Defendant. – . Holly Corporation, a Delaware corporation, Plaintiff, v. Frontier Oil Corporation, a Wyoming corporation, Defendant. , C.A. No. 20502 (IN THE COURT OF CHANCERY OF THE STATE OF DELAWARE IN AND FOR NEW CASTLE COUNTIE April 29, 2005). <https://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=61090>
- Gabino Pinzón, J. (1962). *Derecho Comercial (parte especial) Vol. III*. Bogotá, Colombia: Temis.

- Gaitán Rozo, A. y Salazar, B. A. (s. f.). Guía Práctica Régimen de Matrices y Subordinados. Bogotá D.C.: Superintendencia de Sociedades. <https://bit.ly/2Q3w2ip>
- Garrett, M. S. (2010). Efficiency and Certainty in Uncertain Times: The Material Adverse Change Clause Revisited. *Columbia Journal of Law and Social Problems*, (43), 333-362. <http://jlsplaw.columbia.edu/wp-content/uploads/sites/8/2017/03/43-Garrett.pdf>
- Garrigues, J. (1987). *Curso de Derecho Mercantil. Tomo 1*. Bogotá, Colombia: Temis.
- Gaviria Gutiérrez, E. (2004). *Apuntes sobre el derecho de las sociedades* Medellín, Colombia: Sello Editorial Universidad de Medellín.
- Genesco, Inc., Plaintiff, Vs. The Finish Line, Inc. and Headwind, Inc., Defendants, Vs. UBS Securitues LLC and UBS Loan Finance LLC, Defendants., No. 07-2137-II(III) (IN THE CHANCERY COURT FOR THE STATE OF TENNESSEE TWENTIEH JUDICIAL DISTRICT, DAVIDSON COUNTY, PART III December 27, 2007). https://online.wsj.com/public/resources/documents/wsj071227-lb-finishline_headwind.pdf
- Gili Saldaña, M. (2013, enero). Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, (1), 2-19. <https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/download/262213/349395>
- Grech, J. M. (2003, summer). Opting Out: Defininf the Material Adverse Change Clause in a Volatile Economy. *Emory Law Journal*, 52(31483-1518). <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/emlj52&i=1495>
- Hall, K. K. (2003, Spring). How Big is the Mac? Material Adverse Change Clauses in Today's Acquisition Enviroment. *University of Cincinnati Law Review*, 71(3), 1061-1092. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/ucinlr71&div=48&id=&page=>
- Hallett Charro, R. (2004) *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Capítulo III: Due diligence* (S. Aranzadi, Ed.) Navarra, España: Gómez Acebo y Pombo - Abogados.
- HEXION SPECIALTY CHEMICALS, Plaintiff/counterclaim Defendants, v. HUNTSMAN CORP., Defendant/counterclaim Plaintiff, C.A. No. 3841 - VCL (IN THE COURT OF CHANCERY OF

THE STATE OF DELAWARE September 29, 2008).
<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>

Hinestrosa, F. (2007) *Tratado de las Obligaciones. De las fuentes de las obligaciones: el negocio jurídico*, vol. II, t. II (pp. 509-534). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
<https://bit.ly/3fwJAh2>

Hinestrosa, F. (2006). *Del contrato, de las obligaciones y de la prescripción. Anteproyecto de reforma del Código Civil Francés. Libro III, títulos III y XX*. Bogotá, D.C., Colombia: Universidad Externado de Colombia.

Hinestrosa, F. (2007). *Tratado de las obligaciones. Concepto, estructura, vicisitudes*. Tomo I. Bogotá, D.C., Colombia: Universidad Externado de Colombia (Tercera Edición)

IBP, Inc., Defendant and Cross-Claim Plaintiff, and Counterclaim Defendant, v. Tyson Foods, Inc. and Lasso Acquisition Corporation, Defendants, Cross-Claim Defendants and Counterclaim Plaintiffs., Civil Action No. 18373 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County June 2, 2001).
<https://courts.delaware.gov/OPINIONS/download.ASPx?ID=2530>

López Galindo, W. (2006). *Tres mecanismos de financiación: Aproximación a la emisión de acciones*. Bogotá, D.C., Colombia: Universidad de los Andes, Facultad de Derecho.

Ley 1258 de 2008

Miller, R. T. (2009, September). Canceling the Deal: Two Models of Material Adverse Change Clause in Business Combination Agreement. *Cardozo Law Review*, 31(1), 99-204.
<https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/cdozo31&i=101>

Miranda Londoño, A., y Gutiérrez Rodríguez, J. D. (2007). El control de las concentraciones empresariales en Colombia. *Revista Derecho Competencia*, 3(3), 45-204.

Neira Archila, L. C. (2006). *Apuntes generales al derecho de sociedades*. Bogotá, D.C., Colombia: Temis.

Ospina Fernández, G, y Ospina Acosta, E. (1998). *Teoría general del contrato y del negocio jurídico* (5.ª ed.). Santa Fe de Bogotá, Colombia: Editorial Temis.

- Ospina Fernández, G. y Ospina Acosta, E. (1994). *Teoría general del contrato y de los demás actos o negocios jurídicos*. Bogotá, D.C., Colombia: Editorial Temis.
- Oviedo Albán, J. (2008). *La formación del contrato: tratos preliminares, oferta, aceptación*. Bogotá, D.C., Colombia: Universidad de la Sabana, Temis.
- Peña Gonzáles, F. y Casals Ovalle, L. (2004). El objeto de la compraventa. En J. M. Álvarez Arjona y Á. Carrasco Perera (Eds.), *Fusiones y adquisiciones de empresas* (pp. 309-335). Navarra, España: Thomson Aranzadi.
- Peña Nossa, L. (2014) *De los contratos mercantiles: nacionales e internacionales* (5.ª ed.). Bogotá, D.C., Colombia: ECOE Ediciones.
- Peña Nossa, L. (2014). *De las sociedades comerciales* (7.ª ed.). Bogotá, D.C., Colombia: ECOE Ediciones. <https://bit.ly/3ctrZmV>
- Peters, B. D. (2001, Fall). Material Adverse Change Clauses Following the *Tyson* Decision. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, 3(1), 19-24. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/transac3&div=10&id=&page=>
- Pinzón, G. (1989). *Sociedades Comerciales. Vol. 1*. Bogotá, Colombia: Temis.
- Pittsburgh Coke & Chemical Company, Plaintiff, v. Louis J. Bollo, Defendant, No. 71 C 305 (United States District Court, E.D. New York October 18, 1976).
- Reyes Villamizar, F. (2000). *Transformación, fusión y escisión de sociedades*. Santa Fe de Bogotá, Colombia: Temis.
- Rhee, R. J. (2010). *Case Study of the Bank of America and Merrill Lynch Merger. Faculty Scholarship*. Maryland: University of Maryland School of Law.
- Rincón Montes, J. (2018). La validez y los efectos de las declaraciones y garantías en los contratos de adquisición en Colombia. (Trabajo de grado, Pontificia Universidad Javeriana). Bogotá, D.C., Colombia. <https://bit.ly/3qUrRSG>
- Rodríguez, C. A. (2007). *Crisis y reestructuración de Avianca. Análisis de caso*. Bogotá D.C., Colombia: Universidad de los Andes, Facultad de Administración. <https://bit.ly/3voVr6f>

- Sagraves, B. C., & Talebian, B. (2008, Spring). Material Adverse Change Clause in Tennessee: Genesco vs. Finish Line. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, 9(2), 342-366. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/transac9&i=347>
- Schwartz, A. A. (2010, February). A “Standard Clause Analysis” of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Clause. *UCLA Law Review*, 57(3), 789-840. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/uclalr57&i=795>
- Silva, M. C. (2016, mayo 16). La aplicación del equilibrio económico a contratos estatales sometidos al régimen normativo de derecho privado. *Revista digital de Derecho Administrativo*, (15), 143-161. <https://doi.org/10.18601/21452946.n15.08>
- Solórzano Arámbula, J. C. y González Avilez, D. (2019). La naturaleza y limitaciones del establecimiento de comercio en Colombia: la normatividad de carácter imperativo y su necesidad de adaptación a las necesidades mercantiles. (Trabajo de grado, Pontificia Universidad Javeriana). Bogotá, D.C., Colombia. <https://bit.ly/38AK55d>
- Stanchi, K. M. (2008, Winter). Playing with fire: The science of confronting adverse material in legal advocacy. *Rutgers Law Review*, 60(2), 381-434. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/rutlr60&i=389>
- Stark, L. R. (2014, February 22). Revisiting MAE/MAC Clauses in M&A after Cooper Tire, Hunstman and Osram. *Business Law Today*, (2), 1-4. https://aemdev.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2014/02/delaware_insider/
- Superintendencia de Sociedades. (2011). Información sobre el régimen legal de matrices y subordinadas. Bogotá D.C.: Oficio 220-129271 del 10 de Noviembre de 2011. <https://bit.ly/3cKOJ2b>
- Superintendencia de Industria y Comercio. (2004). *Guía de análisis de concentraciones empresariales*. Bogotá: Superintendencia de Industria y Comercio. <https://bit.ly/3cuJHGy>
- Superintendencia de Sociedades. (1999). La Teoría de la Especialidad y el Régimen de Grupos. Oficio 125-2831 del 22 de enero de 1999. Bogotá D.C.: Superintendencia de Sociedades. <https://bit.ly/3rHTGil>

- Superintendencia de Sociedades. (2006). Fusión - Relación de intercambio, valor de la acción, accionistas minoritarios. Concepto 2006044820 del 2 de octubre de 2006. 2006: Superintendencia de Sociedades. Bogotá, D.C., Colombia <https://bit.ly/3eCqOEs>
- Superintendencia de Sociedades. (2012). Enajenación de Establecimiento de Comercio. Oficio 220-039509 del 06 de Junio de 2012, Superintendencia de Sociedades, Bogotá, D.C., Colombia. <https://bit.ly/2PSIfaz>
- Superintendencia de Sociedades. (2015). Asunto: La enajenación global de activos es una figura distinta de la enajenación de acciones por parte de los accionistas. Oficio 220-203295 del 24 de diciembre de 2015, Bogotá D.C., Colombia <https://bit.ly/3eDUfpJ>
- Superintendencia de Sociedades. (2016). Asunto: Enajenación Global de Activos - Artículo 32 de la Ley 1258 de 2008. Oficio 220-097727 del 03 de junio de 2016, Bogotá, D.C., Colombia <https://bit.ly/3rNTkqx>
- Superintendencia de Sociedades. (2017). Diferencia entre Establecimiento de Comercio y Local Comercial. Oficio 220-081958 del 18 de abril de 2017, Superintendencia de Sociedades, Bogotá, D.C., Colombia <https://bit.ly/3leJ5cl>
- Superintendencia de Sociedades. (2018). Asunto: Procedimiento para efectuar el traspaso de acciones. Oficio 220-000885 del 05 de enero de 2018, Bogotá D.C.: Superintendencia de Sociedades. <https://bit.ly/3bJeznN>
- Superintendencia de Sociedades. (2019). Ref: Algunos Aspectos Sobre la Enajenación Global de Activos. Oficio 220-047960 del 21 de mayo de 2019: Superintendencia de Sociedades. <https://bit.ly/3eH41Y6>
- Superintendencia de Sociedades. (2012). Situación de Control. Oficio 220-065692 del 22 de agosto de 2012. Bogotá, D.C., Colombia <https://bit.ly/2OTVpmg>
- Superintendencia de Sociedades. (2019). Ref: Enajenación de Acciones con Dividendo Preferencial y Derecho a Voto. Oficio 220-025358 del 27 de marzo de 2019. Bogotá, D.C., Colombia. <https://bit.ly/3rPKTed>
- Superintendencia de Sociedades. (2019). Ref: Enajenación de Acciones con Dividendo Preferencial.

Threet, H. C. (2017, Spring). The Definition of Material Adverse Change: Balancing Risk in Merger Agreements Under Delaware Law. *Transaccións: The Tennessee Journal of Business Law*, 18(3), 1007-1030. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/transac18&i=1034>

Tribunal Arbitral de Cadena S.A. vs. Invertlc S.A.S, Poetac Cano y Cia. S en C, Pesaj Inversiones Limitada, Asesores Gerenciales Tcal S.A., Amalia Caldas C.G. Y Cia. S en C, Invermcc S.A.S., Inverpcc Sas, Legislacion Economica S.A. Legis S.A., Inver Roberca S.A.S., Inversiones Dcg Ltda., Jesus Maria Beltran Polo, Consuelo Caldas Cano, Luz Angela Caldas Cano, Roberto Caldas Cano Y Salomon Tobar Diaz (2012). Bogotá, D.C., Colombia. <http://hdl.handle.net/11520/22115>

Zerbe, A. A. (2002). The material adverse effect provision: Multiple interpretations and Surprising Remedies. *Journal of Law and Commerce*, 22(1), 17-36. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/jlac22&i=23>

Zhou, Y. C. (2016). Material Adverse Effects as Buyer-Friendly Standard. *New York University Law Review Online*, (91), 171-185. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/nyulro91&i=171>