

DE LOS CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE ACCIONES

MEZA MONTOYA DANIEL
VÉLEZ MESA FELIPE

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2020

Agradecimientos

Agradecemos al Doctor Alejandro Echavarría Dapena por su apoyo, acompañamiento y valiosos aportes a este trabajo.

Abstract

Atendiendo a la dinámica económica creciente de las últimas décadas, derivada de la suscripción de Tratados de Libre Comercio con otros países y la liberalización de la inversión extranjera, se ha ido incrementando la práctica de operaciones societarias, principalmente, las Operaciones de Compraventa de Acciones. Estas operaciones están altamente influenciadas por prácticas del *common law* y reguladas casi que en su totalidad por la autonomía de la voluntad en contratos de compraventa de acciones. Este documento pretende analizar las disposiciones y prácticas comunes en los contratos de compraventa de acciones que en ejercicio de la autonomía de la voluntad son aplicados de manera estándar o común a los contratos de compraventa de acciones, a la luz del derecho colombiano.

As a response to the growing economic dynamics of the last decades, derived from the subscription of Free Trade Agreements with other countries and the liberalization of foreign investment, the practice of corporate operations has increased, mainly, Stock Purchase Operations. These operations are highly influenced by common law practices and are regulated almost entirely by the contractual free will of the parties in stock purchase agreements. The scope of this document is to analyze the provisions and practices generally applied to stock purchase agreements under the postulates of contractual free will, in accordance with Colombian law.

Tabla de Contenido

| | |
|--|-----|
| Abstract | ii |
| Glosario de Términos | vii |
| Introducción | 1 |
| Capítulo 1. - Temas Preliminares. | 3 |
| 1. Concepto de Contrato de Compraventa de Acciones. | 3 |
| 2. Naturaleza | 5 |
| 3. Principios. | 9 |
| 3.1. Principio de la Autonomía Privada..... | 9 |
| 3.1.1. Deberes o Cargas derivadas de la autonomía privada. | 17 |
| 3.2. Principio de Obligatoriedad. | 21 |
| 3.3. Principio de Relatividad..... | 22 |
| 3.4. Principio de Consensualidad..... | 24 |
| 3.5. Principio de Buena Fe..... | 25 |
| 3.6. Principio de Diligencia o Sagacidad..... | 26 |
| 4. Elementos Esenciales en el Contrato de Compraventa de Acciones. | 27 |
| 4.1. Cosa. | 28 |
| 4.2. Precio. | 29 |
| 4.2.1. Forma de pago..... | 32 |
| 4.2.2. Ajuste de Precio..... | 34 |
| 4.2.3. Mecanismos de ajuste de precio..... | 36 |
| 4.2.3.1. Earnout..... | 36 |
| 4.2.3.2. Holdback..... | 36 |
| 4.2.3.3. Escrow para Ajuste de Precio..... | 37 |
| 4.3. Entregas adicionales. | 38 |
| 5. Etapas del Contrato..... | 39 |
| 5.1. Etapa Precontractual. | 40 |
| 5.1.1. Documentos preliminares. | 40 |
| 5.1.2. Acuerdos de Confidencialidad y Exclusividad..... | 41 |
| 5.1.3. Proceso de Debida Diligencia. | 43 |
| 5.1.4. Preparación de Documentos Finales..... | 43 |
| 5.2. Etapa Contractual | 44 |
| 5.2.1. Fecha de Firma. | 44 |
| 5.2.2. Pre-cierre..... | 45 |
| 5.3. Etapa Post Contractual..... | 46 |
| 5.3.1. Cierre. | 46 |
| 5.3.2. Etapa Post-Cierre..... | 47 |

| | |
|--|-----------|
| Capítulo 2. - Estructura del Contrato de Adquisiciones Empresariales..... | 47 |
| 1. Sección de Definiciones..... | 48 |
| 2. Objeto del Contrato. | 48 |
| 3. Declaraciones y Garantías..... | 49 |
| 4. Obligaciones de las Partes..... | 50 |
| 5. Condiciones Precedentes. | 51 |
| 6. Otras Secciones. | 54 |
| 6.1. Regulación de la Terminación Anticipada..... | 54 |
| Capítulo 3. - Proceso de Debida Diligencia Legal y Declaraciones y Garantías..... | 55 |
| 1. Debida Diligencia Legal. | 55 |
| 2. Declaraciones y Garantías..... | 61 |
| 2.1. Bringdown Certificate. | 65 |
| Capítulo 4. - Cláusulas Modificadorias de Responsabilidad..... | 66 |
| 1. Sección de Indemnidades y Modificaciones a la Responsabilidad de las Partes..... | 67 |
| 2. Alcance de las Modificaciones a la Responsabilidad de las Partes. | 71 |
| 3. Definición de pérdida o daño. | 74 |
| 3.1. Definición de Partes Indemnizables del Comprador. | 75 |
| 3.2. Definición de Pérdida y Definición de Pérdida Indemnizable. | 76 |
| 4. <i>Survival</i> o Limitación en el Tiempo de la Obligación de Indemnizar. | 77 |
| 4.1. <i>Survival</i> y Prescripción Extintiva. | 79 |
| 4.2. <i>Survival</i> y Caducidad..... | 80 |
| 5. Limitación de la Cuantía..... | 80 |
| 5.1. <i>Cap.</i> | 81 |
| 5.2. <i>Basket</i> | 82 |
| 5.2.1. <i>Deductible</i> | 83 |
| 5.2.2. <i>Tipping Basket</i> o <i>Threshold</i> | 84 |
| 5.2.3. <i>De Minimis</i> o <i>Minibasket</i> | 86 |
| 5.2.4. Mezcla del <i>Deductible</i> y el <i>Tipping Basket</i> | 86 |
| 6. <i>Sandbagging</i> | 87 |
| 6.1. <i>Pro Sandbagging</i> | 88 |
| 6.2. <i>Anti Sandbagging</i> | 91 |
| 7. Cláusulas Penales. | 92 |
| 8. Mecanismos de Fuente de Pago de la Indemnización. | 92 |
| 8.1. <i>Escrow</i> | 93 |
| 8.2. Pagarés en Blanco..... | 96 |
| 8.3. Seguro de Declaraciones y Garantías. | 97 |
| Conclusiones..... | 99 |

| | |
|---------------------------|------------|
| Bibliografia | 101 |
|---------------------------|------------|

Lista de Figuras

| | |
|---|----|
| Figura 1. <i>Deductible</i> | 83 |
| Figura 2. <i>Threshold</i> | 85 |
| Figura 3. <i>De Minimis</i> | 86 |
| Figura 4. <i>Threshold y Deductible</i> | 87 |

Glosario de Términos

- **Agente de Escrow:** Agente encargado de administrar los fondos retenidos del precio de compra que fungen como fuente objetiva de pago para, entre otros, ajustes al precio de compra, o cualquier reclamación derivada de las pérdidas que las partes puedan sufrir. En Colombia, este cargo usualmente lo ostenta la sociedad fiduciaria encargada de constituir el fideicomiso o patrimonio autónomo que hará las veces de escrow a través de un contrato de fiducia de administración y fuente de pagos.
- **Anexo de Revelación:** Documento mediante el cual el vendedor expresa aquellos eventos que constituyen excepciones a las declaraciones y garantías. Como regla general, cualquier situación revelada en este documento impide que por esa situación se pueda predicar un incumplimiento de las declaraciones y garantías de quien revela, no debiendo indemnizar a su contraparte por la materialización de la situación revelada.
- **Anti-Sandbagging:** Disposición contractual mediante la cual se busca que los vendedores no tengan la obligación de indemnizar a los compradores por incumplimientos en las declaraciones y garantías, de los que los compradores tuvieran conocimiento con anterioridad a la fecha de cierre.
- **Arm's length:** Conocido como el principio de plena competencia, se enfoca en que el equilibrio en la relación comercial entre las partes se encuentra determinado conforme a la fuerza de mercado de cada uno.
- **Basket:** Umbral de pérdidas que se debe alcanzar para que la parte indemnizada pueda solicitar de su contraparte la totalidad de las pérdidas en ese umbral
- **Bringdown Certificate:** Documento mediante el cual las partes certifican haber cumplido con sus obligaciones bajo el contrato, que sus declaraciones y garantías son verdaderas y correctas y que no ocurrió una situación que constituya un efecto material adverso conforme a lo definido en el contrato.

- **Bringdown Clauses:** Disposiciones contractuales que buscan aterrizar las declaraciones y garantías a un momento o fecha precisa.
- **Break up fee:** Suma que deberá pagarse en caso de que alguna de las partes decida retractarse de la consumación del negocio, incluso antes del cierre. Para que opere, es necesario que sea pactada dentro del contrato a través de figuras como, entre otras, la cláusula penal o las arras.
- **Cap:** Límite al monto máximo de indemnización
- **Cierre/Fecha de Cierre:** Fecha en que se acredita el cumplimiento de las condiciones precedentes (condiciones suspensivas) y por tanto se vuelven existentes y exigibles las prestaciones. Usualmente en la fecha de cierre se paga el precio de compra y se transfiere la propiedad sobre las acciones.
- **Compañía Target:** Compañía cuyas acciones son propiedad del vendedor y son objeto de la operación de adquisición de acciones.
- **Condiciones Precedentes:** Disposiciones contractuales que por lo general se establecen como condiciones para llegar al cierre. Para efectos del derecho colombiano, se tratan como condiciones suspensivas, en los términos de los artículo 1530 y siguientes del código de comercio y las demás normas aplicables.
- **De Minimis/Mini Basket:** Umbral mínimo que debe cumplirse para elevar una reclamación acerca de una indemnización.
- **Declaraciones y Garantías:** Disposiciones contractuales que permiten a las partes regular en el contrato los motivos por lo que desean obligarse. Por lo general, estas disposiciones suelen pactarse para el beneficio del vendedor o el comprador.
- **Deductible:** En español, deducible, es una especie de *basket*, en la cual, una vez el monto de indemnidad exceda el monto referido del *basket*, la parte indemnizada

tendrá derecho a recibir el excedente del *basket*. Opera igual que el deducible en una póliza de seguro.

- **Double Dipping:** Disposición contractual por medio de la cual se busca que ante la ocurrencia de un solo evento se desprendan dos o más pagos por diferentes conceptos.

- **Drag Along:** Acuerdo en virtud del cual un accionista vendedor está contractualmente facultado para exigir de los demás suscriptores de algún acuerdo una prestación de hacer, consistente en celebrar un contrato de compraventa de acciones en las mismas condiciones que el accionista vendedor que ejerce la facultad, de ahí su nombre traducido “cláusula de arrastre”.

- **Earnout:** Mecanismo de ajuste de precio que supedita el pago de una porción del precio a determinados rendimientos financieros de la compañía target.

- **EBITDA:** Acrónimo usado en inglés, que se refiere a Ganancias Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*).

- **Escrow:** Fuente de pago objetiva administrada por un tercero (entidad fiduciaria) en la cual se retiene una porción del precio de compra en uno o varios fondos, que estarán disponibles para pagos de ajuste del precio o como mecanismo para el pago de indemnidades, según sea el caso. En Colombia, por lo general se materializa a través de contratos de fiducia de administración y fuente pagos.

- **Firma/Fecha de Firma:** Fecha en que se suscribe el contrato, y las partes se obligan a ejecutar las obligaciones pre cierre.

- **Holdback:** Mecanismo de ajuste del precio mediante el cual el comprador retiene una porción del precio que será pagadero una vez se resuelvan una serie de eventos

que estén prontos a resolverse con posterioridad a la fecha de cierre que puedan afectar a la compañía target.

- **NIIF/IFRS:** Normas Internacionales de Información Financiera o IFRS por sus siglas en inglés, *International Financial Reporting Standard*, son el conjunto de estándares internacionales de contabilidad, que establece los requisitos de reconocimiento, medición, presentación e información a revelar sobre las transacciones que afectan a una empresa y se ven reflejados en los Estados Financieros. En Colombia se regulan las normas NIIF, entre otros, por medio de la Ley 1314 de 2009.

- **M&A:** Práctica de fusiones y adquisiciones, representado por el acrónimo en inglés, *Mergers and Acquisitions*.

- **Non Compete:** acuerdo de no competencia

- **No-Survival:** Disposición contractual por medio de la cual se pacta que alguna o todas las declaraciones y garantías y/o obligaciones no sobrevivan al cierre. Puede pactarse tanto en beneficio del vendedor como del comprador.

- **Our Watch/Your Watch Provision:** Disposición contractual mediante la cual se determina en cabeza de quién serán asignados los riesgos; pactando que el vendedor responderá por circunstancias que tengan origen con anterioridad a la fecha de cierre y el comprador responderá por aquellas que tengan origen con posterioridad.

- **Proceso de Debida Diligencia o Due Diligence:** Proceso investigativo cuya finalidad consiste en analizar la compañía target, los activos objeto del contrato o cualquier otra disposición de interés. Existen procesos de debida diligencia de diferentes tipos, incluyendo pero sin limitarse a debidas diligencias financieras, operacionales, tributarias, contables y legales. Para las operaciones de compraventa de acciones, es usual que se lleve a cabo un proceso de debida diligencia legal por medio del cual los

compradores buscan verificar situaciones que posiblemente los impacten al suscribir el contrato.

- ***Pro Sandbagging***: Disposición contractual mediante la cual se pacta que el vendedor mantendrá indemne al comprador así éste tenga conocimiento con anterioridad a la fecha de cierre, acerca de la posible materialización de ciertos hechos.

- ***Reliance***: Confianza que le da el comprador a las declaraciones del vendedor para poder celebrar el contrato.

- ***Sandbagging***: Limitación de indemnización por el conocimiento o no acerca de los eventos que den lugar a un incumplimiento (dependiendo de la parte en que recaiga el riesgo del conocimiento, se entiende como *pro sandbagging* o *anti sandbagging*).

- ***Set Off***: Disposición contractual por medio de la cual las partes aceptan que parte del precio de compra sea retenido con un propósito específico, usualmente sujeto al acaecimiento de una condición suspensiva.

- ***Survival***: Disposición contractual que se refiere a la posibilidad de que las partes hagan reclamaciones por las declaraciones y garantías y/o obligaciones bajo el contrato, con posterioridad a la fecha de cierre.

- ***Tag Along***: Acuerdo en virtud del cual un accionista minoritario de la compañía vendedora está contractualmente facultado para exigir de los demás suscriptores de algún acuerdo una prestación de hacer, consistente en celebrar un contrato de compraventa de acciones en los mismos términos y condiciones que el accionista mayoritario.

- ***Tippling Basket/Threshold***: Tipo de Basket que garantiza a la parte indemnizada que va a recobrar la totalidad de las pérdidas, una vez alcanzado el monto del threshold (umbral).

- ***Walk Right:*** Derecho que tiene el comprador de terminar el contrato en caso de una falsedad o inexactitud en las declaraciones y garantías del vendedor.

Introducción.

La globalización ha comprendido, entre otros, una serie de procesos mediante los cuales el mundo se ha venido integrando, direccionando la práctica económica a la internacionalización de los mercados y a la creación de economías globales (Stromquist, Monkman, 2014, p.1). A raíz de la apertura de la economía colombiana durante la década de 1990, el área de las fusiones y adquisiciones ha desarrollado una amplia cabida en el mercado colombiano. Las operaciones de adquisiciones empresariales privadas se han convertido en el mecanismo utilizado, por excelencia, para regular las operaciones de inversión a gran escala y actualmente operan como uno de los mecanismos jurídicos de mayor rentabilidad y movilización para la economía colombiana. Solo durante los primeros diez meses del 2019, Colombia contó con alrededor de 167 operaciones en el mercado de fusiones y adquisiciones, de las cuales se registró el movimiento de aproximadamente US\$7.897 millones, siendo la gran mayoría de estas operaciones, operaciones de compraventa de capital a través del mecanismo de la compraventa de acciones (Portafolio, 2019, parr. 1).

Como respuesta a esta dinamización económica, los empresarios han buscado a través del derecho societario realizar operaciones tendientes a vender sus compañías, activos, resultados e incluso, entre otros, las afiliadas de sus compañías. De esta forma surgen varias alternativas legales para llevar a cabo este propósito, entre las que se encuentran principalmente operaciones de combinaciones corporativas como fusiones, enajenaciones globales de activos y compraventas de acciones. Los diferentes modelos utilizados para llevar a cabo determinado negocio que se busca ejecutar pueden depender de muchas circunstancias como, por ejemplo: las implicaciones tributarias de los mismos, las condiciones del negocio o la compra o no de pasivos. Todas estas operaciones, por lo general, se estructuran en contratos de adquisición que incluyen aspectos similares. Paradójicamente, a pesar de su

relevancia en el contexto económico y societario a nivel mundial, la legislación colombiana ha demostrado que se encuentra limitada frente a la regulación de las operaciones anteriormente mencionadas, al no contar con normatividad suficiente que las regule de manera expresa y amplia.

En Colombia la regulación sobre la compraventa de acciones, en un mercado distinto al mercado de valores regulado por el decreto 2555 de 2010 y el Decreto 663 de 1993 entre otros, se ha limitado exclusivamente a la regulación general del Código Civil, los artículos 406 y 407 del Código de Comercio (C.Co) y los artículos 906 y siguientes del C.Co., en los cuales se regula el contrato de compraventa mercantil. Además, desde el desarrollo doctrinal con respecto al tema, en pocas ocasiones se han visto pronunciamientos de entidades administrativas como la Superintendencia de Sociedades o la Superintendencia Financiera de Colombia en sus Circulares Básicas Jurídicas o en diferentes oficios, en los cuales se limitan a abordar asuntos de su competencia, sin profundizar en el tema. Por lo anterior, la práctica de fusiones y adquisiciones en Colombia ha tenido la necesidad de autorregularse, surgiendo así, la necesidad para los empresarios, de aplicar prácticas uniformes del derecho anglosajón en la legislación contractual colombiana por medio de la autonomía de la voluntad.

La autorregulación que las partes establezcan tiene como punto de partida las principales disposiciones, cláusulas y particularidades encontradas en operaciones del *Private M&A* (*Private Mergers and Acquisitions*) del *common law*, por medio del cual se regulan las adquisiciones empresariales en los mercados privados. De esta manera, por medio de la autonomía de la voluntad, los empresarios en Colombia se han encargado de consolidar prácticas societarias uniformes frente a este tipo operaciones, permitiéndoles regular la complejidad y aterrizar estas particularidades del *common law*, al dinamismo económico y el giro ordinario de los negocios; acomodándose al mercado y a la ley colombiana.

Así mismo, considerando que la importancia de estas operaciones corporativas se encuentra en el objeto vendido y no en una especificidad normativa, las prácticas jurídicas han logrado enmarcar la naturaleza empresarial en los contratos de adquisiciones corporativas, regulando cada operación individualmente, tomando el dinamismo del giro de los negocios de las partes involucradas como punto de partida. Es así como las partes tradicionalmente han optado por regular, de forma exhaustiva, todas las implicaciones económicas y jurídicas de estas operaciones, intentando cubrir todos los vacíos legales por medio de la autonomía privada. Al adaptar las generalidades de estos contratos a las diferentes necesidades del mercado colombiano por medio de la autonomía de la voluntad, el contrato de compraventa de acciones ha conseguido un lugar protagónico en el derecho mercantil contemporáneo.

El derecho colombiano, incluyendo los doctrinantes colombianos y las altas cortes, están en mora de analizar los efectos teóricos y prácticos de los contratos de adquisiciones corporativas, incluyendo el contrato de compraventa de acciones, a raíz de la poca regulación que enfrentan estas operaciones. El presente trabajo busca analizar la operación de compraventa de acciones y las prácticas comunes aplicadas por medio de la autonomía privada a los contratos que regulan operaciones de adquisiciones corporativas de acciones en Colombia, desde un punto de vista teórico.

Capítulo 1. - Temas Preliminares.

1. Concepto de Contrato de Compraventa de Acciones.

Los contratos de compraventa de acciones en Colombia se basan en modelos de contratos utilizados tradicionalmente en la práctica de adquisiciones corporativas, bajo un esquema desarrollado por el derecho anglosajón. Este esquema se ajusta para acomodar los derechos subyacentes a las acciones sujeto de la compraventa y toda la operación societaria, empresarial y corporativa que se desprende de su titularidad, para representar los intereses de

las partes y el giro ordinario de los negocios de la sociedad de la manera más adecuada. Por lo anterior, se debe considerar que la importancia del contrato de compraventa de acciones y su complejidad, se deben a su objeto.

En este sentido, cabe mencionar que el propósito principal de las sociedades bajo el derecho colombiano, de acuerdo con el artículo 98 del C.Co. es obtener ganancias derivadas de la empresa que ésta desarrolla. Por esto, vale recalcar que el derecho mercantil en Colombia se ha limitado a regular la empresa como una actividad económica organizada y no como una figura que sea objeto de derecho, a través, del artículo 25 del C.Co.: *“(…) 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.”* (Código de Comercio, 1971).

Es así como el derecho mercantil, al regular la empresa como una actividad organizada, da a entender que la misma no es objeto de derecho puesto que el comerciante no puede transferir un acto, haciendo que sea, en principio, intransferible. Como consecuencia de esta problemática, surge la necesidad de acudir a diferentes alternativas para la transferencia de empresas, especialmente, aquellas empleadas en la práctica de fusiones y adquisiciones del derecho anglosajón, dentro de la que se incluye, la compraventa de acciones de sociedades mercantiles. Por medio del contrato de compraventa de acciones, los empresarios pueden transferir sus acciones y los derechos subyacentes a las mismas, incluyendo cualquier “empresa” de la compañía que se pretende adquirir.

Es indispensable establecer que las acciones son títulos valores nominativos¹ (Veiga Copo, 2011, p. 393), de contenido económico y societario, utilizados por el legislador para

¹ Mediante decisión 24 de 1970, la Comisión del Acuerdo de Cartagena de la Comunidad Andina de Naciones, dispone en el artículo 45 del capítulo cuarto: *“El capital de las sociedades por acciones deberá estar representado en acciones nominativas. Las acciones al portador actualmente existentes deberán transformarse en acciones nominativas dentro del plazo de un año contando desde la entrada en vigor de este régimen”*.

dividir el capital de las sociedades por acciones. Las acciones representan una participación alícuota en el capital social de las sociedades por acciones, permitiendo a su titular o accionista tener unos derechos cuantificables en proporción con los demás accionistas en la sociedad. En este sentido, el artículo 399 del C.Co. establece que a cada accionista se le debe expedir un título que justifique su titularidad, asunto que facilita también su negociabilidad. Es así como a diferencia de las cuotas o de las partes de interés, que requieren de una reforma estatutaria para su negociabilidad, las acciones cuentan con mecanismos más sencillos para llevar a cabo su transferencia, siendo así, parte de la naturaleza de las sociedades por acciones, que su capital sea libremente negociable en operaciones celebradas con otros accionistas o con terceros (Reyes Villamizar, 2016, P. 473).

2. Naturaleza

Los contratos de compraventa de acciones tienen naturaleza mercantil, pues como lo establece el numeral 5 del artículo 20 del C.Co., se consideran como mercantiles, los actos o negocios relacionados con “(...) *la intervención como asociado en la constitución de sociedades comerciales, los actos de administración de las mismas o la negociación a título oneroso de las partes de interés, cuotas o acciones (...)*” (Código de Comercio, 1971). A pesar de lo anterior, la legislación mercantil se ha limitado a regular lo concerniente a la transferencia de acciones en los artículos 406 y 407 del C.Co., estableciendo, para todos los efectos, los requisitos necesarios para su enajenación y negociación. En este orden de ideas, en razón de la naturaleza traslativa de las acciones, el artículo 406 del C.Co. establece que “*La enajenación de las acciones nominativas podrá hacerse por el simple acuerdo de las partes(...)*” (Código de Comercio, 1971), siendo la compraventa de acciones, un negocio jurídico que se perfecciona con el simple acuerdo de voluntades de sus intervinientes, lo cual es coherente con su naturaleza mueble y el artículo 754 del C.C., y que, por lo tanto, se hace exigible en ese mismo momento, sin perjuicio que las partes pacten que el mismo puede

hacerse exigible una vez se cumplan unas condiciones suspensivas, denominadas, condiciones precedentes.

Cabe mencionar que el artículo 406 del C.Co. establece que para que la negociación produzca efectos respecto de la sociedad y de terceros, se debe registrar la transferencia en el libro de registro de acciones. Sin embargo, considerando que la inscripción en el libro de registro de acciones se debe hacer de forma subyacente; la misma no constituye una formalidad o solemnidad necesaria para el perfeccionamiento del contrato, en el entendido que el contrato es perfectamente válido antes que se haga la inscripción del título, pues esta solo tiene el efecto de transferencia del título respectivo. A pesar de lo anterior, la libre negociabilidad de las acciones se podría ver limitada por lo establecido en los artículos 347 y 407 del C.Co. y el artículo 13 de la ley 1258 de 2008 pertinente al derecho de preferencia, o en el artículo 14 de la ley 1258 de 2008 pertinente al derecho de retracto, entre otras².

Con respecto al contrato de compraventa de acciones cabe mencionar que el artículo 407 del C.Co. establece, además del derecho de preferencia que *“(...) el precio y la forma de pago de las acciones serán fijados en cada caso por los interesados (...)”*(Código de Comercio, 1971), por lo que es un contrato oneroso y conmutativo. Frente a la naturaleza del

² *“A ese propósito debe partirse de la premisa, según la cual tratándose de sociedades por acciones, como sociedades de capitales, el principio general que rige, es el de libertad de negociación de acciones. (Artículos 347 y 403 del C. de Co., y Art. 13 Ley 1258 de 2008).*

Como excepciones a la libre negociación de acciones, existen las siguientes:

- a. Acciones privilegiadas.*
- b. Derecho de Preferencia.*
- c. Acciones de industria no liberadas.*
- d. Acciones Gravadas con prenda (Art. 403 del C. de Co.)*

Con respecto a la SAS (Ley 1258 de 2008):

- a. Prohibición Estatutaria de negociar acciones (Art. 13).*
- b. Autorización previa para la transferencia de acciones (Art. 14).*
- c. Acuerdos de accionistas (Art. 24).”*
- d. Las previstas para la sociedad anónima (Art. 45)” (Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-135247, septiembre 4 de 2018.)”*

contrato de compraventa de acciones, se manifiesta la Superintendencia de Sociedades en el siguiente sentido:

“(...) la negociación de acciones constituye un contrato bilateral ajeno a la sociedad, en donde el accionista que desea vender todas o una parte de sus acciones cuando quiera que esté presente el derecho de preferencia debe ofrecer las mismas a los restantes accionistas para que ellos expresen la aceptación o no de la oferta realizada.” (Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-032238, 3 de abril de 2013,)

Se deben aplicar adicionalmente, las disposiciones establecidas en los artículos 822 a 904 del C.Co. sobre las generalidades del contrato y las disposiciones relativas al contrato de compraventa establecidas en los artículos 906 y siguientes del C.Co. Su aplicación se encuentra influenciada por limitados fundamentos jurisprudenciales y ciertos aspectos doctrinarios, que por su desarrollo normativo se utilizan como criterios auxiliares de interpretación.

La finalidad principal del contrato de compraventa de acciones consiste en el traspaso de una participación alícuota en una sociedad, y de su empresa subyacente por medio de la transferencia de sus acciones. Las partes intervinientes en el contrato podrán variar dependiendo de cada operación, siendo estas conformadas tradicionalmente por el vendedor o vendedores, titulares de las acciones que se pretende enajenar, y el comprador o compradores, quienes pagan un precio para obtener la titularidad de una universalidad de derechos y obligaciones inherentes a las acciones. Adicionalmente, es importante tener en cuenta que en muchos casos, también se puede incluir como interviniente, a la sociedad que se pretende adquirir a través de la compraventa, para que la misma pueda otorgar ciertas declaraciones y garantías o para cualquier efecto que las partes estimen necesario (ABA, 2010, P.11).

Como consecuencia de lo anterior, y tomando en consideración los derechos inherentes a las acciones, para las operaciones de adquisición, toman una posición

protagónica la autonomía privada de los intervinientes; pues, como consecuencia del dinamismo económico y la constante evolución del mundo empresarial, serán estos quienes se encargan de autorregular las disposiciones y cláusulas que rigen la operación de adquisición, sin contravenir el orden público, y buscando contemplar cualquier eventualidad derivada del giro ordinario de la sociedad que se pretende adquirir. Las partes siempre buscan satisfacer sus intereses, por lo que es posible encontrar diferentes cláusulas en las cuales la redacción o finalidad busquen favorecer en últimas a una de las partes o limitar su responsabilidad.

Frente a la naturaleza del contrato surgen discusiones acerca si el contrato de compraventa de acciones, es un contrato preparatorio o uno definitivo, en el entendido que éste se hace efectivo una vez se cumplan las condiciones precedentes y se llega a la etapa de cierre. Con respecto al caso entre Compañía Colombiana Automotriz S.A. y el Banco Superior Superbanco S.A. en donde se solicita al tribunal que declare que se llevó a cabo la celebración de un contrato de compraventa de acciones entre las partes, debido a la existencia de un contrato de promesa, menciona la Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia:

“(...) cuando en un mismo documento las partes se comprometen a celebrar posteriormente el contrato definitivo, pero además adelantan estipulaciones sobre prestaciones que han de regir el convenio conclusivo, tales como las condiciones de pago, la forma de entrega de la cosa, y las garantías, entonces es preciso admitir que esas obligaciones tienen plena vigencia una vez se perfecciona el acuerdo prometido –siempre que se trate de uno consensual y que los contratantes no hayan convenido otra cosa.” (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 11001-3103-023-1997-04959—01, 2013)

Sin embargo, la discusión acerca de la naturaleza preparatoria o definitiva del contrato de compraventa de acciones, no es objeto de estudio de este trabajo, razón por la cual no se ahondará en ella.

3. Principios.

El C.Co. contempla en los artículos 822 a 872 ciertas disposiciones generales para todos los actos y negocios jurídicos regulados por el C.Co., entre los que se incluyen una serie de principios importantes para el contrato de compraventa de acciones. Estos principios no sólo operan como lineamientos para garantizar la debida operación de los contratos, sino que a su vez también establecen límites a los que los intervinientes deben atenerse al momento de autorregular las disposiciones que van a regir su relación contractual. De esta forma, debido a la importancia que recae sobre los principios que regulan la celebración de los negocios jurídicos, y en especial el contrato de compraventa de acciones, en este capítulo se profundizará sobre ciertos principios que son especialmente importantes para el contrato de compraventa de acciones y su regulación.

3.1. Principio de la Autonomía Privada.

El giro ordinario de los negocios y el desarrollo económico dependen ampliamente de la dinámica del derecho, lo que implica que éste se convierte en el instrumento por excelencia para regular los intereses de los actores del campo económico, reglamentando sus relaciones jurídicas y buscando adaptarse de una manera eficiente a todas las relaciones interpersonales a través de la herramienta del negocio jurídico y particularmente del contrato. En este sentido, surge el principio rector de las relaciones jurídicas privadas, la autonomía privada, del que se derivan una serie de cargas y deberes (Hinestrosa, 1986, pp.35-36). El concepto de la autonomía privada viene de la idea que todos los sujetos de derecho tienen libertad para dirigir el rumbo de su existencia, entendiéndose como una manifestación estricta de la

autonomía de la voluntad (Montoya, 2015, P. 43). En este sentido, el principio de la autonomía privada encuentra su fundamento en la legislación colombiana en el artículo 333 de la Constitución Política, donde se consagra que:

“La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la ley.

La libre competencia económica es un derecho de todos que supone responsabilidades.

La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones.

El Estado fortalecerá las organizaciones solidarias y estimulará el desarrollo empresarial. El Estado, por mandato de la ley, impedirá que se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará o controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional.

La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación.”(Const.,1991, art. 33).

Así mismo, Por su parte, el doctor Fernando Hinestrosa Forero (1986) define la autonomía privada como el “(...) poder reconocido a los particulares para disciplinar por sí mismos sus propias relaciones, atribuyéndose una esfera de intereses y un poder de iniciativa para la reglamentación de los mismos.”(p.7). La autonomía privada permite a los sujetos de derecho regular de forma personal sus relaciones jurídicas, entendiéndose como una manifestación de la voluntad en la que los sujetos de derecho pueden crear sus propias reglas jurídicas. Cualquier sujeto jurídico que sea titular de autonomía tiene la libertad de decisión³

³ “Libertad de contratar o no contratar; libertad de escoger con quién; libertad de seleccionar la figura más apropiada para el caso; libertad de determinar el contenido de la disposición; a las cuales habría que agregar estas otras, en afán de plenitud expositiva: libertad de celebrar el negocio por sí mismo o por medio de representante, apoderado o

para, de manera propia o por medio de un representante, crear cualquier relación jurídica, determinando la forma como se ejecutará la relación, imponiendo sus lineamientos, limitaciones y relaciones, configurando el contenido de cada acto allí contemplado (Montoya, 2015, P. 47). De esta forma, la autonomía privada se puede entender como el poder que tiene una persona, por medio de su voluntad, para disponer de sus propios intereses y autorregularse, constituyendo la base de todo sistema político que se funde en una economía de mercado (Hinestrosa, 1986, pp.7-8)⁴.

Es importante recalcar que la capacidad que tienen los sujetos jurídicos para regular sus relaciones no es absoluta, no basta que un negocio jurídico, acto o contrato sea eficiente o que el consentimiento de las partes sea válido, los intereses y el modo por medio del cual se rigen las disposiciones interpersonales deben ser amparadas por el Estado, estando limitadas directamente por el mismo. Por lo anterior, la autonomía privada, y la habilidad que tiene cada una de las partes para negociar y autorregular sus relaciones jurídicas interpersonales se encuentra limitada por el orden público y las buenas costumbres, tal y como lo establece el artículo 16 del Código Civil (C.C.), *“No podrán derogarse por convenios particulares las leyes en cuya observancia están interesados el orden público y las buenas costumbres.”* (Código Civil, 1873). Las normas que establecen los límites de la autonomía privada se

interpuesta persona; libertad de forma de actuar o, más derechamente, de expresarse, y libertad de prevenir y realizar la terminación del contrato.” (Hinestrosa, 1986, p.9).

⁴ El profesor Francisco Reyes Villamizar (2016, P. 131) hace alusión a la aplicación de la autonomía de la voluntad para acuerdos y contratos relacionados con estructuras corporativas, citando a la Corte Suprema de Justicia y la Corte Constitucional, de la siguiente manera: *“En criterio de la Corte Suprema de Justicia, por virtud del aludido postulado, ‘los particulares gozan de libertad para acudir en la regulación de sus relaciones negociales entre sí, a una cualquiera de las reformas contractuales típicas (...), o, si así lo prefieren, pueden combinar elementos diversos para crear un contrato atípico, que se adecúe a sus particulares circunstancias y a las finalidades perseguidas en la celebración de ese contrato (...). Dentro del campo propio de la autonomía de la voluntad privada, el legislador permite que los particulares, sin vulnerar normas de orden público, lleven a cabo un ato jurídico complejo (...).’ (sent. S-032 de 10 de marzo de 1995). En sentido análogo la Corte Constitucional ha señalado que, ‘dentro de un sistema jurídico que, como el nuestro, reconoce – aunque no con carácter absoluto – la autonomía de la voluntad privada es lo normal que los particulares sometan los efectos de sus actos jurídicos a las cláusulas emanadas del mutuo acuerdo entre ellos, siempre que no contraríen disposiciones imperativas de la ley, comúnmente conocidas como normas de orden público.’ (sent. C-367 de 17 de mayo 1995).”*

entienden como requisitos de validez de cada una de las disposiciones relativas de las partes y, por lo tanto, su omisión o incumplimiento, determinada en cada caso, generaría nulidad de la relación particular, por objeto ilícito.

El orden público se puede definir como lineamientos que permiten establecer el interés público sobre el interés individual de las partes, buscando que las actividades privadas de los sujetos jurídicos sean útiles para la sociedad (Montoya, 2015, p. 47). Por tanto, el orden público se manifiesta frente a la posibilidad de autorregulación de las partes a través de la validez que se predica sobre las mismas, o, en otras palabras, por medio de las prohibiciones de ley.

La ley clasifica las normas contractuales como normas imperativas o normas dispositivas, siendo las primeras las que no pueden ser modificadas por las partes de cada relación contractual y las segundas las que pueden ser modificadas al arbitrio de las partes por medio de la libertad de negociación.

Por lo anterior, se clasifican las normas contractuales como esenciales, naturales y accidentales, siendo las esenciales las que permiten la estructura lógica de cada contrato, las naturales las que se establecen por el ordenamiento jurídico de forma supletoria a la voluntad de los intervinientes y las accidentales las que se pactan necesariamente por la intervención de las partes. En este sentido, las disposiciones que pactan las partes para autorregular sus relaciones jurídicas deben atenerse a las normas imperativas del derecho, por lo que se debe analizar, en cada caso, si las normas que se están limitando son obligatorias para direccionar la voluntad de los intervinientes o derogatorias de los preceptos legales (Hinestrosa, 1986, p.20).

En este sentido, es importante que los mecanismos de autorregulación de las partes no alteren el equilibrio contractual, por lo que se debe analizar qué estipulaciones pueden entenderse como cláusulas leoninas y en qué condiciones se presentan las mismas, puesto que

se pueden presentar, incluso después de que las partes hayan llevado a cabo negociaciones. En este sentido, debe hacerse un control legal sobre las cláusulas que establecen limitaciones a los derechos de la contraparte, considerándose cláusulas abusivas, especialmente aquellas cláusulas limitativas de responsabilidad. La Corte Constitucional señala en la Sentencia C-1008 de 2010, con respecto a las reglas de responsabilidad y las limitaciones de las partes, que:

“(...) en el marco de la autonomía de la voluntad que rige las relaciones contractuales, los contratantes pueden acoger o modificar en las estipulaciones los parámetros de responsabilidad previstos en el artículo 1616. Así lo prevé su inciso final: “Las estipulaciones de los contratantes podrán modificar estas reglas”. Con fundamento en esta cláusula los contratantes pueden prever una intensificación o reducción de los estándares de responsabilidad del deudor, toda vez que la norma protege intereses privados”. (Corte Constitucional, C-1008, 2010).

A pesar de lo anterior, se debe tener en cuenta que se destaca la prohibición de crear condiciones lesivas del equilibrio de las partes, el orden público y las buenas costumbres, pues como establece el artículo 831 del C.Co., *“El que abuse de sus derechos estará obligado a indemnizar los perjuicios que cause.”* (Código de Comercio, 1971).

En este entendido, es importante considerar que, con respecto al contrato de compraventa de acciones, una de las partes puede tener una posición negocial superior a la otra, en el entendido que muchas de las cláusulas o estipulaciones de las partes terminan favoreciendo a la parte fuerte en las negociaciones. Hay muchos factores que pueden determinar la fuerza de negociación, como la condición financiera de las partes, las circunstancias en que se venden las acciones, el rendimiento financiero de la compañía objeto de venta (*target*) y muchas otras circunstancias que pueden generar un desequilibrio (ABA, 2010, p. xii). En este sentido, se debe velar por la igualdad en el contrato o alternativas que

permitan un equilibrio para todas las partes bajo el mismo, respetando la buena fe y permitiendo la negociación de las cláusulas, para que las disposiciones no se entiendan como abusivas (conocido en el *Common Law* como “*Arm’s Length*”).

Fernando Hinestrosa Forero (1986) afirma que existen dos tipos de orden público, el orden público político y el orden público económico. Menciona que el orden público político se manifiesta por medio de la nulidad de los negocios jurídicos que sean contrarios a los intereses del Estado, mientras que el orden público económico se manifiesta garantizando mayor libertad individual para las partes de cada relación contractual, por medio de mecanismos que restrinjan disposiciones desiguales entre sus intervinientes (p. 21-22). Es particularmente importante la manifestación del orden público económico, pues éste busca asumir posiciones de empresarios en ciertos sectores económicos, adoptando medidas relativas a diferentes sectores de la economía y ajustándose a las diferentes actividades económicas de la relación, teniendo noción funcional (Farjat, 1971, citado por Hinestrosa, 1986, p. 22). La noción funcional del orden público es especialmente importante con respecto a los contratos de compraventa de acciones, en el entendido que se debe mirar el contexto de cada una de las disposiciones pactadas por las partes, sus negociaciones y sus intereses finales, para así poder determinar el alcance de la voluntad y cuándo el orden público se vuelve un limitativo de la libre disposición de las partes con respecto al contrato, materializando cláusulas posiblemente abusivas.

Por otro lado, el concepto de buenas costumbres se entiende como reglas morales, donde se emiten juicios de valor frente a situaciones específicas. El concepto de buenas costumbres se atiende a una idea de “moral virtual” en el que la aplicación del mismo depende exclusivamente de la interpretación del juez o quien haga sus veces (Hinestrosa, 1986, p. 25).

Así mismo, existen otros límites para la autonomía privada; el contrato de adhesión, las condiciones negociales generales y el contenido normativamente impuesto. El contrato de adhesión, obliga a la parte de un determinado contrato, a la celebración del mismo bajo unas condiciones y términos impuestos por la otra parte del contrato, impidiendo su manifestación de voluntad y limitando su autonomía negocial, obligándolo a ceñirse a unas condiciones específicas. Las condiciones negociales generales limitan la autonomía de quien va a contratar, puesto que, en condiciones de mercado, cuando una empresa tiene cierto monopolio legal prepara formularios de cada clase de contrato que se va a utilizar, volviéndose imposible para quien va a suscribir el contrato; discutir, corregir o adicionar el contenido del mismo (Hinestrosa, 1986, pp.25-26). Estos límites no afectan al contrato de compraventa de acciones, en el entendido que el mismo, necesariamente, implica una negociación entre las partes.

El concepto de contenido normativamente impuesto, por su parte, se refiere a que el contenido del negocio jurídico está determinado por lo que las partes estipularon, salvo por los preceptos que específicamente tengan una prohibición legal, contrarién el orden público o las buenas costumbres (Hinestrosa, 1986, p.28). Las disposiciones particulares, incluidas por las partes en cada contrato, se deben limitar al tipo de contrato que se va a suscribir y a los efectos que se puedan desprender del mismo. Éstas deben buscar la aplicación de normas específicas, aplicables a los efectos del contrato o que se desprenda de la celebración del contrato, para que este contemple todas las normas aplicables a esa operación específica (Messineo, 1950, citado por Hinestrosa, 1986, p. 28). De esta forma, el Estado puede intervenir limitando y dirigiendo la actividad particular de las partes por medio de la ley, los actos administrativos o cualquier otro mandato imperativo, determinando el contenido sobre el que las partes pueden negociar y disponer (Hinestrosa, 1986, pp. 28-29). En este sentido, se impone por el Estado un contenido específico, en el que:

“(…) el ordenamiento impone una revisión administrativa previa del contenido negocial, vertido en formularios o modelos que quien ofrece los servicios respectivos no puede lanzar al mercado y utilizar sino una vez tenga la aprobación correspondiente, pero sin que tal aprobación implique certeza de legalidad de las estipulaciones, comoquiera que ésta solamente la da la jurisdicción y caso por caso, pero no la administración.” (Hinestrosa, 1986, p.29)

El Estado es quien se encarga de imponer el contenido negocial, lo que se conoce como “economía controlada”, que busca el bienestar de los consumidores o de los usuarios de bienes y servicios de cada sector económico (Hinestrosa, 1986, p. 31). El ordenamiento jurídico colombiano contempla un régimen de inspección, vigilancia y control para las sociedades nacionales, en cabeza del Presidente de la República y delegado, en razón del objeto de cada sociedad, en diferentes Superintendencias (*e.g.* Superintendencia de Sociedades, Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia Nacional de Salud, Superintendencia de Vigilancia y Seguridad Privada). A modo de ejemplo, la Circular Externa 029 de 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia establece, en la Parte I Título I del Capítulo II, que *“La transacción de acciones de entidades vigiladas por la SFC debe ser autorizada de manera previa por la SFC, so pena de ineficacia.”* (Superintendencia Financiera, 2014). En este sentido, las operaciones de fusiones y adquisiciones, incluyendo las operaciones de compraventa de acciones, pueden requerir, en muchas circunstancias, la necesidad de obtener autorizaciones gubernamentales sea para la cesión de licencias, permisos u otras autorizaciones, o para la autorización de la operación de compraventa de acciones (ABA, 2010, pp.206 y 220).

Por otro lado, la economía colombiana, al ser una economía de mercado, requiere la normalidad de las operaciones económicas y la protección del consumidor. En muchas circunstancias una operación de adquisición de acciones puede generar un desequilibrio

económico, afectación a los derechos de los consumidores o un posible riesgo de monopolio para la economía colombiana, imponiendo la necesidad a las partes, que sus operaciones se adecuen a condiciones específicas de mercado y, por lo tanto, requieran autorizaciones gubernamentales para su perfeccionamiento. En este sentido, los contratos de compraventa de acciones deben buscar adaptarse a los impactos de cada operación en el mercado, tanto para obtener autorizaciones de entidades que ejercen funciones de inspección, vigilancia y control, como para acomodarse a las condiciones de cada sector económico y buscar una función social donde se proteja al consumidor y a la sociedad de los efectos que se desprendan del perfeccionamiento y ejecución de cada contrato.

3.1.1. Deberes o Cargas derivadas de la autonomía privada.

En el ejercicio de la autonomía privada, y en complemento a sus límites, las partes deben cumplir con unas cargas o deberes para la negociación y autorregulación de sus intereses. Por lo tanto, habiendo escogido entre varios intereses particulares, las partes de cada relación jurídica deben realizar determinados esfuerzos, sacrificios y actos para vincularse en una relación contractual sin afectar su habilidad negocial y la voluntad de su contraparte, mientras persiguen sus intereses individuales (Hinestrosa, 1986, p. 35). Estas cargas de la autonomía privada tienen como objetivo asegurar la validez del negocio jurídico, ya que sirven como lineamientos para que se alcance la finalidad que dio pie a la celebración del negocio jurídico. Dentro de las cargas de la autonomía de la voluntad, se encuentran la carga de legalidad, la carga de claridad, la carga de lealtad y corrección y la carga de diligencia, entre otras, especialmente relevantes para las etapas precontractual, contractual y post contractual del contrato de compraventa de acciones.

El cumplimiento de los límites de la autonomía privada por las partes genera que los efectos de cada contrato se consideren válidos, por lo que las partes de cada relación contractual deben cumplir con los mismos para poderse obligar (Hinestrosa, 1986, p. 36). De

esta manera, el deber de cumplir con los límites de la autonomía jurídica crea en los sujetos de cada relación contractual una carga o deber de legalidad. La carga de legalidad se refiere a que para que un negocio jurídico pueda producir todos sus efectos, el mismo debe haberse celebrado de conformidad con la ley y por lo tanto, debe haber cumplido con todos los presupuestos de validez, como establece el artículo 1602 del C.C., “*Todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes, y no puede ser invalidado sino por su consentimiento mutuo o por causas legales.*” (Código Civil, 1873). Es así como las partes de cualquier relación contractual se encuentran en el deber de obrar conforme a lo dispuesto en el ordenamiento jurídico, es decir, que deberán utilizar medios idóneos para la integración del supuesto de hecho legal dentro del negocio particular que pretenden autorregular. En otras palabras, todo negocio jurídico debe ser celebrado de conformidad con el ordenamiento jurídico para que se pueda entender que el mismo fue válidamente celebrado y, por lo tanto, pueda convertirse en ley para las partes (Hinestrosa, 1986, p. 36).

Ahora bien, la carga de legalidad se materializa en el momento en el que se efectúe la negociación y la redacción de las disposiciones particulares que regirán la relación contractual de las partes en el contrato de compraventa de acciones, puesto que, como se expondrá más adelante, algunas de las cláusulas pueden ver su validez cuestionada debido a sus connotaciones dispositivas, entre las que se pueden destacar las cláusulas modificatorias de responsabilidad. Por lo anterior, al pactar cláusulas dispositivas y posiblemente limitativas de los derechos de las partes, es necesario verificar que su estipulación sea clara y que adicionalmente, busque una aplicación de las anteriores conforme al ordenamiento jurídico, sin considerarse como abusivas y por tanto anulables para todos los efectos. Por lo tanto, es importante que al tomar cláusulas de los contratos de adquisición utilizados tradicionalmente por el *common law* y regulados bajo disposiciones particulares de otros ordenamientos

jurídicos, estas sean ajustadas al ordenamiento jurídico colombiano llevando a cabo un estudio previo de validez.

En este sentido, de los límites de la autonomía privada y la autorregulación de las partes, surge también para las partes una carga de claridad, en virtud de la cual, las partes deberán plasmar su voluntad de tal forma que se dirija la redacción a lo que ellas esperan, siendo esta clara, precisa y unívoca (Montoya 2015, p. 51). Esta carga busca que no surja ninguna controversia sobre la redacción o interpretación de alguna de las cláusulas que va a regir la relación de las partes en el contrato, pues las mismas buscan que se encuentre incorporado el carácter volitivo de las partes, siendo necesario que la redacción de estas sea clara (Montoya 2015, p. 51). En otras palabras, es importante que las partes fijen de una manera inequívoca y reconocible, el valor vinculante del negocio que se celebra y los efectos que este produce sobre las partes (Messineo, 1950, citado por Hinestrosa, 1986, p.36). En el contrato de compraventa de acciones cobra especial importancia esta carga en la cláusula de declaraciones y garantías y las cláusulas de limitación de responsabilidad.

De la autonomía privada se desprende también la carga de lealtad y corrección que implica para las partes el deber de obrar o comportarse de buena fe en las diferentes etapas de la celebración del negocio jurídico; es decir, antes, durante y después de su ejecución. En el desarrollo de la operación, surge para las partes el deber de actuar de manera solidaria y en beneficio de los intereses de su contraparte, hasta el límite de sus propios intereses. Lo anterior implica, *“no suscitar intencionalmente una falsa confianza (en la otra parte), no especular con una falsa confianza y no desconocer la confianza que razonablemente se ha generado en la otra parte”* (Bianca, 2007, citado por Linares Durán, 2014, p. 12).

Finalmente, la carga de sagacidad y advertencia, también conocida como la carga de diligencia, implica a las partes de todo negocio jurídico, el deber de obrar con prudencia y cuidado durante las etapas precontractuales, contractuales y post contractuales de su relación

jurídica en el entendido que “(...) *la parte que lo emplea se ve obligada a soportar, ella sola, el daño de la inercia o negligencia propia; cuanto le es imputable (autorresponsabilidad)* (...)” (Messineo, 1950, citado por Hinestrosa, 1986, p. 36). Las partes de toda relación contractual deben emplear un ejercicio vigilante de la autonomía, en el sentido que, aunque el derecho contempla un beneficio para cada individuo de regular sus propias relaciones jurídicas, este contempla también que las partes pueden llegar a verse en la necesidad de soportar riesgos al suscribir cualquier negocio jurídico. De esta forma, a las partes se les impone una carga de responsabilidad propia para que ellas mismas no sufran ningún daño particular derivado de su propia negligencia al suscribir condiciones contractuales que puedan llegar a ser contrarias a su interés individual (Betti, s.f, citado por Hinestrosa, 1986, p. 36).

Teniendo en cuenta que, a diferencia de muchos otros negocios jurídicos, el contrato de compraventa de acciones versa sobre un objeto del que se desprenden una serie de obligaciones, efectos y posibles riesgos subyacentes, es tradicional y recomendable llevar a cabo un proceso de debida diligencia. En el entendido que, al suscribir cualquier negocio jurídico, las partes deben soportar riesgos adversos a sí mismos, y soportar cualquier efecto derivado de su negligencia, surge en cabeza de las partes el deber de obrar con diligencia.

Es así como la debida diligencia para el contrato de compraventa de acciones tiene la finalidad de analizar diferentes aspectos de la compañía cuyas acciones son objeto del contrato, para verificar el estado funcional y operacional de la compañía y todos los efectos que posiblemente impacten al comprador al suscribir el contrato. De esta manera, al cumplir con la carga de sagacidad en la etapa contractual, también se les dará a las partes, la posibilidad de mitigar los efectos negativos que puedan impactarlos tras la suscripción del contrato, razón por la cual las partes buscan autorregular todas las disposiciones relativas a

esto en el contrato, las posibles contingencias a las que se podrán ver sujetos y los impactos que tendrán los mismos sobre ellos.

3.2. Principio de Obligatoriedad.

El principio de obligatoriedad, definido por el adagio, *pacta sunt servanda*, establece que todo contrato celebrado será ley para las partes y se encuentra consagrado en ordenamiento jurídico en el artículo 1602 del C.C. Las disposiciones establecidas por las partes de cada relación contractual se entienden como firmes y obligatorias una vez el contrato determinado haya sido legalmente celebrado y haya cumplido con los requisitos de validez que consagra el ordenamiento jurídico. Una vez se acuerda y suscribe cada negocio jurídico, éste se convertirá, como se ha establecido en este texto, en obligatorio para las partes y por lo tanto, buscará generar las obligaciones pactadas y reguladas expresamente en él por las partes, pero adicionalmente, de forma complementaria y supletoria, las que emanan de la ley (Hinestrosa, 2001, p. 34-35). En otras palabras, y haciendo referencia al artículo 1603 del C.C. y al artículo 871 del C.Co., el ámbito de aplicación del principio de obligatoriedad es extensivo, pues se establece para, no sólo a lo pactado expresamente por las partes, sino también a las normas supletorias y elementos de la naturaleza del tipo de contrato que sea celebrado por las partes.

Es posible que, en el desarrollo de la operación, sea en su etapa contractual o en su etapa post contractual, surjan eventualidades o contingencias que afecten a las partes, por lo que, es recomendable que estas situaciones se regulen o mitiguen en el contrato. Es así como las partes deben prever soluciones para identificar una posible situación adversa, por lo que se utilizan diferentes tipos de cláusulas: modificatorias de responsabilidad, mecanismos para ajuste de precio, indemnidades, declaraciones y garantías, entre otras, que puedan ser exigibles entre las partes en virtud del principio de obligatoriedad.

3.3. Principio de Relatividad

El principio de relatividad establece que los efectos de la autonomía privada solo vinculan a los sujetos que participan en el ejercicio de ella y estos, por regla general, no podrán afectar a terceros (Montoya, 2015, p. 56). En este sentido, las partes de cualquier relación contractual sólo podrán negociar y pactar estipulaciones que afecten directamente sus intereses, creando normas que regulen su relación específica, sin poder pactar normas que regulen o afecten derechos de otros. De forma excepcional las partes podrán pactar condiciones para un tercero que no haga parte de la relación contractual. En este sentido, por ejemplo, el artículo 1506 del C.C. establece que:

“Cualquiera puede estipular a favor de una tercera persona, aunque no tenga derecho para representarla; pero sólo esta tercera persona podrá demandar lo estipulado; y mientras no intervenga su aceptación expresa o tácita, es revocable el contrato por la sola voluntad de las partes que concurrieron a él (...).” (Código Civil, 1873).

Por lo tanto, se establece una manera de vincular terceros a relaciones particulares solo cuando los efectos sean positivos para tal parte. Los efectos de la autonomía privada solo vinculan a los sujetos que manifiestan su voluntad para darse normas que los afecten a ellos mismos (Montoya, 2015, p. 56). De esta forma es pertinente mencionar que, en la gran mayoría de casos, los contratos de compraventa de acciones se suscriben entre un comprador que pretende adquirir la propiedad sobre una parte alícuota de una sociedad específica, y un vendedor que pretende vender sus acciones y lo vuelven titular de esa parte alícuota de la sociedad y de los derechos que se desprenden de esa participación. En este entendido, menciona la Superintendencia de Sociedades mediante Oficio 220-057416 del 14 de marzo de 2017, que:

“Así las cosas, las condiciones de la negociación de las acciones, son del resorte exclusivo de los particulares, quienes en desarrollo de la autonomía de la voluntad privada, pueden y deben acordar libremente los términos económicos de las mismas, atendiendo que la operación como tal, procede cuando así lo deciden previamente tanto el vendedor como el comprador, toda vez que es un acuerdo en el que no intervienen ni el máximo órgano social ni la junta directiva de la compañía respectiva, ni ninguna autoridad, ya que son terceros ajenos por completo a dicha negociación.” (Superintendencia de Sociedades, 2017).

Es usual que en ocasiones la parte vendedora no posea una participación mayoritaria en la sociedad sobre la que se pretende vender las acciones en concreto, por lo que las partes del contrato en específico no podrán pactar decisiones particulares que deben ser tomadas por dicha sociedad, entendiéndose esta como un tercero para la relación en concreto. Por lo anterior, en muchas ocasiones, las partes pactan que harán sus mejores esfuerzos para ejecutar decisiones en concreto en la asamblea de accionistas, como reformas estatutarias, remociones de administradores, renunciaciones al derecho de preferencia, entre otras, o simplemente para causar que la sociedad cumpla determinados presupuestos de la relación contractual, al no poder obligarla directamente (ABA, 2010, pp. 211 y 224). Por lo anterior, en muchos casos surge la necesidad de, adicionalmente al contrato de compraventa de acciones, suscribir como documento accesorio, un acuerdo de accionistas.

Adicionalmente, por cuestiones relacionadas con el principio de relatividad, en muchos casos, las partes del contrato prefieren incluir también a la sociedad a la que corresponden las acciones como parte del contrato, para que estas puedan tener control más directo sobre la compañía y sus actividades. Si la compañía se entiende como parte del contrato, se podría obligar a la misma a cumplir unas condiciones precedentes particulares o, incluso, otorgar ciertas declaraciones y garantías. De esta forma, el comprador podría buscar

directamente a la compañía para reclamar el cumplimiento de cualquier obligación o cualquier indemnidad por incumplimiento de declaraciones y garantías (ABA, 2010, p. 11).

3.4. Principio de Consensualidad.

La consensualidad es un principio que rige la celebración de los contratos sin importar si son de naturaleza civil o comercial. Este principio se constituye como uno de los pilares de los negocios y de las operaciones de adquisición, ya que sólo podrán ejecutarse en la medida que la voluntad de las partes intervinientes coincida. El artículo 824 del C.Co. establece que, para que el contrato se perfeccione, basta con el simple acuerdo entre las partes, bien sea de manera verbal o escrita:

“Los comerciantes podrán expresar su voluntad de contratar u obligarse verbalmente, por escrito o por cualquier modo inequívoco. Cuando una norma legal exija determinada solemnidad como requisito esencial del negocio jurídico, este no se formará mientras no se llene tal solemnidad.” (Código de Comercio, 1971).

Con respecto a la consensualidad del contrato de compraventa de acciones, dice la Sala de Casación Civil en la sentencia 11001-3103-023-1997-04959—01 del 16 de diciembre de 2013, que:

“(...) como se trata, de un contrato consensual, bastaba para su perfeccionamiento la sola exteriorización del consentimiento de las partes, como lo ordena el numeral (4° del artículo 89 de la Ley 153 de 1887).’ (paréntesis fuera del texto, derogado por el artículo 1611 del C.C.)” (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 11001-3103-023-1997-04959—01, 2013)⁵.

Para el perfeccionamiento del contrato de compraventa de acciones, basta que las partes manifiesten y den a conocer su consentimiento, generando aceptación en su

⁵ Litigio entre Banco Superior Superbanco S.A. y Promotora de Inversiones Superior S.A. y Compañía Colombiana Automotriz S.A. e Industrias Kapitól S.A.

contraparte. A pesar de lo anterior, tradicionalmente se utiliza que las partes, para facilitar el componente probatorio de la relación contractual y para generar efectos de oponibilidad, sometan el contrato a la formalidad de un documento privado que se entiende perfeccionado una vez el mismo sea suscrito por las partes.

3.5. Principio de Buena Fe.

El principio de buena fe cuenta con sustento constitucional en el artículo 83 de la Constitución Política que establece que *“Las actuaciones de los particulares y de las autoridades públicas deberán ceñirse a los postulados de la buena fe, la cual se presumirá en todas las gestiones que aquellos adelanten ante éstas.”*(Const., 1991, art. 83). De igual manera, la buena fe es un principio rector tanto en la legislación civil, en artículo. 1603 C.C., como en la legislación comercial, en el artículo. 863 del C.Co., para la etapa precontractual, y el artículo 871 del C.Co, aplicable a la suscripción y ejecución del contrato. La buena fe presupone que los sujetos intervinientes en un negocio jurídico deben actuar sin la intención de causar un daño o un perjuicio a su contraparte.

El artículo 871 del C.Co. establece que *“Los contratos deberán celebrarse y ejecutarse de buena fe y, en consecuencia, obligarán no sólo a lo pactado expresamente en ellos, sino a todo lo que corresponda a la naturaleza de los mismos, según la ley, la costumbre o la equidad natural”*. De esta manera, el deber de obrar con buena fe se materializa para la totalidad de la relación contractual, desde su fase precontractual hasta su etapa post contractual y, por lo tanto, su aplicación no puede fragmentarse (Montoya, 2015, p. 53).

Debido a esto, y entendiéndose también como una exteriorización de las cargas de la autonomía de la voluntad, las partes tienen el deber de aportar información verdadera y precisa, para que el negocio se lleve a cabo de la manera más transparente posible y que éste

no se celebre con base a información no correspondiente o sobre una falsa noción de confianza.

3.6. Principio de Diligencia o Sagacidad.

El principio de diligencia se manifiesta también como una carga derivada de la autonomía privada y como una manifestación del principio de buena fe, por lo que se deben tener en cuenta las particularidades mencionadas en los puntos anteriores. En este sentido, las partes de cualquier relación contractual, en el ejercicio de la autonomía privada, deben actuar con cuidado y prudencia durante toda la relación, desde la fase pre negocial, al acordar el contenido del contrato, durante su fase de ejecución y en la etapa post contractual (Montoya, 2015, p. 54). A pesar de lo anterior, el principio de diligencia cobra especial importancia en la fase pre contractual, puesto que en caso obrar de forma negligente, se tendrían que asumir los riesgos que por culpa propia se causaron al momento de perfeccionar y ejecutar el contrato, entendiendo que nadie puede alegar en su favor su propia torpeza, culpa o, en otras palabras, su actuar negligente.⁶

El principio de diligencia tiene estrecha relación con el deber de los administradores, consagrado en los artículos 22 a 25 de la ley 222 de 1995 y en el artículo 200 del C.Co. Conforme el artículo 22 de la ley 222 de 1995, se espera que los administradores de todas las sociedades actúen con la diligencia de un buen hombre de negocios, buscando los intereses de la sociedad y teniendo en cuenta los intereses de los asociados. En este sentido, para llevar a cabo cualquier operación de adquisición sobre las acciones de una determinada sociedad, se debe tener en cuenta que las operaciones empresariales de cada compañía pueden variar en su conducción del negocio. Las partes deben actuar como un buen hombre de negocios, estudiando la manera cómo funciona la compañía en concreto, verificando los efectos que se

⁶ “(...) nadie puede alegar en su favor su propia torpeza o culpa, (...), no puede posteriormente invocar su propia culpa o negligencia, para aducir que se le vulnera su derecho (...).” (T-276 de 1995 y Sentencia T-332/94)

derivan de la operación y las posibles contingencias que pueden materializarse después de suscribir el contrato. Por lo anterior, como se ha descrito anteriormente, las partes suelen llevar a cabo procesos de debida diligencia.

4. Elementos Esenciales en el Contrato de Compraventa de Acciones.

Como todo contrato de compraventa, los elementos esenciales del contrato de compraventa de acciones son el precio y la cosa. En este sentido, en principio, el contrato buscará regular el precio y la cosa, así como todas las condiciones económicas que podrán tener incidencia en la operación, especificando que las acciones y el precio de compra serán transferidos por las partes, junto con otros documentos que se comprometen a entregar (ABA, 2010, p. 45). Las partes establecen que el vendedor se obliga a transferir una cantidad de acciones de la compañía al comprador y el comprador se obliga a pagar un precio por esas acciones, (sin perjuicio que el comprador pague las acciones con otra prestación, como por ejemplo, acciones de su propia compañía, pero en este caso, se podría interpretar que el contrato dejaría de ser un contrato de compraventa y por tanto, no es objeto de estudio en este trabajo).

En este orden de ideas, a pesar de ser un contrato puro y simple, en el entendido que se perfecciona con el simple acuerdo de las partes y las obligaciones son exigibles de forma inmediata, dichas obligaciones principales suelen modalizarse para que su exigibilidad esté sometida al acaecimiento de unas condiciones suspensivas. En razón de esto surge la distinción entre la fecha de firma y la fecha de cierre explicada anteriormente. Así mismo, para cumplir su prestación de transferir los títulos accionarios a los compradores, los vendedores deben ejecutar una serie de acciones, sobre las que es usual que se pacten disposiciones adicionales (A. Davies., A. Levy., 2020, p. 31). En este sentido, se deberán transferir los nuevos títulos representativos de las acciones emitidos a nombre de los compradores como nuevos accionistas y deberá llevarse a cabo el registro de los compradores

en el respectivo libro de registro de acciones, de conformidad con el artículo 406 del C.Co., para que la negociación produzca efectos respecto de la sociedad y de terceros.

4.1. Cosa.

Como se ha mencionado anteriormente, los vendedores se obligan a traditar las acciones de la compañía target. De esta forma, entendiendo que las acciones son títulos valores nominativos, el traspaso de su propiedad, a pesar de perfeccionarse con la entrega del título endosado, para que sea oponible, de acuerdo con el artículo 406 del C.CO., debe ser inscrito en el libro de registro de acciones de la compañía, y los certificados de las mismas deben reflejar quién es su titular. Es así como, una vez perfeccionado el traspaso de las acciones por los vendedores, los compradores se reputarán para todos los efectos, como accionistas de la compañía target de la operación

Así mismo, puede ocurrir que, de acuerdo con las condiciones particulares de cada operación, para entenderse que las acciones fueron transferidas en su totalidad, los vendedores se podrán obligar a ciertas prestaciones adicionales y a entregar ciertos documentos adicionales (ABA, 2010, p. 60). Es posible, que la transferencia de las acciones esté sujeta, por ejemplo, a un derecho de preferencia en su negociación, en el evento en que los estatutos de la compañía target lo dispongan de acuerdo con el artículo 407 del C.Co., o cualquier derecho específicamente pactado en el interés de uno de los accionistas de la compañía target a través de un acuerdo de accionistas (*e.g. drag along, tag along*), por lo que, el comprador podrá haber pedido una renuncia formal o incluso el ejercicio de estos derechos, buscando garantizar que reciba la totalidad de las acciones suscritas y en circulación de propiedad del vendedor o vendedores en la sociedad.

4.2. Precio.

La regulación del precio, aunque en principio parece un tema sencillo para cualquier contrato de compraventa al ser un elemento de su esencia, para el contrato de compraventa de acciones, este se puede volver un poco más complejo, puesto que deben considerarse diferentes factores. Al ser el precio un elemento de la esencia del contrato, conforme al art. 920 del C.Co, las partes deben convenir el precio o, en su defecto, pactar la forma en la que se determinará el mismo, so pena de que el contrato sea inexistente. Como se ha mencionado en varias ocasiones, es difícil valorar una compañía en un momento de tiempo específico y por tanto valorar el precio de sus acciones. El profesor Francisco Reyes Villamizar (2016) indica que existen diferentes métodos de valoración de compañías, dentro de los que destaca los siguientes:

“i) El precio de mercado (que se determina por el libre juego de oferta y la demanda);

ii) El valor en libros (que resulta de sustraer al valor histórico de la depreciación acumulada);

iii) El valor de liquidación o venta (de los activos sociales);

iv) el valor de la empresa en marcha (fórmula ecléctica que combina las variables anteriores, precio de mercado, dividendos y utilidades, valor de activos y la naturaleza de la empresa).

Puede también pensarse en una combinación de todos o de algunos de los métodos anteriores. (...)” (p. 154)

En este sentido, gran parte de la valoración depende de las condiciones del negocio y del giro ordinario de la compañía target. Vale destacar que es parte de la naturaleza empresarial que el patrimonio y la valoración de una compañía no sean constantes, sino cambiantes, razón por la cual las partes buscan implementar mecanismos y fechas de corte

para, entre otros, preparar estados financieros para regular la determinación del valor de la compañía target en una fecha específica, sin perjuicio que se pueda acordar un precio determinado a discreción de las partes. El monto y la forma de pago del precio en el contrato de compraventa de acciones puede depender de varios factores en atención de lo que pacten las partes, incluyendo el rendimiento, el desarrollo de los negocios, el valor de la propiedad intelectual, o en general, las condiciones financieras de la compañía (*e.g.* capital de trabajo, EBITDA, ingresos). Así mismo los hallazgos de la debida diligencia, los efectos tributarios que la operación pueda tener en la compañía y las posibles pérdidas a las que pueda estar eventualmente sujeto el comprador por consumir la transacción pueden afectar el precio de compra (ABA, 2010, pp. 50 - 56). En este sentido, y para cumplir con las disposiciones del artículo 920 del C.CO., las partes suelen incluir definiciones concretas de los mecanismos de valoración o los principios contables para facilitar a las partes cualquier cuantificación o valoración de las acciones.

Por lo anterior, se suele incluir una disposición relacionada con los principios contables que se utilizarán para efectos de la operación, incluyendo cómo se valorarán las acciones de la compañía target. Es usual que las partes utilicen los estándares contables aplicables en Colombia, IFRS o NIIF consagrados a partir de la Ley 1314 de 2009 y aplicables a la Compañía. A pesar de esto, en la medida que estas valoraciones solo tendrán efectos entre las partes, éstas pueden pactar cualquier otra disposición que consideren apropiada para valorar los activos de la compañía y por tanto determinar un precio.

Es importante mencionar que, en gran medida, el valor del precio de compra que se pagará por las acciones puede condicionarse a ciertos rendimientos de la compañía, número de ingresos, patrimonio neto, EBITDA, capital de trabajo y cualquier estándar que puedan acordar las partes y que sea acorde con el negocio que desarrolla la compañía target (ABA, 2010, p. 65). Por lo anterior, establecer los instrumentos o mecanismos de valoración

utilizados para este propósito e incluso proponiendo ejemplos a través de una definición a lo que se entenderá como principios contables aplicables o mecanismos de valoración, puede facilitar el entendimiento de las partes y evitar controversias sobre el precio de compra o sus respectivos ajustes. En muchas ocasiones, es usual que las partes establezcan incluso anexos al contrato de compraventa de acciones para ejemplificar cómo se calcularán estos valores, para cumplir el propósito antes mencionado.

Sin perjuicio de la generalidad de lo anterior, la discusión sobre la metodología y maneras de valorar las acciones en las transacciones de fusiones y adquisiciones es un asunto de índole financiero y no jurídico, que por lo general se lleva a cabo por banqueros de inversión, razón por la que este trabajo se limitará a mencionar su regulación contractual.

La determinación del precio de la operación puede además tener efectos importantes desde el punto de vista tributario. En el artículo 90 del Estatuto Tributario⁷, se regula la forma en la que se debe determinar la renta bruta en la enajenación de acciones. Al momento de enajenar las acciones, surge una presunción de derecho con respecto al precio de transferencia, en el sentido que éste no puede ser inferior al valor intrínseco de las acciones incrementado en un 30%, (entendiendo por valor intrínseco de las acciones, el resultado de dividir el patrimonio de la compañía sobre el número de acciones de la misma). Sin perjuicio de lo anterior, la DIAN podrá acudir a diferentes métodos de valoración, como el de flujos descontados a valor presente o el de EBITDA con el fin de determinar si el precio cumple con lo dispuesto en el artículo. De no ser así, el funcionario que esté adelantando el proceso

⁷ Artículo 90: “(...)Sin perjuicio de lo previsto en este artículo, cuando el activo enajenado sean acciones o cuotas de interés social de sociedades o entidades nacionales que no coticen en la Bolsa de Valores de Colombia o una de reconocida idoneidad internacional según lo determine la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), salvo prueba en contrario, se presume que el precio de enajenación no puede ser inferior al valor intrínseco incrementado en un 30%. Lo anterior sin perjuicio de la facultad fiscalizadora de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), en virtud de la cual podrá acudir a los métodos de valoración técnicamente aceptados, como el de flujos descontados a valor presente o el de múltiplos de EBITDA.” (Decreto 624, 1989, art. 90)

de fiscalización respectivo, podrá rechazarlo y señalar un precio de enajenación acorde con la naturaleza, condiciones y estado de la operación.

Sin perjuicio de esta salvedad, la manera de valorar las acciones y de determinar el precio del contrato, depende de la negociación de las partes y el acuerdo final de las mismas en observancia de lo anteriormente mencionado. Los métodos de pago pueden incluir tantas combinaciones o mecanismos como las partes deseen, (e.g. pago en efectivo, deuda). Así mismo, las partes pueden incluir garantías para asegurar estos pagos o mecanismos que permitan llevar a cabo ajustes al precio de compra con base a eventos concretos o situaciones financieras determinadas por las partes. De esta manera, podrán pactar el precio de compra y regular los métodos de pago, de conformidad con sus intereses.

4.2.1. Forma de pago.

La forma de pago puede hacerse como las partes lo acuerden después de negociar, pero tradicionalmente, considerando que en muchas ocasiones puede haber más de un comprador o más de un vendedor que deba pagar o recibir el precio de compra, se puede nombrar un representante. Este representante permitirá llevar a cabo los pagos de una manera más fácil, puesto que, en caso de ser varios compradores, se podrá ejecutar un solo pago, o en caso de ser varios vendedores, se podrá pagar la totalidad a un solo vendedor, quien se encargará de distribuir el valor a prorrata de la participación de cada uno de los vendedores en el capital de la compañía target (ABA, 2010, p. 52).

En esta línea de ideas, es usual que no se pague la totalidad del precio de compra de contado, puesto que, como usualmente el precio en estos contratos es una suma alta, las partes acuerdan los pagos en cuotas. Esto es importante porque junto a los pagos a plazos, se suele pactar también que los compradores constituyan garantías a favor de los vendedores. De esta manera los vendedores no solo quedarán en posición de acreedores del pago del contrato, sino que tomarán la posición de acreedores a una deuda, lo que implica que estos pueden

negociar obligaciones adicionales en su beneficio (*e.g.* garantías de pago, pagarés en blanco, fiadores, deudores solidarios), para garantizar o facilitar el pago de la totalidad del precio de compra (ABA, 2010, p. 50).

Para facilitar el pago del precio de compra, los vendedores pueden optar por la alternativa de utilizar pagarés en blanco como instrumentos de cobro de las cuotas de pago del precio de compra o de requerir garantías del pago del precio de compra. Los pagarés en blanco pueden ser altamente beneficiosos para el vendedor, pues de esta manera el precio de compra puede devengar intereses y dichos instrumentos pueden facilitar al vendedor la aceleración del pago de la obligación en caso que los compradores incumplan el pago de sus cuotas. De igual forma, establecer garantías a favor de los vendedores puede ser beneficioso en la medida que en caso de incumplimiento, los vendedores puedan hacer exigible el pago de la obligación con ciertos activos del comprador, incluyendo, por ejemplo, las acciones que se están adquiriendo, los intangibles de la compañía target o cualquier otro activo de los compradores de interés de los vendedores.

Otro método por el que las partes pueden inclinarse al momento de determinar la forma de pago es acordar que parte del precio sea imputable a obligaciones accesorias al contrato, diferentes al pago de las acciones. Parte del precio se puede usar para pagar la contraprestación de, por ejemplo, obligaciones de no competencia (*non-compete*), contratos de arrendamiento, licencias de propiedad intelectual de los vendedores o incluso a obligaciones que permitan transitoriamente cambiar la operación negocio de los vendedores al negocio de los compradores, entre muchas otras posibilidades.

El pago del precio de compra puede estar sujeto a muchas condiciones ajenas a las partes, *e.g.* canalización de divisas, pago de deudas de la compañía, impuestos, pagos a cuentas de compensación y muchas circunstancias que necesitarán esfuerzos adicionales del comprador para ejecutar su prestación. Para facilitar el pago de la obligación y tener claridad

sobre el asunto, las partes suelen acordar como anexo al contrato, un memorando que describa el flujo de los fondos, donde se describe la imputación de cada uno de los pagos, las cuentas a donde se debe pagar a los vendedores, las obligaciones subsecuentes y cualquier otra circunstancia relacionada con el pago, para que en el momento de efectuar el pago, el mismo se haga sin inconvenientes.

4.2.2. Ajuste de Precio.

Como se ha mencionado, valorar una compañía no es tarea fácil, por lo que usualmente, a pesar de establecer mecanismos para su valoración a la fecha de cierre, las partes suelen pactar adicionalmente, disposiciones para que a la fecha de cierre o con posterioridad a la misma, se modifique el precio de compra. Estos mecanismos permiten a las partes asegurar que el precio de compra refleje con exactitud cualquier referencia financiera acordada por las partes. Esta disposición por lo general se pacta para beneficiar a ambas partes, puesto que el precio puede ajustarse a favor de cualquiera de las dos, disminuyendo o aumentando, sin perjuicio que se establezcan límites al monto máximo que se puede ajustar.

De esta forma, el monto de ajuste depende de un cálculo determinado de conformidad con las condiciones metodológicas y principios contables que las partes pacten, que usualmente se llevan a cabo con la preparación de estados financieros calculados a la fecha de cierre y comparados con otros momentos precisos de corte, a disposición de las partes. Los métodos de valoración y ajuste de precio se limitan a la imaginación de las partes en el contrato. Existen varias circunstancias que pueden afectar esto, incluyendo las condiciones de la industria, las condiciones financieras de las partes, la situación de la compañía que se adquiere y muchas otras circunstancias como antes se mencionó. De forma similar, el cálculo del ajuste de precio puede depender también de la estructura de la operación, teniendo en cuenta que usualmente se utilizan mecanismos financieros tradicionales como el capital de trabajo, el patrimonio de la compañía, ingresos, inventario, producción, el EBITDA

(beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), entre otros (ABA, 2010, p. 64).

Es importante que las partes pacten también un procedimiento para llevar a cabo el ajuste del precio, debido que es posible que las partes entren en un conflicto si el ajuste del precio no los beneficia directamente. Nuevamente, aquí entra en juego la importancia de definir adecuadamente los estándares de contabilidad que se utilizarán por las partes para determinar las valoraciones necesarias en el contrato. Los estados financieros usualmente son preparados por quien tiene acceso directo a la compañía, por lo que en una etapa post cierre, sería el comprador. De esta manera, en principio, el vendedor debería partir de la buena fe de los compradores en la preparación de estos, pero se debería negociar la posibilidad para que los vendedores puedan revisar los estados financieros o el cálculo del ajuste del precio y en caso de no estar de acuerdo, permitirles contradecir y preparar su propia valoración. Es así como se permitiría un debido proceso en los mecanismos de ajuste de precio y como se buscaría dirimir posibles disputas.

A pesar de lo anterior, es posible que en ciertas circunstancias las partes no lleguen a un acuerdo frente al procedimiento para llevar a cabo el ajuste del precio, razón por la cual es posible pactar que sea un tercero quien resuelva los conflictos derivados del ajuste.

Usualmente se pacta que, si las partes no logran llegar a un acuerdo en un tiempo determinado, el tercero que nombren para resolver el conflicto sea un contador que se encargue de calcular el ajuste desde un punto de vista independiente y objetivo.

Como se ha mencionado ya en varias ocasiones, este proceso no es una regla general, y no es necesario incluirlo dentro del contrato de compraventa de acciones. Sin embargo, es un mecanismo que las partes suelen pactar para prevenir posibles confrontaciones y permitir una solución objetiva a un posible evento litigioso sin acudir al juez o auxiliares de justicia para resolver el conflicto.

4.2.3. Mecanismos de ajuste de precio.

A continuación, se exponen brevemente algunos de los mecanismos de ajuste de precio más recurrentes en las prácticas de M&A en el *common law*, los cuales podrán ser utilizados por las partes en el contrato para ajustar el precio de compra de la transacción.

4.2.3.1. Earnout.

El *earnout* es una disposición de ajuste de precio que puede ser pactada por las partes, para que el pago total esté supeditado a una porción contingente de rendimientos financieros de la compañía (*e.g.* ventas brutas, EBITDA, ingresos, ganancias). De esta manera, un *earnout* permite al comprador tener seguridad sobre el crecimiento financiero de la compañía que adquiere, en la medida que se paga una porción inicial del precio de compra en la fecha de cierre y el monto restante se paga con posterioridad y sujeto a los beneficios financieros que obtenga el comprador como nuevo accionista de la compañía, siendo así un pago contingente que se debe “ganar” (*earn*) el vendedor con base a los rendimientos de la compañía. El vendedor asegura también los beneficios que pudo haber obtenido de haber seguido siendo accionista de la compañía, como pago. En este sentido puede ocurrir que el pago de dicha suma contingente pueda llegar a hacerse a favor del comprador o del vendedor en la medida que se haya llegado a esa meta financiera planteada (Kohers, N., Ang, J., 2000, p. 445).

4.2.3.2. Holdback.

El *holdback* es una porción del precio de compra que los vendedores no pagan en la fecha de Cierre. Puede ser usual que las partes decidan pactar que el comprador “retiene” (*holds*) una porción del precio de compra para que una vez se cumplan unas condiciones, la porción del precio que retuvo el comprador sea pagada al vendedor. Es usual que estas disposiciones se paguen con relación a eventos en que la compañía puede verse afectada y

que están prontos a resolverse con posterioridad a la fecha de cierre, generando un perjuicio al futuro comprador (e.g. posibles sanciones a la compañía, litigios pendientes, capital de trabajo) (A. Davies., A. Levy., 2020, p. 25). Por ejemplo, puede ocurrir que la compañía target esté pendiente de una sanción por alguna Superintendencia, en este sentido, el comprador podrá requerir que el monto de dicha sanción se omita del precio de compra, pero el vendedor podrá querer ese valor adicional, por lo que podrá buscar en las negociaciones que el pago de dicho monto esté sujeto a la no imposición de dicha sanción y se pague o no una vez haya certeza (A. Davies., A. Levy., 2020, p. 25).

En esta medida, se diferencian un *earnout* y *holdback*, en el entendido que el *earnout* se suele referir al rendimiento financiero de la compañía y su desarrollo con posterioridad a la fecha de cierre y el *holdback* se refiere a asuntos que tengan impactos en la compañía y se resolverán con posterioridad al cierre.

Es importante que las partes tengan claridad sobre las reglas contables que utilizarán para estos efectos y que acuerden las metodologías de cálculo, evitando posibles controversias.

4.2.3.3. Escrow para Ajuste de Precio.

Un *escrow* puede utilizarse con distintas finalidades como será descrito posteriormente. En este sentido, cualquier pago contingente o ajuste de precio se efectuará a través de un escrow, incluyendo cualquier *earnout* o un *holdback* (A. Davies., A. Levy., 2020, p. 24). En este sentido, las partes pactan que un tercero, por lo general un agente de *escrow* (sociedad fiduciaria), retenga una porción del precio de compra, para que una vez se hayan cumplido las condiciones pactadas en el *earnout* o el *holdback*, sea el tercero quien se encargue de pagar dicho monto a la parte a quien dicho monto deba ser pagado. En este sentido, en el cierre, el vendedor deberá transferir (*set-off*) la porción del precio de compra al

agente *escrow*, para que este la retenga hasta que se hayan cumplido las condiciones a las que dicho pago estuviera sometido.

4.3. Entregas adicionales.

Sin que sea un elemento de la esencia del contrato, las partes del buscarán regular también las dinámicas del cierre, pues cumplidas las condiciones y llegada la fecha de cierre, a pesar de cumplir con las prestaciones principales, con el propósito de defender sus intereses, las partes buscarán que se entreguen una serie de documentos adicionales en la fecha de cierre, acreditando ciertas obligaciones o declaraciones bajo el contrato. En este sentido, y en el entendido que gran parte de estos buscan proteger los intereses de las partes, se suele regular que muchos de los entregables sean tratados como obligaciones accesorias, por lo que su incumplimiento podría significar un incumplimiento imputable del contrato (ABA, 2010, p. 60).

De esta manera, los entregables adicionales dependen de los intereses de las partes con respecto a la operación y de cómo se estructura la misma. Puede ser importante para el comprador, por ejemplo, que se mantengan empleados clave de la compañía, por lo que este podrá requerir que se entregue una copia de la renovación de sus contratos; que se cambien los miembros de la junta directiva o los representantes legales, por lo que se podrá pedir copia de sus renunciaciones y de sus respectivos nombramientos; que se mantengan contratos materiales con cláusulas de cambio de control (que de no cederse se darán por terminado), por lo que podrá pedir copia de las autorizaciones necesarias para cederlos; o que se entreguen estados financieros auditados con corte a la fecha que sea un mes antes del cierre, entre cualquier otro entregable que pueda satisfacer los intereses de las partes.

Así mismo, las partes buscarán que a la fecha de cierre se firmen o se entreguen copias firmadas de los contratos accesorios al de compraventa de acciones (*e.g.* contrato de *escrow*, acuerdos de no competencia o cualquier otro acuerdo pactado por las partes bajo la

operación), satisfaciendo sus intereses y buscando que la operación no tenga complicaciones posteriores (ABA, 2010, p. 61).

Sin perjuicio de las disposiciones particulares de cada operación, en la mayoría de los casos, las partes buscarán la entrega de un certificado de *bringdown* (*bringwon certificate*), por medio del cual tanto el vendedor como el comprador certifican haber cumplido con sus obligaciones bajo el contrato, que sus declaraciones y garantías son verdaderas y correctas y que no ocurrió una situación que constituye un efecto material adverso (ABA, 2010, p. 60). Este certificado es importante, en la medida que, como se explicará más adelante, las declaraciones y garantías suelen entenderse como el móvil determinante o la base para que las partes hayan suscrito el contrato, y en la medida que se entrega el certificado, se está garantizando que dichas declaraciones existen y están vigentes a la fecha de cierre. Así mismo, al certificar el cumplimiento de las obligaciones, que usualmente operan también como condiciones suspensivas, se está garantizando que pueden surgir las obligaciones principales sin problema alguno. En este orden de ideas, el comprador podrá buscar que el vendedor, a la fecha de cierre, le entregue una actualización al anexo de revelación a esa fecha o para simplemente actualizar el mismo con respecto a los cambios que se hayan podido generar de la fecha de firma a la fecha de cierre.

Los documentos que se deberán entregar por lo general suelen hacer referencia a las obligaciones de las partes y por tanto cada operación puede variar, en la medida que estos documentos dependen de lo que acuerden las partes.

5. Etapas del Contrato.

Una vez sentadas las bases teóricas y algunos de los principios de especial importancia para la operación de adquisición, se debe mencionar cómo se surten las etapas contractuales. Usualmente, las etapas de la operación se dividen de la siguiente manera: (A) etapa pre contractual, donde (i) se ejecutan documento preliminares, (ii) se suscriben acuerdos de

confidencialidad y exclusividad, (iii) se lleva a cabo un proceso de debida diligencia y, entre otros posibles, (iv) se preparan los documentos para la fecha de Firma; (B) Etapa Contractual, donde las partes se encargan de cumplir con ciertas obligaciones pre Cierre y (C) la Etapa Post Contractual, que comienza tras el Cierre.

Teniendo en cuenta lo anterior, se explicará en sentido amplio en qué consiste cada etapa.

5.1. Etapa Precontractual.

En esta etapa, se llevan a cabo discusiones preliminares y se busca sentar las bases para la negociación y la ejecución de la operación (*e.g.* la celebración de acuerdos de confidencialidad y/o exclusividad y la elaboración de una carta de intención, memorando de entendimiento, hojas de términos o cualquier otro documento que materialice los intereses preliminares de las partes y/o garantice su compromiso, entre otros). Así mismo, las partes llevan a cabo el proceso de debida diligencia legal y se encargan de negociar las disposiciones finales de los documentos de la transacción para regular la manera cómo se va a materializar la misma, buscando los mejores intereses para ambas partes.

La operación de adquisición usualmente comienza con un contacto inicial entre las partes. La parte interesada en vender la compañía o en adquirirla, según sea el caso, contacta a su contraparte para iniciar una serie de discusiones preliminares y de esta manera lograr establecer las bases de la negociación de la operación. En la etapa precontractual, no se busca estructurar el contenido material de la transacción, sino que, por lo general, estas discusiones informales se encuentran encaminadas a analizar la factibilidad del negocio para cada una de las partes, y velar porque que sus intereses se encuentren alineados (Chow. E, 2020, p.1).

5.1.1. Documentos preliminares.

Es usual que, durante esta etapa, las partes suscriban una serie de documentos preliminares dentro de los cuales se pueden encontrar por ejemplo: acuerdos de

confidencialidad y exclusividad, hojas de términos, cartas de intención o memorandos de entendimiento, en los cuales las partes buscan proteger información sensible y buscan manifestar su voluntad de llevar a cabo el negocio.

El prospecto comprador o vendedor señalará a su contraparte que quiere llevar a cabo la transacción, manifestando su interés mediante algún documento donde inequívocamente le haga saber su intención de proceder con la operación. Es así como estos documentos buscan plasmar los términos generales que regirán la operación, estableciendo un plan de acción en el cual se regulen los elementos básicos del negocio y se preparan las bases para la etapa de negociación (Chow. E, 2020, p.1). De esta forma, la parte interesada envía a su contraparte una carta de intención, memorando de entendimiento, hoja de términos o cualquier otro documento que permita inequívocamente manifestar su voluntad. A pesar de lo anterior, es importante mencionar que, por lo general, estos documentos incluyen disposiciones para que se entienda que los mismos no son vinculantes para las partes, en el entendido que permitan a la parte que los envía, tener la posibilidad de retractarse de dicha propuesta, buscando que los documentos no constituyen una oferta en los términos de los artículos 845 y 846 del C.Co., sin perjuicio que además se pueda pactar cualquier acuerdo de exclusividad.

Así mismo, se debe mencionar que en muchos casos estos procesos de adquisición pueden ser competidos, y por lo tanto, la oferta de venta la hará directamente el vendedor de las acciones, y escogerá, dentro de los prospectos compradores, el que mejores términos le ofrezca. A pesar de esto, el procedimiento para un proceso de adquisición competido puede ser diferente al descrito en esta sección, sin embargo, el proceso competido no es objeto de estudio en este trabajo.

5.1.2. Acuerdos de Confidencialidad y Exclusividad.

En el mundo de las operaciones de adquisición es usual que se celebren acuerdos de confidencialidad y de exclusividad, en el entendido que durante la etapa precontractual en la

cual se llevan a cabo las discusiones preliminares para determinar la factibilidad del negocio, ambas partes van a revelar información que puede ser privilegiada o sensible, y de no ser protegida, puede traer efectos adversos para los intereses de las partes (Chow. E, 2020, p.1). Lo anterior, ocurre especialmente en casos en los que el comprador busca adquirir una compañía que desempeña negocios en su mismo sector económico. En el intercambio recíproco de información, usualmente llevado a cabo en la etapa de investigación (devida diligencia), el comprador puede aprovecharse de la información revelada por el vendedor (e.g. know how, lista de clientes, situación financiera, entre otro tipo de información) para su propio beneficio, incluso si no se lleva a cabo la operación, por lo que un acuerdo de confidencialidad permitiría protección adicional sobre la información divulgada.

Surge para las partes la necesidad de suscribir acuerdos de confidencialidad, no sólo para efectos jurídicos, sino también económicos y de negocio, con la intención de proteger aquella información de interés especial. Por tanto, es usual que en los acuerdos de confidencialidad se establezca un periodo de tiempo dentro del cual no podrá divulgar dicha información, so pena de pagar una cláusula penal.

Por otro lado, es común que las partes establezcan obligaciones de exclusividad, por medio de las cuales se obliguen a celebrar el negocio única y exclusivamente con esa contraparte, y por lo tanto, se abstengan de celebrar contratos de la misma naturaleza y relacionados con dicha operación, con otros prospectos compradores o vendedores, so pena de tener que indemnizarlos. De esta forma, en caso que los vendedores obtengan una mejor oferta de compraventa, no podrán retractarse de vender al comprador con el que acordaron dichas disposiciones de exclusividad, so pena que se haya pactado un “*break up fee*”, por medio del cual las partes pueden retractarse de la consumación del negocio en cualquier momento (incluso antes de la fecha de cierre), en caso que se pague una suma indemnizatoria.

5.1.3. Proceso de Debida Diligencia.

Tradicionalmente, se usa también que las partes lleven a cabo un proceso de investigación o debida diligencia en la etapa precontractual (aunque en ocasiones la misma puede extenderse hasta la fecha de cierre, según sea convenido por las partes). Es usual que sea el comprador quien ejecuta un proceso más estricto que el vendedor, en la medida que este proceso suele materializar los deberes precontractuales de información y de sagacidad; cumpliendo el propósito de analizar posibles riesgos derivados de recibir su contraprestación, determinando que ésta es adecuada y conforme a la ley.

En primer lugar, la debida diligencia de los vendedores busca analizar la capacidad jurídica de los compradores y su capacidad financiera de consumir la transacción, siendo en principio muy sencilla. Por otro lado, la debida diligencia de los compradores busca analizar la cosa que ellos están adquiriendo (*i.e.* las acciones y todos los derechos subyacentes a las mismas), por lo que estos deben, detalladamente, analizar los posibles impactos jurídicos que tenga la consumación de la transacción y anticipar cualquier riesgo eventual que se desprenda del negocio. Es así como el comprador se asegura del estado real de la compañía mediante un análisis de los documentos aportados, y el vendedor se asegura de la factibilidad económica del comprador para adquirir la compañía (Chow. E, 2020, p.2).

Es importante mencionar que aparte de una debida diligencia legal, en muchos casos se llevan a cabo también debidas diligencias financieras, contables, de inventario y de otros asuntos que no son objeto de este trabajo. En la Sección 0 se explica la materialización de la debida diligencia legal.

5.1.4. Preparación de Documentos Finales.

La manifestación de alguna de las partes mediante la elaboración de documentos preliminares sienta las bases iniciales para que se lleve a cabo la negociación definitiva que regirá la relación entre las partes. Como se ha explicado anteriormente, debido a la ausencia

de regulaciones precisas sobre este tema en concreto, la naturaleza de las prestaciones y el dinamismo económico que contempla las prácticas empresariales, las partes suelen buscar regular extensamente la transacción por medio del contrato. En este sentido, las partes buscan plasmar tanto las condiciones establecidas en los documentos preliminares, como cualquier información adicional que consideren acorde con sus intereses, y que permita protegerlos, para acordar la versión final de los documentos de la transacción (sin perjuicio que posteriormente se puedan suscribir adendos, otrosíes o se pueda renunciar a cualquier disposición allí contemplada). Las partes suelen negociar entonces los diferentes mecanismos de protección, la forma como operará el negocio, las actividades que deben desplegar para poder consumir la transacción y los posibles efectos de las mismas, protegiendo los intereses de los intervinientes por medio de todos los documentos legales que soportan la transacción (Chow. E, 2020, p.2).

5.2. Etapa Contractual

5.2.1. Fecha de Firma.

En la fecha de firma, las partes suscriben la versión final del contrato acordada por las partes y, de ser aplicable, cualquier contrato accesorio acordado por las partes para ser ejecutado en ese momento. En la fecha de firma las partes se obligan a desplegar ciertas acciones y esfuerzos para poder alcanzar la fecha de cierre.

Como se explicará más adelante, el contrato de compraventa de acciones, en la gran mayoría de los casos, está sujeto a condiciones suspensivas, en las que las partes acuerdan suspender el cumplimiento de las obligaciones principales (*i.e.* transferencia de los títulos endosados y del precio de compra), al acaecimiento de ciertos hechos futuros e inciertos que se podrían clasificar, en su mayoría, como condiciones potestativas, casuales y mixtas, en los términos del artículo 1534 del C.C., ya que requieren de la intervención de las partes, de un tercero o de ambos, para poder consumir la transacción, como se explicará más adelante. De

esta forma, sin ser obligatorias las prestaciones principales, las partes se obligan a ejecutar unas acciones que, de no cumplirse, no podrán dar lugar a que se llegue a la fecha de cierre y por lo tanto, no se consume la transacción (ABA, 2010, p. 197).

Las partes podrán tener libertad de pactar un plazo adicional a las condiciones que satisfaga sus necesidades, por ejemplo, un plazo para preparar unos estados financieros con corte a la fecha de cumplimiento de las condiciones, sobre los que se determinará el valor de las acciones de la compañía. Las partes también podrían acordar que cerrar en diciembre podría tener costos innecesarios, como la preparación de unos estados financieros, teniendo en cuenta que sería más fácil usar los de final de ejercicio, o la necesidad de preparar una declaración de renta que tenga las mismas condiciones. Por esto, en ciertas ocasiones puede ser más fácil para las partes cerrar al final de un periodo contable, o en un momento en que sea fácil para la compañía preparar su información financiera (ABA, 2010, p. 56).

A pesar de lo anterior, es posible que la etapa de la firma coincida con el periodo del cierre, pero en la gran mayoría de los casos, al requerir autorizaciones de terceros o la ejecución de ciertas actividades, las partes deciden suspender la ejecución de las prestaciones principales.

5.2.2. Pre-cierre.

Como se mencionó en el punto anterior, al firmar el contrato, sin todavía existir o ser exigibles las obligaciones principales, las partes se comprometen a desplegar ciertas acciones para poder cumplir todas las condiciones precedentes. De esta forma, al firmar el contrato, comienza el periodo pre-cierre, donde el vendedor y el comprador deben buscar cumplir con todo lo necesario para llegar al cierre. Es importante mencionar que al estar sujeto a eventos futuros e inciertos, la fecha de cierre suele no ser cierta y por tanto, esta etapa durará tanto como se demoren las mismas en acaecer, aunque en ciertos casos, y en eventos en que no se

requieren autorizaciones de entidades gubernamentales para transferir las acciones, se puede incluir un plazo máximo para que se hayan cumplido las condiciones (Chow. E, 2020, p.2).

Así mismo, como se explicará más adelante en la Sección 5 de condiciones precedentes, las condiciones pueden ser pactadas en beneficio de una de las partes en específico, y, por tanto, esa parte podrá renunciar al cumplimiento de esas condiciones para poder llegar al cierre. Lo anterior, en el evento que dicha condición no sea además un requisito para que la venta de acciones sea válida (*e.g.* cualquier autorización de integración empresarial por la Superintendencia de Industria y Comercio cuando pueda haber lugar a una operación que afecte el equilibrio del mercado, o la autorización de la Superintendencia Financiera o cualquier autorización semejante).

Una vez éstas se cumplan y sean satisfechas conforme a las definiciones establecidas en el contrato (o renunciadas, en caso de ser posible), ocurrirá el cierre.

5.3. Etapa Post Contractual

5.3.1. Cierre.

La etapa post contractual comienza una vez se llegue a la fecha de cierre. La fecha de cierre ocurre una vez acaecidas las condiciones suspensivas que las partes acuerdan que se deben cumplir en la fecha de firma. Es así como llegada la fecha de cierre, surgen para las partes las obligaciones principales del contrato y en esta fecha el comprador debe pagar el precio de compra a los vendedores y los vendedores deben tramitar las acciones a los compradores haciendo los respectivos registros en el libro de registro de acciones, sin perjuicio de cualquier otra obligación que se deba llevar a cabo en esta fecha o cualquier acuerdo accesorio que se daba firmar (*e.g.* acuerdo de no competencia, contrato de *escrow*, acuerdo de accionistas, etc.).

5.3.2. Etapa Post-Cierre.

Finalmente, la etapa post contractual es importante para las operaciones de compraventa de acciones, ya que es usual que las partes dispongan que muchas de las condiciones deben ser revisadas o cumplidas con posterioridad a la fecha de cierre. Es así como las partes suelen acordar que se lleven a cabo ciertos ajustes al precio de compra, modificaciones a la operación de la compañía, devoluciones de los montos retenidos en *escrow* y ejecución de los mecanismos de indemnización pactados por las partes.

Como se mencionó en varias ocasiones, en razón de la naturaleza de la obligación, las partes suelen pactar que en cualquier evento en el que los compradores puedan sufrir una pérdida o perjuicio en razón del negocio, como nuevos accionistas, debe ser indemnizado, y por lo tanto, la materialización de uno de estos eventos da lugar a que se ejecuten estos mecanismos establecidos (Chow. E, 2020, p.2).

Capítulo 2. - Estructura del Contrato de Adquisiciones Empresariales.

Es tradicional que los contratos de adquisiciones corporativas, incluyendo los contratos de compraventa de acciones, basados en los modelos anglosajones, se estructuren de formas predeterminadas. Estos por lo general cuentan con la siguiente estructura: (i) sección de definiciones; (ii) objeto (el precio y sus ajustes, la venta de las acciones y cómo operará el traspaso de las mismas); (iii) declaraciones y garantías; (iv) sección de obligaciones; (v) condiciones precedentes; (vi) terminación; (vii) sección de indemnidades; y (viii) sección de varios (ABA, 2010, p. xvi and xvii). Así mismo, el contrato podrá variar para ajustarse a la operación en concreto, puesto que depende ampliamente de la autorregulación que las partes se den entre sí mismas, la manera de redactar las diferentes cláusulas y al objeto de la compañía target (Ordoñez, 2013, p.5).

1. Sección de Definiciones.

Es común que las partes incluyan una serie de definiciones de conceptos y situaciones que pueden presentarse reiteradamente en el contrato. Esta sección tiene como principal objetivo reducir el tamaño de otras secciones y permitir un mayor acceso a los términos reiterados y que pueden ser relevantes para su futura ejecución. Como bien se ha mencionado en repetidas ocasiones, el contrato de compraventa de acciones busca regular ampliamente la relación de las partes en el contrato, dejando poco espacio para interpretación. De esta manera, incluir una sección de definiciones o definiciones a términos particulares dentro del clausulado del contrato, permite a las partes regular las disposiciones contractuales a través de la literalidad, buscando evitar controversias en la ejecución del contrato. A pesar de esto, incluir definiciones, que muchas veces se incluyen a través de una sección en contrato, un anexo o en otras cláusulas, no es necesario y depende en gran medida de la voluntad de las partes, incluyéndose en la mayoría de los casos por cuestiones de practicidad y para facilitar la negociación y la conducción de la operación (ABA, 2010, p. 13).

2. Objeto del Contrato.

Como en todo contrato, es usual que en esta sección se regulen las prestaciones principales bajo el contrato, estando el comprador obligado a pagar el precio y el vendedor obligado a traditar la cosa, que para efectos de este contrato, serán las acciones de la compañía target. Así mismo, como se ha explicado anteriormente, y en el entendido que en gran medida, los contratos de compraventa de acciones suelen regular la forma como operará el cierre y por tanto, la ejecución de las prestaciones de las partes. En este entendido, las partes pactan cuándo ocurrirá la fecha de cierre, en el entendido que la misma puede estar sujeta a una serie de condiciones suspensivas. Debido a lo anterior, las partes podrán pactar un plazo adicional al cumplimiento de esas condiciones suspensivas, por ejemplo, 5 días después de que se cumplan las condiciones suspensivas, o el primer día del mes

inmediatamente siguiente a la fecha en que se cumplan todas las condiciones suspensivas.

Las partes, de acuerdo a sus intereses y a la operación, regularán la fecha de cierre.

Así mismo, cabe mencionar que es usual que las partes no se obliguen solo a la ejecución de las prestaciones principales, sino a entregar una serie de documentos o a ejecutar una serie de obligaciones accesorias, que podrán variar dependiendo de cada prestación. En este entendido, puede ocurrir que a la fecha de cierre las partes pacten también la firma de cualquier contrato accesorio, como el contrato de Escrow, cualquier contrato de *Non-Compete*, o que simplemente se entreguen documentos que respalden las prestaciones a las que las partes se obligan (ABA, 2010, p. 60).

3. Declaraciones y Garantías.

Las partes en el contrato, suelen incorporar al contrato una serie de declaraciones y garantías o *Representations and Warranties*, que, para todos los efectos, se podrán entender como el móvil determinante de las partes para celebrar el contrato (ABA, 2010, p. 45). En este sentido, las partes podrán incorporar tantas declaraciones y garantías como estimen necesario para efectos de la operación y de acuerdo a sus intereses. Los compradores estarán interesados en que los vendedores le otorguen ciertas declaraciones y garantías con respecto a su titularidad de las acciones y la operación y giro de los negocios de la compañía target. En oposición, los vendedores querrán garantizar la capacidad financiera de los compradores y su posibilidad de ejecutar el contrato. En este entendido, y considerando la naturaleza dinámica de la empresa, las declaraciones y garantías otorgadas por los vendedores a favor de los compradores serán más que las otorgadas por los compradores a los vendedores (ABA, 2010, p. 191). En este entendido, es importante mencionar que las declaraciones y garantías otorgadas por las partes dependen en gran medida de los intereses que estos tengan con respecto a sus contraprestaciones en el contrato.

En la Sección 2 de este trabajo, se explicarán a fondo las declaraciones y garantías y sus efectos sobre el contrato.

4. Obligaciones de las Partes.

Como se mencionó anteriormente, las obligaciones principales de las partes se suelen pactar en la primera sección del contrato. De igual forma, es usual que las partes establezcan además, una serie de obligaciones accesorias de acuerdo a sus intereses con respecto a la transacción. En esta cláusula se pactan esas obligaciones de hacer y no hacer de las partes que para todos los efectos serán accesorias a las principales, pero igualmente de vital importancia, especialmente aquellas circunscritas al período entre la firma del contrato y el cierre (Ordóñez, 2013, p. 5).

Igual que con las declaraciones y garantías, las obligaciones del vendedor usualmente se relacionan con la compañía target y tradicionalmente incluyen disposiciones relacionadas con la conducción del negocio, entrega de información y obligaciones con terceros. El comprador usualmente tiene interés en que el negocio de la compañía que está adquiriendo sea sustancialmente similar en el momento en que se firma el contrato, al momento en que se llega al cierre y se adquieren las acciones. Por esto, es usual que el vendedor se obligue a que la conducción del negocio se lleve a cabo de manera ordinaria, por lo que se obliga, por ejemplo, a no vender los activos de la compañía (tangibles e intangibles), a no terminar contratos con proveedores o clientes, o a mantener los contratos con ciertos empleados clave, o cualquier otra obligación que pueda impactar los intereses del comprador con respecto a la compañía target (ABA, 2010, p. 197). Así mismo, puede ocurrir que se requiera obtener autorizaciones de terceros, por lo que las partes se obligarán a causar que se obtengan estas autorizaciones de terceros utilizando sus mejores esfuerzos, o cualquier otro estándar pactado, ya que estos terceros no pueden ser obligados por los efectos relativos del contrato.

En este entendido, es posible que en algunas circunstancias se requiera la necesidad de obtener autorizaciones gubernamentales regulatorias para que la cesión de las acciones se repute válida (e.g. antimonopolio, el régimen de vigilancia para sociedades de sectores económicos específicos), pues al no cumplirse, da lugar a que cualquier transferencia de las acciones al comprador este viciada de nulidad, por lo que las partes se obligarán a llevar a cabo todo lo que esté en sus manos para obtener estas autorizaciones, sin obligarse necesariamente al resultado de su obtención (ABA, 2010, pp. 207, 208 y 212). Así mismo, este podrá ser el caso, entre otros, de la cesión de contratos materiales que tengan cláusulas de cambio de control, la cesión de licencias o contratos estatales. En este sentido, las obligaciones de las partes, en la gran mayoría de los casos, operarán también como condiciones suspensivas, en que, de no ser cumplidas, no darán lugar a llegar a la fecha de cierre, sea porque las mismas son necesarias para llevar a cabo la operación, o porque, en virtud de la autonomía de las partes, lo pactan en sus mejores intereses.

Vale mencionar que, como en cualquier relación contractual, el incumplimiento de cualquiera de las obligaciones de las partes podría resultar en responsabilidad contractual de la parte incumplida, por lo que la parte incumplida estaría obligada a indemnizar a la parte no incumplida. Es usual que el incumplimiento de las obligaciones accesorias del contrato se regule por medio de la cláusula de indemnidades.

5. Condiciones Precedentes.

Es importante tener en cuenta que la sección de condiciones precedentes del contrato se pacta solamente en el evento en el que no se puedan llevar a cabo simultáneamente la firma y el cierre, porque por motivos externos, incluyendo el interés de las partes o la necesidad de obtener consentimientos o autorizaciones de terceros o de los órganos internos de la compañía, no es posible ejecutar las prestaciones en el mismo momento. De esta forma, de conformidad con los artículos 1530 y 1863 del C.C., aunque en principio la compraventa

es pura y simple, las partes pueden acordar que la exigibilidad de las obligaciones y oponibilidad del contrato entre las partes estén sometidas al acaecimiento de unas condiciones suspensivas específicas. La cláusula de condiciones precedentes busca regular expresamente las mismas, para determinar cuándo se dan por cumplidas y el tiempo para que ello ocurra y qué efectos tendrá cada una.

En este entendido, como se mencionó anteriormente, la validez o eficacia del negocio por medio del cual se transfieren las acciones a los compradores puede depender del consentimiento de una autoridad gubernamental o de los órganos corporativos de la compañía, sea por requerir autorizaciones de integración empresarial, porque el régimen de vigilancia al que están sometidos lo requiere o por las limitaciones estatutarias de la compañía. De esta forma, puede resultar pertinente para las partes someter el perfeccionamiento de dicha prestación, a la autorización de esa autoridad gubernamental, sin perjuicio de cualquier acción que deban perfeccionar ellos para poder adquirir estas autorizaciones (lo que se podría catalogar como una obligación mixta en los términos del artículo 1534 del C.C.). Lo anterior, para que, en caso que no se obtenga dicha autorización, se entienda que la condición es fallida y por tanto no sea necesario continuar con la relación contractual, liberando a las partes de incurrir en responsabilidad (sin perjuicio que la autorización no se haya otorgado por dolo o negligencia de quien tenía la obligación de presentar las solicitudes bajo el contrato).

En este entendido, es usual también, que se incluya el cumplimiento de las obligaciones pre cierre y la veracidad de las declaraciones y garantías de las partes como condiciones precedentes, en la medida que estas se suelen pactar por las partes para satisfacer sus intereses, y en el caso de las declaraciones, como el móvil determinante para celebrar el contrato. Existe una diferencia fundamental entre las condiciones precedentes generales y las declaraciones y garantías y obligaciones de las partes como condiciones precedentes. Lo

anterior, para diferenciar el hecho que si cualquiera de las condiciones suspensivas generales falla, no se podrá cerrar la transacción y ninguna de las partes responderá por perjuicios, lo que ocurre, por ejemplo, si se requería la autorización de una entidad gubernamental y dicha autorización no se obtuvo (ABA, 2010, p. 245).

En oposición, podría ocurrir que la condición fallida implicaba el cumplimiento de una obligación pre cierre o la veracidad de las declaraciones y garantías, asunto que no solo implicaría la imposibilidad de llegar al cierre, sino además un incumplimiento imputable de la parte que incumplió con su obligación pre cierre o con sus declaraciones. En este entendido, se pactan disposiciones en las que se “aterrice” la veracidad o cumplimiento de las declaraciones y garantías y de las obligaciones pre cierre a la fecha del cierre, conocidas como “*bring down clauses*”. Estas disposiciones se pactan para proteger a las partes de cualquier incumplimiento en las mismas, que pueda afectar su interés en la operación (ABA, 2010, pp. 249- 251 y 312).

En este orden de ideas, la parte en favor de quien se hayan pactado ciertas declaraciones y garantías u obligaciones puede haber obtenido conocimiento de ese incumplimiento y de igual forma haber aceptado llevar a cabo el cierre. Esto implicaría que, para todos los efectos, la parte incumplida a favor de quien se pactaron las mismas renunció en todo o en parte, a su acaecimiento y aceptó llegar al cierre. En este entendido, se podría argumentar que, al haberse incumplido esas disposiciones, la parte que incumplió está obligada a indemnizar, sin perjuicio del conocimiento de la parte afectada (*pro sandbagging*), pero podrá también alegarse que, para todos los efectos, al renunciar al acaecimiento de esas condiciones, se estaba renunciando también a la posibilidad de ser indemnizado por ese incumplimiento (*anti sandbagging*). Las partes podrán regular expresamente los efectos de aceptar llevar a cabo el cierre habiendo incumplimiento conocido de obligaciones pre cierre o de condiciones precedentes, y los efectos indemnizatorios de las mismas.

6. Otras Secciones.

6.1. Regulación de la Terminación Anticipada.

Bajo el contrato, usualmente se pactan disposiciones consagradas en las normas generales de los contratos, como aquellas relacionadas con que el no cumplimiento de las obligaciones de una parte excusa el cumplimiento de la otra, una cláusula de condición resolutoria, o que el no cumplimiento de las condiciones no daría pie al perfeccionamiento del contrato, entre otros elementos de la naturaleza de los contratos. A pesar de esto, como bien se sabe, el contrato no necesita que expresamente se pacten dichos elementos de la naturaleza, pero pactarse en el contrato cumple varios propósitos. En primer lugar, permitiría que la parte que no haya incumplido pueda terminar el contrato en el evento en que una condición se vuelva imposible de cumplir, sin necesidad de declaración judicial; en segundo lugar, permitiría pactar que la terminación del contrato no libera a las partes de cualquier responsabilidad por incumplimiento de sus obligaciones y finalmente, permitiría que las partes le pongan una fecha límite al cumplimiento de las condiciones precedentes, so pena de terminar el contrato (ABA, 2010, p. 80). Sin perjuicio de lo anterior, nada impide a las partes omitir una sección que regule la terminación del contrato, siendo varias de estas disposiciones elementos de la naturaleza del contrato y de igual manera, nada impide a las partes pactar las disposiciones precisas en otra sección.

Así mismo, la inclusión de esta sección de terminación permite interrelacionar las secciones de obligaciones, declaraciones y garantías y condiciones precedentes. Por ejemplo, es común que se establezca que las declaraciones sirvan como base para determinar el cumplimiento satisfactorio de las condiciones precedentes y se permite al comprador terminar el contrato en caso de descubrir alguna falsedad en lo que el vendedor declara, al entenderse que sus intereses ya no existen, lo que se conoce como “*walk right*” (ABA, 2010, p. 78). De igual forma, se puede establecer que el incumplimiento de las obligaciones pre-

cierre, que hacen las veces de condiciones precedentes, pueden servir como base para la terminación del contrato. Es así, como las declaraciones, las obligaciones y las condiciones precedentes, incluyendo cualquier estándar o limitación que las partes hayan pactado, tenga impacto directo en que se pueda o no terminar el contrato, liberando a una de las partes de sus obligaciones (ABA, 2010, p. 277).

Sin perjuicio de lo anterior, es posible también que las partes pacten “*break up fees*” en las que, en el evento en que las partes decidan no celebrar el contrato por cualquier motivo estas se puedan retirar del negocio. Por ejemplo, puede ocurrir que los vendedores reciban una mejor oferta, por lo que opera el *break up fee* como una especie de arras de retracto o una contraprestación a cambio de ejercer el derecho de retirarse del contrato (ABA, 2010, p. 281).

Capítulo 3. - Proceso de Debida Diligencia Legal y Declaraciones y Garantías.

1. Debida Diligencia Legal.

En el contexto de los contratos de compraventa de acciones, el deber de información y el principio de sagacidad se materializan usualmente a través de la figura de los procesos de debida diligencia. Debido a esto, es costumbre que, en todos los procesos de adquisiciones corporativas, incluyendo las operaciones de compraventa de acciones, se lleve a cabo en la etapa precontractual un proceso de debida diligencia legal.

Un proceso de debida diligencia legal es un proceso de investigación jurídica que se realiza con respecto a una persona jurídica, ciertos activos o un negocio. En el contexto de transacciones de fusiones y adquisiciones, este proceso de investigación se lleva a cabo, generalmente, por el prospecto comprador, respecto de la compañía que pretende adquirir, para verificar el estado de la misma y para asegurarse que está comprando lo que en realidad cree que está comprando (Howson, 2013, p. 68). Sin perjuicio de que sea el comprador quien generalmente realice el proceso de debida diligencia legal, el vendedor a su vez podrá realizar

el mismo proceso con el fin de identificar contingencias en la compañía target y sanearlas previo a una potencial transacción.

Como se ha mencionado en diversas ocasiones, la operación de adquisición de acciones difiere inmensamente a las operaciones de compraventa sobre otros activos, pues es casi imposible determinar el estado exacto de una compañía. La actividad empresarial está sujeta al dinamismo de los negocios, las operaciones del mercado y al movimiento de la economía, situaciones que afectan ampliamente las condiciones particulares de un negocio en concreto. Por lo tanto, el propósito de un proceso de debida diligencia es lograr manejar adecuadamente los riesgos que cada una de las partes va a asumir con respecto al contrato (Muñoz Tamayo, 2004, Citado por Linares, 2014, p. 15).

En este sentido, es importante mencionar que la operación en concreto tiene como objeto material a los títulos accionarios y no la empresa subyacente a dichas acciones. De esta forma, la empresa target no estaría cubierta por el régimen de vicios redhibitorios, puesto que los vicios redhibitorios recaen sobre la cosa vendida, y en la medida que lo que se está vendiendo es la propiedad sobre las acciones y sus derechos subyacentes, no se podría alegar que un defecto en la empresa es un vicio en la cosa vendida (i.e. las acciones de la compañía target). Así mismo, la compraventa tampoco estaría sujeta al régimen de la lesión enorme, en el entendido que no se entiende como uno de los eventos que dan lugar a su materialización. Por lo anterior, el comprador busca informarse detalladamente acerca de la compañía y todo aquello que pueda afectar su funcionamiento en el futuro a través de una debida diligencia legal. Llevando a cabo este proceso, las partes podrán establecer protecciones especiales sobre estos eventos que posiblemente puedan generar perjuicios una vez consumada la operación (Ordoñez, 2013, p. 12).

En una debida diligencia, se presume que el vendedor conoce la información de la compañía que está vendiendo y por lo tanto el comprador está en imposibilidad de informarse

por sí solo, por lo que la obligación de información recae sobre el vendedor (Muñoz Tamayo 2004). El vendedor es quien tiene acceso privilegiado a la información, puesto que las acciones de la compañía objeto de la transacción son de propiedad suya y puede conocer la información de una manera más fácil que el comprador. En este sentido, son los vendedores quienes conocen cuál es la información que debe ser compartida para estar en condiciones de igualdad sobre la toma de decisiones y por lo tanto, tienen el deber de revelar la información (Reyes Cancino y Vargas Ollave, 2018, parr. 9).

La revelación de información es una manifestación del principio de buena fe, pero adicionalmente, surge para las partes el deber de lealtad, que permite al comprador confiar en la información que el vendedor está poniendo a disposición suya y exige al vendedor veracidad a la hora de mostrar la información de la compañía, permitiendo que las partes de la relación contractual puedan confiar la una en la otra desde el inicio de la etapa precontractual (Linares, 2014, p. 14).

El deber de información, materializado generalmente en esta práctica, es un deber que exige al vendedor poner a disposición del comprador, correctamente, toda la información que conoce y que debe conocer respecto de la empresa cuyas acciones está enajenando (Muñoz Tamayo, 2004, Citado por Linares, 2014, p. 13). Con respecto al deber de información, el Tribunal de arbitramento, en el caso Cadena S.A. e Invertlc S.A.S. y otros, establece que:

“(...) la parte vendedora incurrió en falta grave, toda vez que no tuvo la iniciativa de informar sobre la práctica irregular al comprador desde el comienzo, ni a partir del momento en que se hicieron indagaciones o se presentaron inquietudes, durante la debida diligencia, (...) no es recibido que la parte vendedora pretenda exonerarse de su responsabilidad alegando que la compradora declaró haber recibido a satisfacción la información requerida, cuando precisamente aquella faltó a su deber de revelar (...).”(p. 98)

Con respecto a la veracidad de la información otorgada por las partes en la debida diligencia legal, menciona el Tribunal de Arbitraje conformado para el caso Aguas de Bogotá E.S.P. vs. Constructora Némesis S.A. Hydros de Colombia S.A. y otros, que:

“(...) se cumple a través de obligaciones de hacer, positivas en cuanto a lo que se informa, que debe ser fidedigno, y de no hacer o de abstención en lo relativo a no desinformar, opuesta por tanto a lo incompleto y a lo inexacto”. (...) el suministro de información contable que no se ajusta a ley, unido al silencio respecto de aquellas situaciones no reveladas o inexactamente mostradas en dicha contabilidad, constituye una culpa grave”.(p. 105)

En este sentido, se deriva un doble deber para quien revela la información de cerciorarse de la veracidad de la información y, en el evento en que haya inexactitudes y omisiones, de informar a su contraparte sobre el efecto que podría implicar aquella situación no revelada. (Reyes Cancino y Vargas Ollave, 2018, parr. 11).

Por medio del principio de información, se busca combatir la asimetría de información existente para las partes con respecto al negocio (Muñoz Tamayo, 2004, Citado por Linares, pp. 13-14). En este sentido, quien conocía de unos hechos en concreto o que debía conocer de esos hechos, no puede argumentar que su ignorancia sobre estos lo libera de responder por ellos (si se pacta). De esta forma, el vendedor, al otorgar acceso al comprador acerca de la información de la compañía, le permite al comprador tomar una decisión informada sobre la posible operación y por tanto, las partes del contrato lograrán determinar los riesgos que existen en la operación y los que cada una de las partes debe asumir con respecto a la misma (Linares, 2014, p. 13).

Sin perjuicio de lo anterior, nada quita que el comprador tenga igualmente el deber de analizar de manera diligente la información que el vendedor haya puesto a su disposición; pues aduciendo al principio de la diligencia, si el comprador no lo hace adecuadamente, se

entenderá que actúo de forma negligente o imprudente. A pesar de esto, el deber de información que se establece en cabeza del vendedor no exonera al comprador de obrar de forma diligente. Nada impide que el comprador por cuenta propia tenga la carga de informarse hasta donde le sea posible, por lo que adicional a la información que le sea aportada, este debe, con sus mejores esfuerzos, lograr informarse sobre la compañía objeto de la transacción (Linares, 2014, p. 15).

No obstante, lo anterior, los compradores tienen el deber de conocer la cosa que están adquiriendo, lo que para el contrato de compraventa de acciones se traduce en el deber de informarse respecto de la compañía que está siendo negociada, so pena de predicarse que obraron de manera negligente. A pesar de esto, el deber de información que se establece en cabeza del vendedor no exonera al comprador de obrar de forma diligente. Como lo establece el Tribunal de Arbitramento en el caso Alicorp Colombia S.A. vs. Helados Modernos de Colombia S.A. y Otros, en principio, “*efectuar el due diligence no representa exoneración de responsabilidad para el vendedor respecto de inexactitudes o falencias asociadas a las declaraciones y garantías emitidas(...)*”.(P.46). Es así como el comprador debe informarse a sí mismo hasta donde le sea posible, aunque es limitado dado a la carga de información que tiene el vendedor ya que es éste quien tiene el conocimiento de su propio negocio (Linares, 2014, p. 14).

En desarrollo del proceso de debida diligencia, el comprador podrá identificar no sólo el estado actual de la compañía, sino que, con base en la información, podrá prever posibles contingencias que pueden configurarse en un futuro. Quien realiza el *due diligence* determinará el alcance de éste con relación a la identificación de posibles contingencias teniendo en cuenta que éstas podrán configurarse en todas las prácticas de la compañía. y para esto, deberá tener en cuenta entre otros, aspectos como: entender la manera cómo funciona la compañía, conocer su estado, asegurarse que los activos de la compañía o las

acciones de la misma estén libre de gravámenes, identificar las posibles contingencias y el valor de las mismas, identificar las posibles autorizaciones necesarias para llevar a cabo la transacción, conocer si las acciones están sometidas a derecho de preferencia y en general, cualquier asunto que pueda afectar la consumación de la transacción.

De los diferentes aspectos mencionados, uno de los principales a tener en cuenta por el comprador cuando va a adquirir la compañía target, son los litigios que se encuentran vigentes al momento de la operación. Con respecto a éstos, es importante anotar que no sólo es importante obtener una lista en la cual se enuncian los litigios en los cuales está inmersa la compañía target, sino que, dentro de lo posible, el vendedor deberá informar al comprador la posibilidad de éxito de las disputas (Howson, 2013, pp. 68-69). Este factor será determinante para el comprador, puesto que le permite tomar una decisión informada con relación a la adquisición de la compañía target, teniendo en cuenta que dichos litigios podrían tener fallo definitivo en la etapa posterior al cierre y podrá el comprador decidir no llevar a cabo la transacción con base en los efectos económicos que lo anterior pueda implicar.

Lo anterior implica que la información revelada por el vendedor en relación con la situación de la compañía, sirve para que el comprador identifique los posibles riesgos a los cuales se estaría exponiendo en caso de realizar la compra y a su vez, servirá para guiar la forma en la que se estructuraran las cláusulas del contrato, permitiendo, entre otros asuntos, que las partes limiten o regulen su responsabilidad ante la ocurrencia de determinados hechos. Por lo anterior, se debe concluir que el *due diligence* no tiene como finalidad exonerar de responsabilidad al vendedor al permitirle al comprador efectuar el análisis de la compañía, sino que su finalidad está dirigida a fundamentar la inversión del comprador.

Finalmente, cabe mencionar que, en virtud del artículo 23 de la ley 222 de 1995, surge en cabeza de los administradores de las sociedades comerciales, el deber de actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios, buscando los mejores intereses para la sociedad

que administran y para los asociados de esta. Por lo anterior, estos deben actuar de manera diligente, tanto como vendedores y como compradores, buscando que la transacción se lleve a cabo sin generar posibles perjuicios para quienes representan. Desde el punto de vista de los compradores que son personas jurídicas, se le exige a los administradores analizar de forma juiciosa las operaciones de la empresa que van a adquirir y hacer las indagaciones pertinentes y necesarias al respecto. Desde el punto de vista de los vendedores personas jurídicas, se le exige a estos que compartan la información necesaria para cumplir con las cargas de buena fe y lealtad y así velar por los mejores intereses de quienes administran, para que en el futuro no sufran ningún perjuicio (Reyes Cancino y Vargas Ollave, 2018, parr. 6-8).

2. Declaraciones y Garantías.

La cláusula de declaraciones y garantías (*Representations and Warranties*), es el fundamento de cualquier contrato de adquisición, incluyendo el contrato de compraventa de acciones, en la medida que es la manera por medio de la cual las partes pactan sus móviles determinantes para celebrar la operación. Se puede entender, “*la cláusula de declaraciones y garantías del vendedor como el pilar del contrato y de todo el proceso de adquisición*” (Kling y Nugent, 2003, Citado por Ordóñez, 2013, p. 7), pues se consagran como el fundamento de la relación contractual y el sustento para celebrar el negocio jurídico, incorporando la voluntad de las partes a la literalidad del contrato. De esta forma, las declaraciones y garantías son estipulaciones accesorias a las obligaciones principales de las partes bajo el contrato, y se pactan con la intención de proteger los intereses de las partes con respecto a la operación. Menciona el Tribunal de Arbitramento en el caso de Balclin Investments S. L., Altra Inversiones Ltda. y otros contra Jairo Andrés Gutiérrez Robayo y otros, con respecto a las declaraciones y garantías, que:

“(…) se relacionan con y son consecuencia del deber precontractual de información y constituyen como tal, manifestaciones o compromisos de quien efectúa las declaraciones y garantías sobre hechos cuya veracidad puede ser elemento esencial o causa determinante de un negocio. Sin embargo, aún a pesar de ser accesorias, en tanto son fundamento de las obligaciones principales consagradas en el contrato, su incumplimiento puede entenderse como un incumplimiento del mismo y un desconocimiento de las causas que llevaron a su celebración, que da lugar a generar las consecuencias jurídicas derivadas de cualquier incumplimiento contractual.” (p. 41).

Esta cláusula se encuentra conformada por un conjunto de declaraciones, creencias o predicciones que otorgan las partes del contrato acerca de su situación con respecto a la operación, y el funcionamiento de la compañía. Existe una diferencia con respecto al concepto de lo que se entiende como una declaración y lo que se entiende como una garantía. En este orden de ideas, se puede entender que las declaraciones *“corresponden a las afirmaciones que formulan las partes acerca de supuestos de hecho para la celebración del contrato”* (Tribunal Arbitral, Corporación Financiera Colombiana S.A. v. Invercolsa S.A. y Otros, 2005, p. 18), y por lo tanto suelen referirse a manifestaciones sobre eventos actuales o pasados (ABA, 2010, p. 80). Por otro lado, las garantías *“constituyen promesas de que los hechos son o serán verdaderos al momento de la celebración o cierre del negocio.”* (Tribunal Arbitral, Corporación Financiera Colombiana S.A. v. Invercolsa S.A. y Otros, 2005, pp. 18-19), y, por tanto, se entienden como promesas que establecen que asuntos actuales o futuros son o serán correctos (ABA, 2010, p. 77). A pesar de lo anterior, para efectos de la interpretación del contrato o para efectos de la negociación, no hay distinciones prácticas con respecto a lo que se puede clasificar como una declaración y lo que se puede

clasificar como una garantía, pues sus efectos son los mismos con respecto al contrato (ABA, 2010, p. 77).

A la luz del derecho colombiano, la cláusula de declaraciones y garantías es de carácter convencional, y no existe ninguna norma dentro del ordenamiento jurídico que se refiera a éstas directamente: “(...) *la cláusula de “Representations and Warranties” es extraña a la regulación normativa de nuestros códigos de derecho privado y por ende no tiene contemplada en el derecho obligacional un efecto explícito (...)*”. ” (Tribunal Arbitral, Corporación Financiera Colombiana S.A. v. Invercolsa S.A. y Otros, 2005, p. 19). De esta manera, las partes buscarán regular expresamente sus efectos, operación y materialización bajo el contrato, garantizando que la operación de la compañía target después del cierre sea lo más transparente posible y no afecte el giro ordinario de los negocios.

En este sentido, al regular específicamente las circunstancias que importan a las partes, éstas están protegiendo sus intereses, tanto en la operación como en la compañía target. La Corte Constitucional, mediante Sentencia T-295 de 1999, se refiere al principio de obligatoriedad de los contratos, estableciendo que éstos 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*”. En este aspecto, vale aclarar que para todos los efectos las declaraciones otorgadas por las partes se convierten en obligaciones contractuales, y por tanto se diferencian de cualquier información que entreguen las partes en la etapa contractual, en que:

“(...) mientras los deberes precontractuales de información son impuestos por el derecho a las partes que negocian, las declaraciones contractuales tienen un origen convencional (tales o cuales declaraciones forman parte del acuerdo contractual): los deberes generales de información devienen en una declaración de una parte que se hace responsable de su veracidad. Además, mientras la corrección de las

declaraciones o documentos entregados en la fase precontractual es objeto de deberes de cuidado que pueden afectar la validez del contrato (por error o por dolo) o dar lugar a responsabilidad típicamente extracontractual, las declaraciones contractuales entendidas como garantías de verdad dan lugar a obligaciones contractuales, esto es, forman parte de la relación obligatoria ya constituida".

(Tribunal Arbitral, Alicorp S.A. vs, Helados Modernos y Otros, 2012, p. 45)

Por lo anterior, las partes buscarán regular expresamente, en las declaraciones y garantías, las circunstancias que, a su juicio, son determinantes para suscribir el contrato y, por tanto, regularán los efectos en caso que estas resulten incorrectas, incompletas o falsas. Así, buscan delimitar cuáles declaraciones y garantías consideran fundamentales y cuáles no son fundamentales, con el propósito que, en caso que las primeras sean incumplidas, la parte a quien le incumplieron tenga la posibilidad de rescindir el contrato al encontrarse éste viciado de nulidad o, en el caso de las segundas, pedir que sus perjuicios sean indemnizados, regulando expresamente las disposiciones del artículo 1511 del C.C. Por lo anterior, se suele pactar, por ejemplo, que una declaración fundamental es aquella que garantiza que los vendedores son los titulares de las acciones o que tienen total capacidad jurídica para ejecutar la operación, mientras que una declaración no fundamental sería, por ejemplo, aquella que declara al comprador que la compañía target, a la fecha de cierre, no tiene cuentas por cobrar con partes relacionadas.

Así mismo, como se mencionó, se resalta que no todas las declaraciones pueden estar pactadas como fundamentales y por lo tanto, en caso de estas no ser verdaderas, no se podrá predicar que el consentimiento de la parte a favor de la cual fueron pactadas estaba viciado, sino exclusivamente que dicha parte sufrió algún perjuicio. En este sentido, puede predicarse la obligatoriedad de las declaraciones y garantías que no son fundamentales, pues, como lo establece el Tribunal Arbitral en el caso Cadena S. A. v. Invertlc S.A.S y otros, "(...) cuando

el contenido de las declaraciones extendidas resulta inexacto, incompleto o no veraz, el deudor incurre en incumplimiento.” (p. 65), en el entendido que la falta de veracidad o inexactitud de estas disposiciones generará un incumplimiento contractual. Por lo tanto, como consecuencia a la falta de regulación normativa, las partes suelen disponer en el ejercicio de su autonomía privada, un efecto para la falta de veracidad de las declaraciones y garantías en una cláusula de garantía o de indemnidad.

De esta forma, es usual que, durante las negociaciones de un contrato, el comprador busque que las declaraciones y garantías sean lo más amplias posibles, y el vendedor buscará limitar las mismas. En este sentido, el comprador buscará obtener la mayor cantidad de información posible sobre la compañía y garantizar que sus intereses en la operación se mantengan protegidos, mientras el vendedor querrá otorgar declaraciones y garantías limitadas, para evitar incumplir de cualquier manera con lo que otorga, evitando cualquier incumplimiento eventual frente el comprador.

2.1. Bringdown Certificate.

Sin perjuicio de las disposiciones particulares de cada operación, las partes buscarán la entrega de un certificado de *bringdown*, por medio del cual tanto el vendedor como el comprador certifican haber cumplido con sus obligaciones bajo el contrato, que sus declaraciones y garantías son verdaderas y correctas y que no ocurrió una situación que constituye un efecto material adverso (ABA, 2010, p. 312). Este certificado es importante, en la medida que, como se explicó previamente, las declaraciones y garantías suelen entenderse como el móvil determinante o la base para que las partes hayan suscrito el contrato, y en la medida que se entrega el certificado, se está garantizando que dichas declaraciones existen y están vigentes a la fecha de cierre. En este sentido, al certificar el cumplimiento de las obligaciones (que usualmente operan también como condiciones suspensivas), se está garantizando que pueden surgir las obligaciones principales sin problema alguno.

De igual forma, el certificado de *bringdown* puede tener efectos importantes con respecto a la responsabilidad de las partes. El vendedor, en caso de descubrir que una de las declaraciones o garantías contenidas en el certificado de *bringdown* resultó ser falsa o inexacta entre la firma y el cierre, ya sea que los vendedores tuvieran *conocimiento* o no acerca de dicha situación, el comprador tendría derecho a solicitar una indemnización con fundamento en la inexactitud en el certificado de *bringdown*. En el evento en que el vendedor haya revelado al comprador dicha falsedad mediante un anexo de revelación antes del cierre, el vendedor deberá indemnizar al comprador, so pena de que se trate de declaraciones y garantías fundamentales, lo que puede permitir que el comprador haga uso de su *walk right* y decida no llevar a cabo el cierre (ABA, 2010, p. 78). Con respecto a la potestad del comprador de no cerrar la transacción (*walk right*) se menciona:

“(...) al momento previsto para el cierre se hace una verificación de la veracidad de las declaraciones y garantías, denominada bringdown, y si alguna de las declaraciones o garantías fuera falsa para ese momento, la parte a favor de quien se hizo la declaración podrá escoger si cierra o no la transacción.” (Ordóñez, 2013, p.7).

Es en este caso en el cual resulta importante para el comprador, optar por introducir una cláusula de *sandbagging* dentro del contrato, pues como se explicará en la Sección 6, por medio de ésta, se dispone que el *conocimiento* de los eventos de incumplimiento no será un factor para que el vendedor mantenga indemne al comprador.

Capítulo 4. - Cláusulas Modificadorias de Responsabilidad.

En principio, la responsabilidad de las partes bajo el contrato de compraventa de acciones se derivará de eventos en que el mismo haya sido incumplido por las partes. De esta manera, las partes responderán por cualquier incumplimiento en las obligaciones que tengan con anterioridad al cierre y por cualquier incumplimiento, inexactitud o falsedad en las

declaraciones y garantías. En este sentido, como se ha mencionado anteriormente, de acuerdo con la naturaleza de la obligación y de las prestaciones a las que se obligan las partes, la posibilidad que tiene el comprador de ser indemnizado es mucho mayor a aquella que tiene el vendedor (ABA, 2010, p. 285).

1. Sección de Indemnidades y Modificaciones a la Responsabilidad de las Partes.

La sección de indemnidades permite a las partes pactar indemnidades y otros remedios para la etapa post contractual. Usualmente las partes buscan que se pacten indemnidades relacionadas con el cumplimiento de las obligaciones, las declaraciones y garantías y, para los compradores, es usual que adicionalmente se pacten indemnidades específicas por contingencias o hallazgos particulares que encontraron en el proceso de investigación de la debida diligencia. En este sentido, la Superintendencia de Sociedades menciona:

“(…) previa a la celebración del contrato de compraventa de acciones, son el comprador y el vendedor, los llamados a evaluar los distintos aspectos sobre la situación real de la compañía, incluidos los riesgos y las contingencias que puedan sobrevenir, teniendo en cuenta que por regla general, el comprador, salvo pacto en contrario, está llamado a asumir las obligaciones de la compañía anteriores a la transacción.

De ahí que se reitera, es discrecional de las partes acordar contractualmente las condiciones y los límites por las indemnizaciones a cargo del vendedor a que hubiere lugar, como la responsabilidad derivada de sanciones para la sociedad entre otros aspectos.”.(Oficio 220-057416, 14 de marzo de 2017)

En este sentido, el comprador buscará protección de posibles efectos negativos que puedan recaer en él como resultado de la adquisición de las acciones, buscando que la responsabilidad del vendedor por el negocio y su administración de la compañía target

permanezca con posterioridad al cierre, por eventos que ocurrieron mientras era accionista de la compañía target.

Por lo anterior, el comprador busca informarse detalladamente acerca de la compañía y todo aquello que pueda afectar su funcionamiento en el futuro a través de una debida diligencia legal, tal como se explicó anteriormente. Llevando a cabo este proceso, que da lugar a la materialización de uno de los principios contractuales, las partes podrán establecer protecciones especiales en el contrato, sobre estos eventos que puedan generar perjuicios una vez consumada la operación de compraventa de acciones (Ordoñez, 2013, p. 13), regulando especialmente los eventos que consideren que se acomodan a sus intereses para ejecutar el contrato, sin importar si los mismos son conocidos u ocultos. En este entendido, las partes podrán pactar remedios contractuales específicos e indemnidades que consideren apropiadas, limitando la responsabilidad de las partes del contrato o regulando expresamente la responsabilidad asignado los riesgos a la que las partes están sujetas bajo las disposiciones y los eventos que se deriven de la relación contractual.

A modo de ejemplo, puede ocurrir que el comprador a través de un proceso de debida diligencia o por medio de una revelación que hagan los vendedores, se entere de algún evento preciso que posiblemente le genere un daño o una serie de daños al comprador o a la compañía target con posterioridad al cierre, y por tanto, el comprador busque incluir una disposición que cubra dicho evento específico. Estos eventos, al haber sido revelados, en principio suelen significar una excepción a sus declaraciones y garantías de los vendedores, pero de acuerdo a cada negocio, los compradores pueden querer que esos eventos revelados sean indemnizados por los vendedores (ABA, 2010, p. 78).

Bajo la legislación colombiana, se entiende que las reglas de la responsabilidad civil son en general, reglas dispositivas y no imperativas, lo que implica que las partes las pueden pactar en contrario. Los artículos 1604, 1616 y 1732 del C.C., en virtud de la autonomía de

la voluntad, otorgan total libertad a las partes del contrato para modificar las disposiciones de la responsabilidad civil que aplicarán específicamente a su regulación interpersonal, siempre que estas estén sujetas a la ley. (Velásquez, 2010, p. 762). En palabras del profesor Hernán Darío Velásquez Gómez (2010):

“(...) se ha aceptado la posibilidad de que los particulares modifiquen convencionalmente el régimen de responsabilidad contractual, agravándolo, atenuándolo, variando sus condiciones como responder por un grado de culpa distinto, o limitar la cuantía de la indemnización, o asumir perjuicios diferentes de los establecido en la ley, o responder con algunos bienes en particular, etc.”

Vale aclarar que, aunque el ordenamiento jurídico permite expresamente la regulación o modificación de la responsabilidad de las partes frente sus relaciones contractuales, ésta se encuentra limitada a unos preceptos. En este entendido, estas disposiciones de la autonomía de la voluntad se limitan, (i) al no valer la exoneración de dolo o culpa grave, (ii) a la no afectación a derechos fundamentales, (iii) a no restringir la buena fe como principio rector de las relaciones contractuales, (iv) a no limitar la esencia del contrato, y (v) a no atentar contra el orden público, las buenas costumbres y la ley (Velásquez, 2010). Por lo anterior, las partes deberán procurar hacer valer sus derechos individuales sin violar la libertad contractual y el principio de buena fe, limitándose a no pactar cláusulas posiblemente abusivas.

Se resalta que la disposición del abuso del derecho no solo se encuentra consagrada en el artículo 830 del C.Co., sino que además cuenta con rango constitucional, encontrándose regulado en los artículos 95 y 333 de la Carta Política, estableciendo que el ejercicio de las libertades individuales implican el no abuso de derechos y la limitación a un equilibrio contractual que no implique ningún abuso de la posición dominante (Velásquez, 2010, p. 653). Por lo anterior, se destaca el siguiente apartado mencionado por la Corte Suprema de Justicia en la Sentencia del 19 de octubre de 1994, la cual establece que:

“(...) el deber jurídico de no excederse en el ejercicio de un derecho subjetivo, de evitar su empleo de manera antisocial o inmoral o que contradiga la finalidad socioeconómica que dicha potestad tiene, es parte integrante de toda situación jurídica individual activa o de poder y de carácter patrimonial (...) [la] ilicitud originada por el aviso puede manifestarse de manera subjetiva - cuando existe en el agente la definida intención de agraviar un interés ajeno o no le asiste un fin serio y legítimo en su proceder - o bajo forma objetiva cuando la lesión proviene de un exceso o anormalidad en el ejercicio de determinada facultad, vista la finalidad para la cual fues esta última incorporada y reconocida en el ordenamiento (...)” (Corte Suprema de Justicia, MP Carlos Esteban Jaramillo Schloss, 1994, citado por Velásquez, 2010).

Vale traer a colación que, de acuerdo con el principio de buena fe, expresamente consagrado en los artículo 1604 del C.C. y 871 del C.Co., los contratos deben ejecutarse y celebrarse con fundamento en la equidad, a la costumbre y de acuerdo a la ley, sin generar un desequilibrio en las obligaciones y vulnerando los preceptos de la buena fe (Velásquez, 2010, p. 654), so pena de ser entendida como una cláusula abusiva y por tanto, viciada de nulidad por objeto ilícito (Corte Suprema de Justicia, Sentencias del 2 de febrero de 2001, reiterada en la sentencia del 13 de diciembre de 2002, citadas por Velásquez, 2010, p. 762). En este entendido las cláusulas serán anulables en la medida que otorguen facultades o poderes exorbitantes a las partes de cualquier relación, y limiten o restrinjan injustificadamente los derechos de una de las partes (Velásquez, 2010, p. 764).

Así mismo, vale aclarar que el análisis sobre las cláusulas posiblemente abusivas debe hacerse con respecto a cada relación contractual, tomando las prestaciones de ambas partes para así determinar el alcance del abuso, acogiendo la idea de que, para todos los efectos, el orden público debe acoger una concepción funcional y económica. A modo de ejemplo, no es

lo mismo pactar una indemnidad por COP1.000.000.000 en un contrato cuya prestación de pagar sea de COP500.000.000, que en uno en que dicha prestación valga COP500.000.000.000. En conclusión, para determinar la posible extralimitación de derechos, debe hacerse un análisis cuantitativo y cualitativo de la cláusula que se podría entender como abusiva (Velázquez, 2010, p. 763).

2. Alcance de las Modificaciones a la Responsabilidad de las Partes.

Como se mencionó anteriormente, cualquier falsedad en las declaraciones y garantías o incumplimiento de las obligaciones pueden dar lugar a que una de las partes tenga que indemnizar a su contraparte. Como consecuencia, es usual que en el contrato se incluya expresamente esta disposición para ambas partes, lo que implica que, por lo general, la inclusión de estos conceptos esté sujeto a amplias negociaciones entre las partes (ABA, 2010, p. 285). Es así como estas disposiciones se ajustarán específicamente a la operación en concreto, por lo que las indemnidades para una compañía cuyo objeto social es la comercialización de prendas de ropa, serían diferente a la de una compañía cuyo objeto social es la explotación de yacimientos de petróleo, o no será igual para una compañía subsidiaria en oposición a compañía matriz.

En este sentido, la forma como se pacten estas disposiciones podrá afectar de forma significativa la responsabilidad a la que estén sujetas las partes y el alcance de la misma con respecto a cualquier evento indemnizable o posible daño. En ciertos casos puede ocurrir que los compradores quieran incluir disposiciones bajo las cuales ningún perjuicio, pérdida o daño de la compañía target, o solo algunos de los anteriores, sean asumidos por el comprador, de forma semejante a una compraventa de activos, pactando diferentes disposiciones (ABA, 2010, p. 321).

En primer lugar, el comprador podrá buscar que se pacten declaraciones y garantías disposiciones amplias, en las que el vendedor garantice, por ejemplo, que excepto por lo revelado en los anexos de revelación, la compañía target no tiene obligaciones pendientes, pasivos, daños o pérdidas eventuales. De esta forma, el comprador garantiza una protección sobre cualquier eventual responsabilidad en la que incurra la compañía en la etapa post cierre, buscando que el vendedor tenga la obligación de indemnizar al comprador por cualquier daño o pérdida que posiblemente sufra la compañía target o el vendedor (ABA, 2010, p. 287). En segundo lugar, el comprador puede buscar incluir una disposición en la que se indique que el vendedor asume directamente cualquier daño o pérdida que sufra la compañía target frente un evento preciso, salvo por lo revelado en el anexo de revelación. De esta forma, el vendedor asumirá directamente el daño que pueda sufrir la compañía target o el comprador como resultado de la operación de adquisición (ABA, 2010, p. 287), por ejemplo, incluyendo una disposición que establezca que el vendedor asumirá todos los daños que sufra la compañía target como consecuencia de un fallo desfavorable en un litigio.

En tercer lugar, se podrá también asignar los riesgos en cabeza de cualquiera de las partes pactando que el vendedor responderá por circunstancias que tengan origen con anterioridad a la fecha de cierre y el comprador responderá por aquellas que tengan origen con posterioridad. Aunque en principio se podrá pactar dicha asunción de responsabilidad con respecto a la generalidad de las pérdidas, las partes también lo podrán pactar para eventos en concreto. Esta disposición es usualmente conocida como una “*our watch/your watch provision*”. De esta forma, las partes acuerdan que tanto el comprador como el vendedor asumirán la responsabilidad por daños en la compañía tomando como referencia el momento en que se dio origen a esos perjuicios, respondiendo por situaciones que se originaron mientras dicha parte se desempeñaba como accionista de la compañía target (ABA, 2010, p. 288). En este entendido, se puede incluir, por ejemplo, una disposición que establezca que el

vendedor responderá por cualquier litigio que haya podido conocer la compañía con anterioridad a la fecha de cierre y el comprador responderá por cualquier litigio que pudiera conocer la compañía con posterioridad a la fecha de cierre.

Así mismo, como se ha mencionado anteriormente, puede ocurrir que el precio de compra esté determinado, en parte, por el valor de ciertas contingencias, y por tanto se acuerde regular ciertos ajustes en este sentido. Puede ocurrir entonces, que las partes del contrato busquen incluir estas disposiciones en la cláusula de indemnizaciones o elevar reclamaciones por estas circunstancias, incurriendo en una práctica conocida como “*double-dipping*”. Las partes, al buscar el pago doble por ciertas circunstancias estarían violando el principio de buena fe, generando un incumplimiento contractual. En caso que se pacte tanto una reducción en el precio de compra y una indemnidad por un mismo evento, podría entenderse que dicho evento, al incurrir en una práctica de *double-dipping*, está afectando el equilibrio del contrato, y por tanto, dicha cláusula que obliga a la indemnización por ese evento, sería una cláusula abusiva y por tanto anulable (ABA, 2010, p. 329). En este sentido, las partes se deberán limitar a regular los eventos de las indemnizaciones a través del precio de compra o a través de indemnidades particulares.

En este orden de ideas, vale aclarar que, aun pactados los remedios por las partes en el contrato, las partes tendrán el derecho a cualquier remedio legalmente establecido, pues el hecho de pactar expresamente ciertas indemnidades o remedios en el contrato, no limita el derecho de las partes a hacerse valer por los remedios contractuales a los que tienen derecho de conformidad con el derecho contractual (ABA, 2010, p. 291). En caso que haya un incumplimiento contractual, las partes podrán igualmente buscar el resarcimiento de cualquier perjuicio, la rescisión del contrato, ejecución in natura o por equivalente, y cualquier remedio al que posiblemente tengan derecho, pues estos no dependen de disposiciones expresas en el contrato. De igual forma, en este orden de ideas, aunque sea

expresamente pactado, las partes responderán en su totalidad por cualquier perjuicio que resulte de dolo o culpa grave de cualquiera de las partes con respecto a una declaración o obligación.

3. Definición de pérdida o daño.

La definición de “pérdida” o “daño” es determinante en lo que corresponde a las indemnidades en el contrato, puesto que establece qué circunstancias se entienden como pérdidas para efectos del contrato y cuáles no pueden encasillarse dentro de esta disposición. Esto conlleva a que se pueda regular fácilmente las circunstancias en que cualquiera de las partes puede reclamar a la otra por un daño sufrido en razón de la ejecución del contrato, haciendo más fácil el proceso de indemnización por dicho daño.

Al regular esta definición, las partes pueden acotar el entendimiento de los posibles eventos que están sujetos a una indemnización en el contrato. En esta medida, el comprador siempre buscará que se incluya una definición amplia de este concepto, mientras el vendedor querrá limitarla lo más posible. De esta manera, las partes podrán limitar los eventos indemnizables bajo el contrato, el tipo de daño al que están sujetos (lucro cesante, daño emergente), su cuantía e incluso, en los términos del artículo 1604 del C.C., podrán regular los términos de la responsabilidad, extendiéndola a eventos imprevisibles o casos fortuitos. Lo anterior, siempre que las disposiciones contractuales no afecten el equilibrio del contrato, y que violen los preceptos de la buena fe, generando una disposición abusiva.

A modo de ejemplo, las partes podrían incluir dentro de una definición de pérdida, que, entre otros, se entiende que un fallo definitivo de un litigio se entiende como pérdida y por tanto, el comprador sólo podrá pedir una indemnización en el momento en que haya pronunciamiento definitivo. Esto implica que si el comprador eleva un reclamo al vendedor cuando el litigio culminó en primera instancia, el vendedor puede alegar que mientras no se

haya fallado en última instancia, este no deberá constituir una pérdida para efectos del contrato. Otro asunto sería establecer que se entiende por pérdida “cualquier litigio, reclamación o acción en contra de la compañía”, lo que implicaría que, en caso que el comprador eleve una reclamación bajo el contrato contra el vendedor por dicha “pérdida”, este no podrá alegar que como el litigio no ha llegado a última instancia, no hay pérdida.

De igual forma las partes podrían incluir o no, dentro de una definición de pérdida o daño los costos razonables de abogados en los que se ha incurrido para mitigar el daño de dicha pérdida. Si la definición no incluyó el concepto de costos de abogados, en caso que el comprador reclame al vendedor por el monto de la pérdida, incluyendo los costos de abogados, el vendedor podrá responder a dicha reclamación, diciendo que ese monto no constituye una pérdida para efectos del contrato. Por otro lado, si dicho concepto es incluido en la definición de pérdida o daño y el comprador eleva una reclamación al comprador por una pérdida relacionada con un litigio, al que le suma los costos de abogados, el vendedor no se podrá oponer a dicho monto en la reclamación, en la medida que el mismo sea razonable.

En conclusión, regular lo que se entiende por pérdida para efectos del contrato logra delimitar lo que se puede o no se puede reclamar por las partes en la etapa post contractual (ABA, 2010, p. 309). Por tanto, la parte que sufra una pérdida o daño que no esté cobijada por este término definido, no podrá buscar una indemnización bajo el contrato y tendrá que acudir a medios tradicionales.

3.1. Definición de Partes Indemnizables del Comprador.

Como se ha mencionado anteriormente, en la medida que la gran mayoría de las condiciones precedentes o las obligaciones sean pactadas para el beneficio del comprador este en principio será quien se beneficia por la regulación de los eventos de la sección de indemnizaciones. Es usual que en el contrato se incluya una disposición relacionada con las partes indemnizables del comprador, o simplemente partes indemnizables. En esta definición,

las partes podrán incluir que la persona sujeta a indemnización será solamente la parte que actuó como comprador, o vendedor o extenderlo a las personas que consideren apropiadas. En esta medida se puede incluir, en caso de que las partes sean sociedades, sus administradores, accionistas o cualquiera de sus empleados, o incluso extender el alcance para que cobije sociedades o a cualquier subsidiaria, en caso de ser aplicable. En este entendido, para proteger sus intereses, el vendedor buscará limitar el número de personas que podrán ser indemnizadas bajo el contrato (ABA, 2010, p. 308).

3.2. Definición de Pérdida y Definición de Pérdida Indemnizable.

Es usual que el contrato de compraventa de acciones diferencie cuando un evento se entiende como una pérdida para efectos de la operación y cuando dicha pérdida efectivamente debe ser indemnizada por la parte incumplida. Se diferencian una pérdida de una pérdida indemnizable en que una pérdida es el daño efectivo que sufrió una de las partes del contrato (o la compañía target), y la pérdida indemnizable será el monto definitivo que deberá ser indemnizado por la parte que incumplió a la parte que fue incumplida.

En este orden de ideas, cuando se materialice un evento que constituye una pérdida, la parte que sufrió esa pérdida podrá elevar una reclamación contra la parte que debe indemnizar, pero en el entendido que esa pérdida no es definitiva, dicha pérdida no puede ser indemnizada. En este sentido, se podrá notificar al respecto de dicha pérdida, haciendo una estimación razonable de la misma, pero no se deberá efectuar el pago de la misma. El efecto de dicha reclamación será informar a la parte que debe indemnizar que es posible que dicha pérdida posteriormente deba ser indemnizada (en caso de un *escrow*, el agente de *escrow* deberá retener ese monto de la pérdida hasta que esa pérdida se convierta en una pérdida indemnizable).

En este orden de ideas, la pérdida indemnizable puede ser regulada estrictamente por las partes. Al constituir un monto definitivo que debe ser indemnizado por la parte que incumplió el contrato, puede ocurrir, por ejemplo, que el comprador haya adquirido solo el 50% de la compañía target, y en caso que haya una pérdida en la compañía, no tiene sentido que el vendedor deba pagar el 100% de esa pérdida, pues el comprador solo se vería perjudicado por el 50% de la misma. En este caso, las partes podrán regular que en caso que la compañía sufra una pérdida y esa pérdida se entienda como definitiva, los vendedores solo deberán indemnizar al comprador el 50% de la misma, lo que se entenderá para efectos del contrato como la pérdida indemnizable.

4. Survival o Limitación en el Tiempo de la Obligación de Indemnizar.

Como se ha mencionado, uno de los propósitos que cumplen las declaraciones y garantías en los contratos de compraventa de acciones, es ser la base para cualquier responsabilidad post contractual a la que las partes se podrían ver sujetas (ABA, 2010, p. 297). En este sentido, para confirmar que las declaraciones y garantías de las partes puedan entenderse como completadas a la fecha de cierre, se suele incluir una disposición que permita que las mismas se puedan hacer efectivas con posterioridad a esa fecha. Esta disposición, más que referirse a la existencia de esta disposición en el tiempo, se refiere a la posibilidad de las partes de reclamar por dichas declaraciones y garantías, con posterioridad a la fecha de cierre (ABA, 2010, p. 298). Se puede pactar, por ejemplo, una declaración que establezca que a la fecha de cierre la compañía no tenía ninguna reclamación por temas ambientales, eso no implica que dicha declaración será aplicable a cualquier reclamación que sufra la compañía con posterioridad al cierre, sino que se refiere a que el comprador podrá reclamar cualquier incumplimiento sobre esa declaración, con posterioridad al cierre.

De esta forma, las partes usualmente pactan que las declaraciones y garantías (y en algunos casos, las obligaciones) sobrevivirán por tiempos determinados o que incluso, en caso que se haya reclamado algo con respecto a las mismas, que estas sobreviva hasta que ese reclamo sea resuelto (ABA, 2010, p. 298). También puede ser usual que, de acuerdo a los intereses que puedan tener las partes con respecto a declaraciones concretas, se puedan pactar términos diferentes para elevar reclamaciones con respecto a esas declaraciones. A pesar de lo anterior, es posible que las partes pacten que las declaraciones y garantías terminan para todos los efectos a la fecha de cierre o que solo sobreviven para algunos de los vendedores (en caso de ser más de uno). Esto, en el entendido que puede ocurrir que una compañía puede tener varios accionistas que no participen activamente en el día a día y en caso de haberse generado un incumplimiento a las declaraciones y garantías, estos no tenían incidencia (e.g. inversores de capital de riesgo), por lo que no querrán que la disposición sea incluida en el contrato (ABA, 2010, p. 298).

En contraposición, las partes también podrán, por medio de un *no-survival*, pactar que algunas o todas de las declaraciones y garantías del vendedor, no sobrevivirán el cierre. De esta forma, el vendedor no tendrá la obligación de indemnizar al comprador por el incumplimiento, falsedad o inexactitud de dichas declaraciones y garantías con posterioridad al cierre, en el entendido que los efectos indemnizatorios de las mismas no operarán (Chapman – Whalen et al., 2017, parr. 9-11).

Estas disposiciones relativas al tiempo serán solo relevantes con respecto a los mecanismos de indemnización pactados expresamente dentro del contrato, lo que implica que la supervivencia en el tiempo de las mismas no afectará de ninguna forma la posibilidad de las partes de reclamarlas en un contexto exterior al contrato.

4.1. Survival y Prescripción Extintiva.

Es posible que por medio del contrato, las partes quieran regular la prescripción extintiva que, para todos los efectos, tendría una reclamación por haber causado un daño. Como se ha mencionado anteriormente, las disposiciones establecidas por las partes en los contratos regulan los efectos para las partes, pero no pueden contravenir la ley, el orden público y las buenas costumbres. Por lo anterior, es importante hacer la salvedad que, aunque las partes suelen regular la temporalidad para efectos del contrato, estas regulaciones sólo tienen efecto con respecto a los mecanismos regulados bajo el mismo ya que se entiende que han entrado a su patrimonio, pero la prescripción, al entenderse como una disposición de orden público, no podrá ser limitada.⁸ En este entendido, los pactos en contrario sobre la prescripción extintiva se entenderán como no escritos, y no producen efectos,, sin importar a favor de cuál de las partes estén pactados.

A pesar de esto, y en el entendido que bajo ley colombiana no existe una prohibición expresa sobre estos pactos, surgen una serie de desarrollos doctrinarios en los que se manifiestan diferentes posiciones frente a la materia (Ordóñez, 2013, p. 16)⁹, pero en el entendido que las disposiciones relacionadas con la prescripción extintiva de las obligaciones

⁸ “No es aceptable, por tanto, el argumento de que con la abreviación se coadyuva por las partes al fin perseguido por la ley, porque no es exacto que la prescripción tiene como fin único desobligar a los deudores, en razón de que en oposición de los intereses de éstos los pertenecientes a los acreedores y la prescripción sirve para proteger los intereses en contraste. (...) los propios sostenedores de la licitud de la reducción de los plazos, no pueden menos que reconocer que ella solo puede permitirse hasta un término razonable, razonabilidad que en nuestra opinión ya está fijada por la misma ley, por lo que dejarla librada a la determinación de los jueces, implica abrir la puerta a futuros juicios creando incertidumbre e inestabilidad. A juicio del Tribunal, el criterio conforme al cual los términos que la ley establece para que tenga operancia la prescripción extintiva son indisponibles por las partes, se halla implícitamente acogido por el artículo 2514 del Código Civil, puesto que es evidente que al autorizar únicamente la renuncia –expresa o tácita– de la prescripción ya cumplida, excluye en forma clara y a contrario sensu, la renuncia de la prescripción que apenas está en curso de cumplirse o ganarse. Y ello, por la sencilla razón de que solo pueden renunciarse los derechos que han ingresado al patrimonio de quien los renuncia y a condición de que tales derechos, como lo expresa el artículo 15 del mismo Código, sólo miren al interés individual del renunciante y no esté prohibida la renuncia.” (Tribunal Arbitral Distral S. A. General Electric Canada Inc. vs. La Nacional de Compañía de Seguros Generales de Colombia S.A., 1995, p. 10)

⁹ “(...) hay tres posiciones en materia de estos pactos: (i) quienes consideran que no se pueden modificar en absoluto las normas sobre prescripción; (ii) quienes consideran que únicamente se pueden disminuir los términos; y (iii) quienes consideran que se pueden disminuir o ampliar.” (p. 16).

son de orden público, no se pueden pactar disposiciones que modifiquen sus términos. En este orden de ideas, y como se mencionó anteriormente *“sin importar cual sea el survival general del contrato, las obligaciones (...) generalmente están exceptuadas y se ajustan a los términos de prescripción señalados por la ley”* (Ordoñez, 2013, p. 13). De acuerdo a esto, vale concluir que los pactos que buscan modificar los plazos de la prescripción extintiva son ineficaces, así se trate de una ampliación o reducción a los mismos, salvo si se pactan solo para efectos internos del contrato, pues, sin perjuicio de los mecanismos contractuales, las partes tendrán derecho de acudir a la justicia ordinaria para resolver sus disputas.

4.2. Survival y Caducidad.

Como se mencionó anteriormente, las partes tienen total libertad para regular las disposiciones relativas a los mecanismos contractuales internos para el pago de daños. En este entendido, las partes podrán establecer ciertos pactos relativos a caducidad convencional en los contratos. De esta forma, la parte que sufra un daño deberá reclamar a la parte que le causó ese daño en un término específico, tiempo después del cual no podrá ser indemnizada, pues son plazos perentorios que impiden la prosperidad de la acción. Con respecto a estas cláusulas que buscan pactar sobre la caducidad de las acciones de las partes, se deberá hacer un análisis caso por caso, por medio del cual se deberá determinar que la cláusula, para todos los efectos no esté afectando el equilibrio del contrato y afectando a buena fe objetiva, volviéndose una cláusula abusiva.

5. Limitación de la Cuantía.

Como se ha mencionado anteriormente, las partes buscarán limitar los montos de las pérdidas que indemnizarán bajo el contrato. En este entendido, como bien se ha mencionado, es importante que las partes regulen estas disposiciones considerando el valor del contrato, para evitar que el valor de las indemnidades sea considerado irrisorio, y por tanto abusivo. En

este entendido, los montos por los que responderán las partes y los mecanismos utilizados (*basket*), requerirán de amplias negociaciones de las partes y todos los montos dependen del poder de negociación, el riesgo que estén dispuestas a asumir las partes y cualquier variable adicional en cada operación (ABA, 2010, p. 285).

Sin perjuicio de lo anterior, vale aclarar que las modificaciones que las partes hagan a los montos indemnizables estarán condicionadas a la autonomía de la voluntad y a sus límites. Por lo anterior, cualquier limitación sobre la cuantía de las indemnizaciones no podrá condonar o exonerar el dolo o culpa grave, afectar derechos fundamentales de las partes, restringir el principio de la buena fe, limitar la esencia del contrato, ni atentar contra el orden público y las buenas costumbres (Velásquez, 2010).

5.1. *Cap.*

Es usual que en los contratos se incluya un *cap* o límite al monto máximo de indemnización al que estén sujetas las partes bajo el contrato (ABA, 2010, p. 332). Como se ha mencionado en varias ocasiones, posiblemente el comprador es quien eventualmente tendrá más derecho a ser indemnizado bajo el contrato, por lo que podrá buscar que el *cap* sea lo más alto posible, mientras el vendedor querrá que el monto sea lo más bajo posible. A pesar de lo anterior, el *cap* dependerá en gran medida el precio de compra, puesto que, en caso de pagar un monto mayor, el comprador querrá más garantías sobre el negocio de la compañía y el vendedor estará dispuesto a ofrecer una mayor indemnidad, mientras que en casos que el precio es bajo, el vendedor querrá quedarse con la mayor cantidad del precio de compra e indemnizar en la menor cantidad posible al comprador. De acuerdo con lo anterior, por ejemplo, puede ocurrir que las partes pacten que el valor del *cap* sea el 7% del precio de compra. En este sentido, una vez determinado el valor del precio al cierre, en caso que el mismo no haya sido fijo, cada una de las partes responderá frente a su contraparte hasta por el

valor que sea equivalente a ese 7%, y de esa forma, una vez haya superado es monto, no responderá más bajo el contrato (sin perjuicio de poder acudir a un proceso externo).

Sin perjuicio de lo anterior, es posible que las partes pacten que ciertos eventos o declaraciones y garantías sean excepciones al *cap* y, por tanto, las partes tendrán derecho a reclamar cualquier monto que posiblemente exceda dicho tope, en caso que ocurra (ABA, 2010, p. 332). De igual forma, suele ocurrir que se pacte además que en situaciones en que alguna de las partes haya incurrido en dolo o culpa grave (sin importar cuál sea el motivo), dicha indemnidad no tenga que estar sujeta al *cap*.

5.2. Basket.

El *basket* es un umbral de pérdidas que se debe alcanzar para que, una vez alcanzado, la parte indemnizada pueda solicitar la totalidad de las pérdidas en ese umbral a la parte que lo debe indemnizar (ABA, 2010, p. 329). En este sentido, el monto del *basket* es mucho menor al monto del *cap*, en el entendido que el *cap* se refiere al monto total de las pérdidas bajo el contrato, mientras el *basket* es un umbral mucho más pequeño que implica que, una vez alcanzado (o superado), deba ser pagado a la parte indemnizada. A modo ilustrativo, el *basket* o en español canasta, hace perfecta alusión a su nombre, operando como una canasta que recoge todas las pérdidas de las partes.

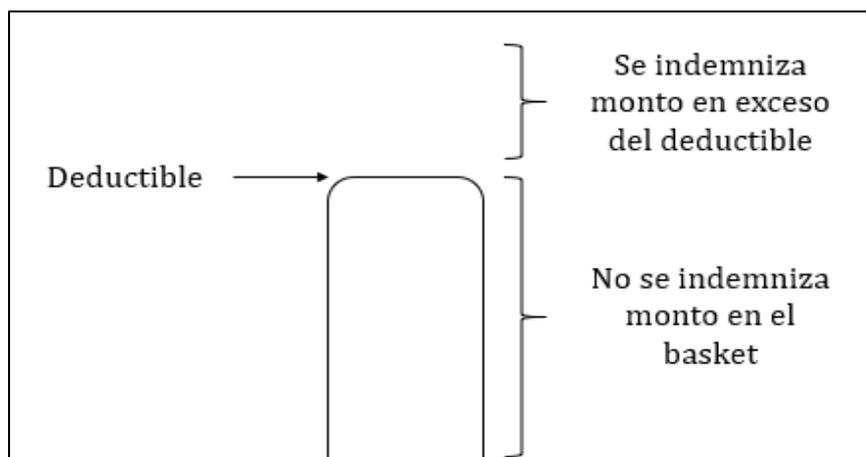
Existen dos tipos de *baskets*, como se explicará a continuación, *deductible*, y *tipping basket* o *threshold*. Es así como, de acuerdo con los intereses que las partes tengan con respecto a declaraciones o eventos específicos, puede ocurrir que se pacten *baskets* diferentes para las diferentes declaraciones o para los eventos específicos. De igual forma, el mecanismo de *basket* dependerá en gran medida de los intereses de las partes, las negociaciones que se hayan llevado a cabo y el monto de precio de compra definitivo.

5.2.1. Deductible.

El *deductible* o deducible, es una especie de *basket*, en la cual, una vez el monto de indemnidad exceda el monto referido del *basket*, la parte indemnizada tendrá derecho a recibir el monto en exceso. En este sentido, la parte indemnizada tendrá derecho a recobrar sólo los daños que excedan el valor agregado del *basket* (ABA, 2010, p. 330). Este mecanismo de *deductible* se trae del derecho de seguros, y funciona de forma similar a los deducibles en los seguros.

En este entendido, puede ocurrir, por ejemplo, que bajo un contrato se pacte un *deductible* de COP100.000.000. En caso que una de las partes sufra una pérdida equivalente a COP100.000.000 de acuerdo con los términos del contrato (“pérdida”), dicha parte no recibirá ninguna indemnización bajo el contrato. En oposición a lo anterior, puede ocurrir que la misma parte no haya sufrido una pérdida por COP100.000.000, sino por COP140.000.000, entonces esa parte tendrá el derecho a ser indemnizada por el valor en exceso de COP40.000.000 (la “pérdida indemnizable”)¹⁰ (Wilson A.J., Creekman, D.P., s.f, parr. 4)

Figura 1. Deductible.



¹⁰ Aquí se puede evidenciar un claro ejemplo de la disyuntiva que puede ocurrir entre el concepto de pérdida y pérdida indemnizable para efectos del contrato, como se explica en la Sección 3.2.

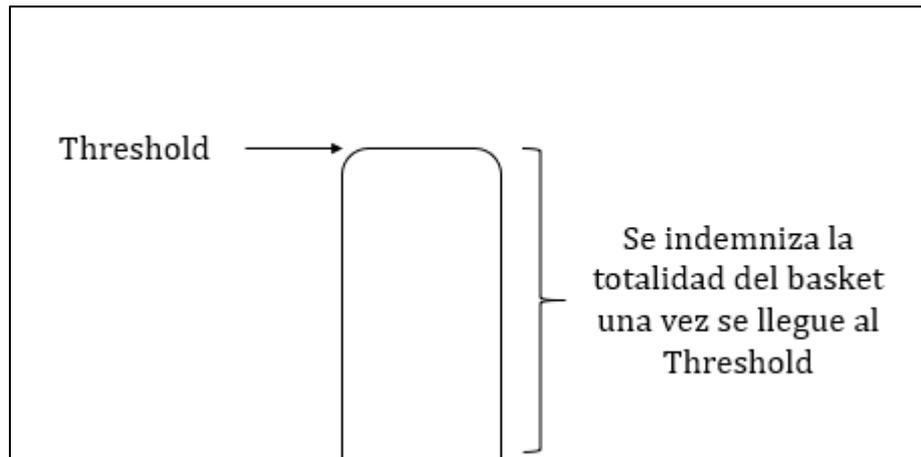
De acuerdo con lo anterior, es usual que el vendedor busque que el mecanismo de *basket* incluido en el contrato sea un *deductible*, pues el monto por el que eventualmente tendrán que responder será sustancialmente diferente entre aquel contemplado bajo un *tipping basket* y un *deductible* (ABA, 2010, p. 329). Como se ha mencionado anteriormente, esto dependerá en gran medida de la negociación que se lleve a cabo, de la seguridad que tenga el vendedor sobre lo que revela en el anexo de revelación, las condiciones de la transacción.

5.2.2. Tipping Basket o Threshold.

En oposición al *deductible*, existe el *tipping basket* o *threshold*. Este tipo de *basket* garantiza a la parte indemnizada que va a recobrar la totalidad de las pérdidas, desde el primer hasta el último centavo, una vez alcanzado el monto del *threshold* (umbral) (ABA, 2010, p. 329). En este entendido, el nombre en inglés de *tipping basket*, o “cesta vertiente” hace perfecta alusión a los efectos del mecanismo, pues una vez la cesta se llene, se “verterá” (pagará) a la parte que la llenó (quien elevó las reclamaciones bajo el contrato).

A modo de ejemplo, puede ocurrir que se pacte un *tipping basket* por el monto de COP100.000.000 en un contrato de compraventa de acciones. En este caso, si la parte indemnizada hubiera sufrido pérdidas por un valor agregado de COP80.000.000, está no estaría sujeta a ser indemnizada, pero, en caso que esa parte indemnizada sufra pérdidas adicionales por el valor de COP20.000.000, que alcanzan el *threshold* (umbral), se le indemnizará dicho total de COP100.000.000 (Wilson A.J., Creekman, D.P., s.f, parr. 6). En este sentido, si los montos de reclamaciones superan el valor del *tipping basket*, este se deberá pagar, y el monto restante se sumará con reclamaciones posteriores, para que el *basket* sea pagado una vez se alcance dicho umbral nuevamente (sin perjuicio que las partes puedan pactar reglas diferentes con respecto a montos sobrantes).

Figura 2. *Threshold.*



De acuerdo con lo anterior, se puede considerar que el mecanismo de *tipping basket* o *threshold* es más beneficioso para el comprador que para el vendedor, en el entendido que será esta la parte que usualmente eleve más reclamaciones bajo el contrato. En este sentido, su propósito es el de reconocer que es poco probable que las declaraciones otorgadas por el vendedor con respecto a una operación empresarial en constante movimiento no serán completas y por tanto serán fáciles de incumplir, garantizando que cualquier daño que sufra el comprador como nuevo accionista, o la compañía target, serán indemnizados en su totalidad, protegiendo al nuevo accionista de eventos originados con anterioridad a su titularidad sobre las acciones (ABA, 2010, p. 330). Así mismo, y de acuerdo a los intereses de las partes, especialmente el comprador, puede ocurrir que las partes negocien que diferentes circunstancias o violaciones a ciertas declaraciones y garantías tengan *thresholds* superiores o inferiores a otras o que incluso, las mismas sean absolutas, y por tanto, excepciones a esta disposición (ABA, 2010, p. 331).

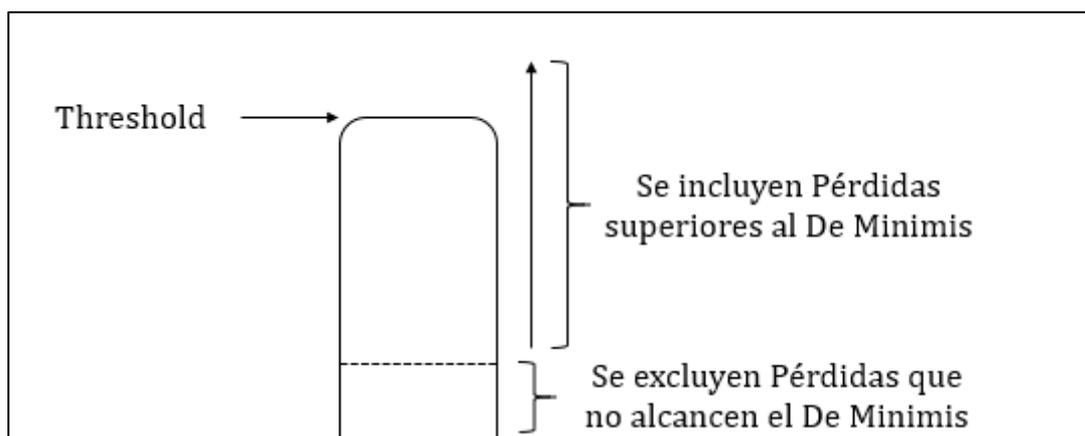
Por lo anterior, el vendedor podrá argumentar en cualquier proceso de negociación que esta disposición podría volverse altamente problemática, en la medida que el comprador querrá elevar varias reclamaciones, en algunos casos incluso inmateriales, para superar el umbral de indemnización, y por tanto ser indemnizados (ABA, 2010, p. 329). De acuerdo a esto, y para prevenir el uso irresponsable o abusivo del mecanismo de indemnización, se

suele, además, pactar un monto mínimo de pérdidas, llamado *de minimis* o *mini basket*, como se explicará a continuación.

5.2.3. De Minimis o Minibasket.

De acuerdo con lo anterior, puede ocurrir que los vendedores quieran incluir una disposición que limite el *tipping basket*, excluyendo de dicho umbral unos montos por pérdidas inferiores a un umbral todavía menor, conocido como *de minimis* o *Minibasket* (ABA, 2010, p. 331). Con este umbral mínimo, los vendedores podrán garantizar que el comprador no elevará reclamaciones por cualquier evento materialmente insignificante, protegiendo sus intereses y evitando cualquier conflicto (ABA, 2010 p. 331).

Figura 3. *De Minimis.*



Como se ha mencionado, el lenguaje del clausulado del contrato es de suma importancia. Es posible que las partes, al acordar un *de Minimis*, acuerden que las pérdidas se deben considerar individualmente, o, en oposición, que unas pérdidas de la misma naturaleza se podrán contar para todos los efectos como una sola pérdida.

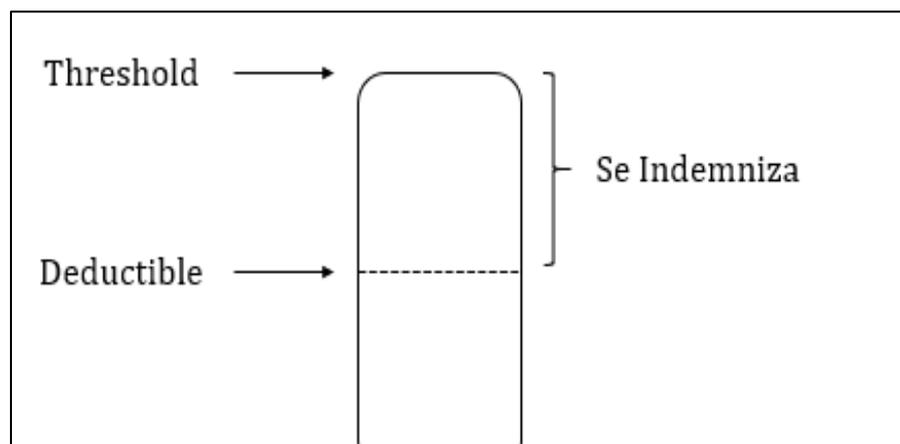
5.2.4. Mezcla del Deductible y el Tipping Basket.

En línea con lo anterior, puede ocurrir también que las partes incluyan un *basket* en el que se incluyan disposiciones tanto del *deductible* como del *tipping basket*. En este

entendido, la parte indemnizada podrá reclamar de su contraparte un monto que no sea equivalente a la totalidad de la pérdida, en el entendido que esa parte podrá recobrar un monto equivalente al *basket (tipping basket)*, pero solo desde el monto que supere un valor determinado (*deductible*) (Wilson A.J., Creekman, D.P., s.f, parr. 6)

Por ejemplo, se podría pactar un *basket* de COP100.000.000 (*tipping basket*) con un monto mínimo de COP40.000.000 (*deductible*). La parte indemnizada no podrá cobrar las pérdidas que ha sufrido hasta que haya llegado al tope de los COP100.000.000 (*tipping basket*), y de ese valor, solo le corresponderá el exceso de COP60.000.000 (Wilson A.J., Creekman, D.P., s.f, parr. 6-7)

Figura 4. *Threshold y Deductible.*



6. *Sandbagging*¹¹.

Las disposiciones de *Sandbagging* en los contratos de adquisiciones corporativas se basan en la idea que el comprador, al suscribir el contrato, querrá confiar en las declaraciones hechas por el vendedor sobre la compañía target, sin perjuicio de cualquier proceso de debida diligencia que haya llevado a cabo con anterioridad a la firma del mismo (ABA, 2010, p.299). En este sentido, la cláusula está altamente ligada al concepto de *reliance*. El concepto

¹¹ Limitación de indemnización por conocimiento de los eventos de incumplimiento.

de *reliance* se refiere a la confianza que les da el comprador a las declaraciones del vendedor para poder celebrar el contrato, lo que, en principio daría a entender que, en caso que las mismas fueran falsas, no habría lugar a que el comprador quiera cerrar el contrato. En este entendido, se parte de la idea que el comprador tenía suficiente confianza (*reliance*) en las declaraciones del vendedor para entrar en la operación.

En este entendido, surge también importancia con respecto al *conocimiento* que podía tener el comprador con respecto a la veracidad o no de las declaraciones y garantías antes de decidir confiar en esas declaraciones y garantías otorgadas por el vendedor, para proceder con el cierre. De esta forma, las partes buscarán también incluir una disposición relativa a lo que se entiende por *conocimiento* en la sección de definiciones del contrato.

En este orden de ideas, se puede entender que al suscribir el contrato, el comprador ofreció un precio con base a la veracidad de las declaraciones (ABA, 2010, p. 288). En este sentido, debe considerarse, que sin perjuicio de cualquier proceso de debida diligencia o investigación ejecutado por el comprador, este tuvo que basarse en información del vendedor, para que este (quien tenía acceso privilegiado a la información de la compañía target), le dejara llevar a cabo una debida investigación, y de esta forma, antes de haber asumido el control de la titularidad de las acciones bajo la operación, hubiera sido imposible para el comprador informarse en su totalidad de la compañía que adquiere.

6.1. *Pro Sandbagging*.

La cláusula *pro sandbagging* busca que el *conocimiento* de la parte indemnizada (usualmente el comprador), acerca de cualquiera de los eventos que reclama bajo el contrato, no se pueda entender como un elemento para exonerar a la parte que le generó perjuicios, de pagar cualquier indemnidad. Al regular lo anterior, se extiende la responsabilidad bajo el contrato, para que la parte indemnizada (el comprador) pueda reclamar la indemnización de pérdidas por cualquier incumplimiento a las declaraciones y garantías del que obtenga

conocimiento, sin importar si obtiene dicho *conocimiento*, con posterioridad al cierre, o con anterioridad a la fecha de cierre. En este entendido, no habrá diferencia con respecto a los efectos que se desprenden del momento en el que el comprador haya podido *conocer* algún incumplimiento, y por tanto, siempre tendrá derecho a ser indemnizado bajo el contrato (ABA, 2010, p. 300).

Por lo anterior, se suele controvertir el *pro sandbagging* con el argumento que el comprador, al haberse enterado de un incumplimiento en las declaraciones y garantías con anterioridad a la fecha de cierre, no hubiera podido confiar (*rely*) en la veracidad de dicha declaración y por tanto, hubiera podido optar por no llegar a la fecha de cierre. A pesar de lo anterior, sin perjuicio de las condiciones particulares de cada operación, al pactar una disposición *pro sandbagging*, los compradores buscarán consumir la transacción y pagar el precio de compra, sin importar de las pérdidas que conozcan con anterioridad al cierre, entendiendo que serán protegidos por la indemnidad acordada con el vendedor como parte de la negociación. De esta forma, se indemnizará cualquier pérdida al comprador, incluso si éste conoció los hechos que dieron lugar a esa pérdida y habiéndolos conocido, haya acordado llegar al cierre (De La Piedra, 2018, parr. 2). En este entendido, vale recalcar que:

"(...) si se hace una afirmación que conduce en todo o en parte a la celebración de un negocio jurídico, es apenas razonable concluir que la parte manifestante aceptaba asumir responsabilidad por la afirmación" (Ordóñez, 2013, p. 9)

En principio, las situaciones reveladas en el anexo de revelación de las partes se entienden como una excepción a las declaraciones y garantías, y por tanto, se entienden como situaciones que no deben ser indemnizadas. Es usual que se pacte la obligación de actualizar el anexo de revelación entre la fecha de firma y la fecha de cierre, lo que podría dar al comprador la opción de no llevar a cabo el cierre en caso de ocurrir un evento adverso que se entienda como incumplimiento de las declaraciones y garantías (APA, 2010, p. 299). Por lo

anterior, al otorgar la posibilidad al comprador de terminar el contrato por no ser ciertas las declaraciones y garantías, en caso que no se termine el contrato y se lleve a cabo el cierre, el comprador tendrá derecho a pedir indemnización por la inexactitud en las declaraciones y garantías incluidas en la modificación al anexo de revelación (ABA, 2010, p. 300), haciendo alusión al concepto de *pro sandbagging*.

En este entendido, y de acuerdo a lo explicado anteriormente, una cláusula *pro sandbagging* podría dar lugar a discusión con respecto a su legalidad bajo la legislación colombiana. En principio, se podría interpretar que una cláusula *pro sandbagging* estaría violando el equilibrio del contrato y el principio de buena fe, entendiéndose como una cláusula abusiva. Sin perjuicio de lo anterior vale mencionar que:

"(...) las cláusulas pro-sandbagging no implican per se mala fe del comprador ni abuso del derecho. Por lo contrario, son una opción que tiene el comprador de asegurarse de no asumir ciertos riesgos si estima que estos pueden ser demasiado altos, y a cambio pagar un precio mayor(...)." (Linares, 2014, p. 11)

De conformidad con lo anterior, vale aclarar que este tipo de cláusulas se pactan en razón a la naturaleza de la prestación a la que se somete el negocio jurídico de compraventa, en el entendido que los compradores están adquiriendo una empresa sometida al giro de los negocios y a situaciones constantemente cambiantes. Incluir una cláusula *pro sandbagging* permite a las partes vender esa *empresa* en movimiento, incluyendo cualquier contingencia que podría materializarse en su giro ordinario y garantizando así que el comprador sea indemnizado por esas contingencias. De esta forma, el comprador, al pagar el precio de compra estaría adquiriendo la compañía target con todos sus vicios (no necesariamente ocultos) y el vendedor se está obligando a pagar una indemnidad por la materialización de cualquiera de esas contingencias. En este entendido, el vendedor, a cambio del precio de compra, se está obligando no solo a transferir las acciones de la compañía target, sino

también a indemnizar cualquier contingencia que se materialice, sin importar si la misma fue conocida o no.

A modo de ejemplo, puede ocurrir que, en una operación de compraventa de acciones, la compañía target tenga ciertas contingencias que el comprador no está dispuesto a asumir, aunque quiera llevar a cabo la operación y que el vendedor, por su parte, no quiera que se incluyan como ajustes al precio de compra. En este entendido, las partes podrán acordar que el precio de compra no se ajusta con respecto a esas contingencias en concreto conocidas por el comprador, sino que como vendedor, para recibir la totalidad del precio de compra, este se obligará a indemnizar al comprador por cualquier pérdida derivada de esas contingencias, posteriormente.

El comprador podría estar sujeto a diversos riesgos al adquirir la compañía target y, por tanto, una cláusula *pro sandbagging* solo buscaría disminuir cualquier riesgo que eventualmente podría asumir el comprador. En este entendido, se podría interpretar que, al suscribir el contrato, el comprador estaba adquiriendo a cambio del precio, no solo las acciones de la compañía target, sino también la declaración que el vendedor (ABA, 2010, p. 299), voluntariamente, le quiso otorgar, adquiriendo así cualquier protección por parte del vendedor (la indemnidad).

6.2. *Anti Sandbagging*.

En oposición a lo anterior, los vendedores, querrán que el contrato no tenga una cláusula *pro sandbagging*. Una cláusula *anti sandbagging* buscará que no se indemnice a los compradores por incumplimientos en las declaraciones de los vendedores, de las que los compradores tuvieron conocimiento con anterioridad a la fecha de cierre (ABA, 2010, p. 302). En este entendido, si el comprador, en su debida diligencia o por cualquier motivo anterior al cierre, obtiene *conocimiento* sobre cualquier incumplimiento en una declaración otorgada por los vendedores y decide llevar a cabo el cierre sin informarle al vendedor del

mismo, dicho incumplimiento no se indemnizará bajo el contrato (ABA, 2010, p. 301). Es así como el vendedor querrá regular que cualquier falsedad o inexactitud sobre sus declaraciones y garantías, de la que el comprador pudiera tener *conocimiento* con anterioridad al cierre, no serán indemnizadas (De La Piedra, 2018, parr. 10-12).

7. Cláusulas Penales.

La introducción de una cláusula penal dentro del contrato de compraventa de acciones dependerá del poder dispositivo de las partes según cuáles sean los intereses de éstas. Es usual que, en los contratos de compraventa, o en general en cualquier contrato se incluyan cláusulas penales frente al incumplimiento de las obligaciones de alguna de las partes. En este entendido, es usual que en los contratos de compraventa de acciones se pacten cláusulas penales para por ejemplo el incumplimiento de las obligaciones de no competencia o de no divulgación de información, frente al incumplimiento de determinadas declaraciones y/o garantías, frente al incumplimiento de obligaciones pre cierre o post cierre, o sobre cualquier otra situación que las partes consideren pertinente en el marco de su autonomía privada.

No obstante lo anterior, las características y efectos de dichas cláusulas no serán analizadas en el presente trabajo, en el entendido que estas cláusulas están ampliamente reguladas en la legislación colombiana, a diferencia de las otras cláusulas modificatorias de responsabilidad analizadas en este documento.

8. Mecanismos de Fuente de Pago de la Indemnización.

En principio, de no pactarse nada sobre el pago de las indemnidades bajo el contrato, las partes responderán personalmente en caso de materializarse una pérdida indemnizable bajo el contrato y serán responsables directamente del pago de la misma. En este entendido, puede ocurrir que esto dé lugar a conflictos entre las partes y posiblemente, a un litigio innecesario. Para prevenir estas disposiciones, en aras de garantizar el pago de las indemnidades bajo el

contrato, de acuerdo a las reglas establecidas para estos efectos, y para evitar cualquier conflicto entre las partes, es usual que las partes busquen una fuente de pagos objetiva.

8.1. *Escrow*.

El mecanismo más utilizado en los contratos de adquisiciones corporativas, incluyendo los contratos de compraventa de acciones, para garantizar una fuente objetiva de pagos por los incumplimientos, es el mecanismo de *escrow*. De esta forma, las partes pactan que una porción del precio de compra sea destinada a ser retenido por un tercero (i.e. entidad fiduciaria que hace las veces de agente de *escrow*) en uno o varios fondos que estén a disponibilidad de las partes para poder pagar cualquier ajuste al precio, como se menciona en la anterior Sección 4.2.2, o cualquier reclamación derivada de las pérdidas que estos puedan sufrir. De esta forma, se suele retener (*set off*) una porción del precio de compra en un *escrow* por un periodo específico de tiempo después del cierre, permitiendo a las partes tener una fuente de pagos objetiva (ABA, 2010, p. 334). Estos contratos usualmente están sujetos a términos no muy largos y usualmente dependen del término por el que sobrevivirán las indemnidades (*survival*), o al pago de la totalidad de los ajustes al precio (ABA, 2010, p. 295).

Se suele regular la administración de ese fondo o *escrow* en un contrato accesorio al contrato de compraventa de acciones. Es así como el contrato de *escrow* buscará regular, entre otros, la forma en que se transferirá la porción del precio de compra al agente fiduciario, bajo qué condiciones se pagarán montos a las partes, qué ocurre si el *escrow* se quede sin fondos, el manejo financiero de esos montos, entre otras situaciones. En este sentido, se debe diferenciar del monto que se usará con respecto a las reclamaciones y el monto que se utilizará para un futuro ajuste del precio, sin perjuicio de que las partes pacten que un solo monto cumplirá estos efectos (ABA, 2010, p. 53). En este sentido, vale aclarar que las partes podrán

establecer diferentes cuentas en el patrimonio autónomo en que se depositará la porción del precio de compra, para poder diferenciar los montos que cumplirán efectos diferentes con respecto a la operación del contrato.

Para diferenciar el *escrow* para pagos de ajuste del precio o como mecanismo para el pago de indemnidades, se debe aclarar que el pago contingente al que hace referencia cualquier ajuste al precio de compra tiene su fuente en montos que necesariamente provienen de los compradores (y se incluyen al precio de compra), pues, como ocurre con el *earnout* o el *holdback*, serán los compradores los responsables de pagar al vendedor por lo que se podría considerar como un mayor valor en la compañía (ABA, 2010, p. 53). En contraposición, el *escrow* como mecanismo de indemnización se refiere a fondos que están en cabeza de los vendedores (y por lo tanto incluidos en el precio de compra) por no haber ocurrido una circunstancia eventual que podría resultar en una pérdida o daño para la compañía. Por ejemplo, puede ocurrir que la compañía, una vez en manos del comprador, sea sancionada por eventos que ocurrieron durante el periodo en que los vendedores eran accionistas, por lo que, en caso que haya una sanción, serán los compradores quienes tendrán que “desembolsar” cualquier monto para cubrir el pago de dicho daño o pérdida. Generalmente se establece el mecanismo para que los compradores se subroguen en el pago que tuvo que hacer la compañía frente a los vendedores, obligando a los vendedores a pagarlo a los compradores (o en caso de un *escrow*, el *escrow*) si dicho daño o pérdida cumple con las condiciones específicamente pactadas por las partes para estos efectos (ABA, 2010, p. 295).

En este sentido, es usual que las partes pacten además un mecanismo en virtud del cual se regule un procedimiento para elevar reclamaciones por pérdida bajo el contrato. Como fue mencionado anteriormente, esta disposición se pacta para darle a ambas partes la posibilidad de incidir sobre cualquier pago por daños o pérdidas bajo el contrato, creando así un debido proceso de reclamación. De esta forma, la parte que sufrió un daño para efectos del

contrato elevará una reclamación a su contraparte, sujeta a las condiciones y a la regulación de las indemnidades antes mencionada, para que decidan sobre el pago de una reclamación. No obstante, lo anterior, la parte a quien se le haya elevado la reclamación tendrá el derecho de controvertir la reclamación, garantizando así un equilibrio y un debido proceso.

En esta línea de ideas, en caso que no haya una contra reclamación, el agente de *escrow*, liberará el valor de la pérdida que se haya reclamado al reclamante, como indemnización por dicha pérdida. Sin perjuicio de lo anterior, en caso de haberse elevado una contra reclamación, las partes deberán negociar de buena fe y decidir sobre el eventual reclamo. Una vez se haya llegado a un acuerdo, las partes deberán firmar en conjunto la liberación de los montos de la pérdida a la parte indemnizada, o en caso contrario, aceptar la desestimación de dicha pérdida. En caso de que no se pueda llegar a un acuerdo, las partes deberán acudir a la justicia ordinaria, o acudir a cualquier mecanismo de resolución alternativa de conflictos, en caso de ser aplicable. A pesar de lo anterior, y aunque no sea usual, puede ocurrir que las partes le otorguen libertad de decisión sobre el pago de las indemnidades al agente de *escrow*. Sin embargo, en la medida que esta decisión implica responsabilidad personal de la sociedad fiduciaria que haga las veces de agente de *escrow*, no es usual que las sociedades fiduciarias acepten decidir sobre la suerte del pago de una indemnidad (ABA, 2010, p. 336).

Recapitulando lo anterior, las partes no podrán elevar reclamaciones bajo el contrato de *escrow* con respecto al monto destinado a indemnidades, para daños o pérdidas que no estén reguladas o contempladas bajo el contrato o para reclamaciones contractuales que no se eleven en los términos y condiciones del mismo. Las partes podrán acudir a mecanismos tradicionales de indemnización, optando por la jurisdicción ordinaria o, en caso de ser aplicable, a un tribunal de arbitramento.

Generalmente en el contrato de *escrow*, no se establecen reglas especiales para las reclamaciones que las partes elevan, pero por lo general se regula un debido proceso por medio del cual, en caso de elevarse un reclamo bajo el contrato, se pueda alegar contra el mismo. En este entendido, si se refuta cualquier reclamación, el agente fiduciario que hace las veces de agente *escrow* no podrá liberar los fondos del *escrow*, sino hasta que haya un acuerdo de las partes. En caso de no refutarse, la reclamación será pagada a la parte que eleva la reclamación. Vale aclarar que al pactar estos procedimientos en que las partes tienen el derecho de ser escuchados y de negociar los eventos de indemnización para amparar un debido proceso se está garantizando un equilibrio para ambas partes. Si no se pacta este proceso se podría entender que se está abusando del derecho, al no otorgar igualdad a ambas partes, vulnerando el principio de buena fe.

8.2. Pagarés en Blanco.

Las partes podrán acordar, a la fecha de cierre, que se deben entregar mutuamente pagarés en blanco para facilitar el cobro del pago contingente de cualquier indemnidad bajo el contrato, en los términos del artículo 622 del C. de CO. En este entendido, las partes deberán ser claras con respecto a las instrucciones que se hayan dejado con respecto a ese pagaré en blanco, para que el mismo sea diligenciado en el ejercicio del pago de cualquier indemnidad.

En este caso, las partes buscarán también cierta posibilidad de controvertir cualquier eventual reclamación que no sea acorde a los términos del contrato o que simplemente, de acuerdo al entendimiento de una de las partes, no deba ser pagado. Así mismo, vale aclarar que el monto de las contingencias o pérdidas que se puedan materializar bajo el contrato podrá ser con respecto a importes altos, y por lo tanto, pueda resultar problemático dejar a la merced del pago de estos montos un pagaré en blanco.

Es importante aclarar que los pagarés en blanco no son una garantía sino un mero instrumento de pago y por tanto, no garantizan el pago definitivo ni protegen al acreedor en casos de insolvencia. Por este motivo, y en el entendido que un pagaré en blanco podría estar sujeto a ciertos riesgos jurídicos que no son objeto de este trabajo, no es usual que se utilicen pagarés en blanco como fuente de pago de las indemnidades bajo el contrato.

8.3. Seguro de Declaraciones y Garantías.

El contrato de Seguro de Declaraciones y Garantías tiene como finalidad cubrir al tomador con respecto a cualquier tipo de reclamación o de indemnización que deba realizar alguna de las partes en ocasión a la falsedad o inexactitud en las declaraciones y garantías (Bokzco- Robinson et al., 2018, parr. 1). La práctica de suscribir este tipo de contratos es una práctica poco común en el giro ordinario de los negocios en Colombia, en el entendido que estos seguros no son ofrecidos por las compañías de seguros en Colombia, sin embargo, teniendo en cuenta el alza de la inversión extranjera en Colombia, es usual que las partes tomen este tipo de póliza en el marco de una transacción con una compañía de seguros extranjera.

Ambas partes pueden optar por tomar este tipo de pólizas, sin embargo, lo común es que sea el comprador quien actúe como beneficiario bajo el contrato de seguro de declaraciones y garantías. Quizás una de las ventajas más favorables que trae consigo tomar una póliza de esta naturaleza es la asignación del riesgo. El interés del comprador dentro del contrato de compraventa de acciones va a estar encaminado a que cuando se pacten las cláusulas de indemnidad, el vendedor responda ante una eventual falsedad o inexactitud en las declaraciones y garantías. Al tomar una póliza de esta naturaleza, el comprador puede estar tranquilo en caso de que se materialice dicha circunstancia y el vendedor tenga que indemnizarlo, puesto que como el riesgo fue asignado a la aseguradora, no tendrá que realizar el cobro al vendedor, con las dificultades que ello puede implicar, sino que será la

aseguradora quien se haga responsable del pago de la indemnización (Chapman- Whalen et al., 2017, parr. 12-14).

El tomador de la póliza, por medio de ésta, podrá solicitar que se le pague la indemnización correspondiente derivado de las falsedades o inexactitudes que haya otorgado la contraparte, y por tanto no sería necesaria la sección de indemnidades y los mecanismos de pago que se pagan con respecto a los mismos. Sin embargo, las aseguradoras suelen incluir en la póliza un monto máximo indemnizable que por lo general se establece por un monto equivalente al 10% de la transacción. Sin perjuicio de lo anterior, de acuerdo con los intereses del tomador, si éste desea obtener una mayor cobertura con respecto al monto de la indemnización, podrá contratar con una reaseguradora para cubrir el monto adicional (Chapman- Whalen et al., 2017, parr. 21-23).

Para las aseguradoras, es importante tener constancia que el tomador de la póliza haya llevado a cabo efectivamente el proceso de debida diligencia legal, para así tener una noción más amplia del contexto de la compañía y poder identificar los posibles riesgos. Es tan necesario realizar el proceso de debida diligencia legal para poder obtener un seguro de declaraciones y garantías, que es posible que, sin haber realizado la debida diligencia, la empresa aseguradora decida no emitir la póliza de seguro. Es importante hacer la salvedad que contratar un seguro de este tipo, no sustituye el proceso de debida diligencia legal, sino que la debida diligencia es el vehículo para obtener la póliza que a su vez sirve como mecanismo para compensar aquellos daños que se deriven de alguna falsedad o inexactitud en las declaraciones y garantías (Chapman- Whalen et al., 2017, parr. 25-27).

En los contratos de seguro de declaraciones y garantías suscritos en el marco de las prácticas de fusiones y adquisiciones, es usual que las partes opten por eliminar la responsabilidad del vendedor con respecto a ciertas situaciones. Por medio de un “*no-survival*”, se pacta que algunas o todas de las declaraciones y garantías del vendedor no

sobrevivirán al cierre de la transacción (Chapman- Whalen et al., 2017, parr. 9-11). Esta disposición puede ser beneficiosa para el vendedor, pero también para el comprador, en el entendido que limitar la responsabilidad del vendedor puede hacer que el vendedor esté más dispuesto a expandir la cobertura declaraciones y garantías (Chapman- Whalen et al., 2017, parr. 12-15).

Conclusiones.

1. A lo largo del escrito se ha demostrado que son las partes quienes pueden regular sus relaciones jurídicas, introduciendo las disposiciones que crean convenientes según sus intereses, basándose en el principio de la autonomía privada.
2. Como bien se mencionó, las partes del contrato de compraventa de acciones podrán regular las diferentes cláusulas de conformidad con sus necesidades e intereses libremente, ajustando las mismas a la operación específica, el negocio de la compañía target y las actividades inherentes a la empresa que se pretende adquirir a través de la compraventa de acciones, siempre que se ajusten al orden público, las buenas costumbres y la ley.
3. La importancia de las operaciones de compraventa de acciones se encuentra en el objeto vendido y no en una especificidad normativa, considerando que, al adquirir acciones, no solo se adquiere la titularidad sobre un título valor específico, sino sobre todos los derechos inherentes al mismo, que se materializan en un negocio en movimiento, sujeto al giro ordinario de la economía. Es así como las partes tradicionalmente han optado por regular, de forma exhaustiva, todas las implicaciones económicas y jurídicas de estas operaciones, intentando cubrir todos los vacíos legales y los posibles efectos de un negocio en movimiento, por medio de la autonomía privada.

4. El orden público ha acogido una noción funcional que busca ajustarse a la realidad económica de los negocios, lo que, dentro del contexto del contrato de compraventa de acciones, busca asumir posiciones de empresarios en ciertos sectores económicos, adoptando medidas a los mismos, en aras de garantizar mayor libertad individual para las partes bajo cada relación contractual. Es así como, para determinar la validez de las cláusulas del contrato de compraventa de acciones a la luz del derecho colombiano, especialmente aquellas que modifican la responsabilidad de las partes, es necesario realizar un estudio específico de cada operación que busque analizar las disposiciones relativas de la misma frente a sus impactos económicos y a la luz de los límites de la autonomía de la voluntad.
5. Para determinar la validez de las cláusulas que modifican la responsabilidad de las partes en los diferentes aspectos mencionados en el escrito, habrá que entrar a analizar, desde la óptica de la autonomía privada, cada operación por separado, para así determinar cualitativa y cuantitativamente si las disposiciones libremente pactadas por las partes afectan el equilibrio del contrato, teniendo en cuenta lo libremente negociado por ellas. Es así como las partes, en ejercicio de su autonomía, podrán estipular disposiciones de acuerdo con sus intereses, siempre y cuando estas no afecten el equilibrio contractual y los principios de buena fe objetiva, ajustándose para todos los efectos a la ley, las buenas costumbres y la concepción funcional del orden público.

Bibliografía.

- Avendaño Sánchez, E., & Estela Montes, D. (2016). *Aplicación y Eficacia de las Cláusulas de Declaraciones y Garantías y de Limitación de la Responsabilidad en los Contratos de Compraventa de Acciones (Application and Effectiveness of the Clauses of Representations and Warranties and Limitation of Liability in Share Purchase Agreements)*
- Bianca Massimo, C. (2007). *Derecho civil III. El contrato* (Segunda ed.). Bogotá: Universidad del Externado de Colombia.
- Bokzco- Robinson et al. (5 de abril de 2018). *The Maturing Market for Representation and Warranty Insurance*. . Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Recuperado de <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/05/the-maturing-market-for-representation-and-warranty-insurance/>
- Chapman- Whalen et al. (11 de diciembre de 2017). *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Tomado de <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/11/representations-and-warranties-insurance-in-ma-transactions/>
- Chow, E. (2020). Mergers and acquisitions: Overview of a Transaction. DLA Piper Accelerate.
- Código Civil [Código]. (1873). Recuperado de http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_civil.html
- Código de Comercio. [Código]. (1968). Recuperado de http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_comercio.html#1
- Constitución política de Colombia [Const.] (1991). Recuperado de: http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/constitucion_politica_1991.html
- Copo, A. B. V. (2011). El régimen jurídico de las acciones en la SAS (I). *Vniversitas*
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. (16 de diciembre de 2013) Sentencia 11001-3103-023-1997-04959—01, 2013 [MP. Ariel Salazar Ramírez]
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. (4 de abril de 2018) Sentencia SC3201 — 2018 [MP. Ariel Salazar Ramírez]
- Curtis, Linda L. & Barshop, Melissa L. (2011) *Financing Provisions in Acquisition Agreements*. *Estados Unidos de America:California Business Law Practitioner*.
- Davies, A., Levy A. (2020). *Stock Purchase Agreement (Pro-Buyer Long Form)*, Practical Law Standard Document. Thomson Reuters.

- De la Piedra, R. (3 de marzo de 2018). *Aplicación de las Cláusulas Sandbagging y Antisandbagging*. Lexlatin. Recuperado de <https://lexlatin.com/opinion/aplicacion-de-las-clausulas-sandbagging-y-antisandbagging>
- Estatuto tributario Presidente de la República. (30 de marzo de 1989). *Estatuto Tributario de los Impuestos Administrados por la Dirección General de Impuestos Nacionales*. [Decreto 624 de 1989]. D.O. 38.756/ Recuperado de http://secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/estatuto_tributario.html
- Hinestrosa, F. (1986). *Función, límites y cargas de la autonomía privada*. Estudios de derecho privado. Bogotá D.C. Universidad Externado de Colombia.
- Hinestrosa, F. (2001). *Principio del Pacta Sunt Servanda: y la Estipulación de Intereses*. Bogotá, Universidad Externado de Colombia.
- Hodge O'Neal, F. (1952). *Restrictions on Transfer of Stock in Closely Held Corporations: Planning and Drafting*. Harvard Law Review, Vol 65. No. 5.
- Hornstein, G. D. (1950). *Stockholders' Agreements in the Closely Held Corporation*. The Yale Law Journal, Vol. 59. No. 6.
- Howson, P. (2003). *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*. Gower Publishing, Ltd..
- Juzgado Tercero Civil de Circuito de Barranquilla. (19 de julio de 1994) Sentencia T-332 de 1994 [M.P. Hernando Herrera Vergara]
- Kohers, N., & Ang, J. (2000). *Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay*. The Journal of Business.
- Leacock, S.J. s.f. *Share Transfer Restrictions in Close Corporations as Mechanisms for Intelligible Corporate Outcomes*. Faulkner Law Review. Vol. 3. 109.
- Leacock, Stephen J. (2011) *Share Transfer Restrictions in Close Corporations as Mechanisms for Intelligible Corporate Outcomes*. Estados Unidos de America:Faulkner Law Review Vol. 2
- Linares, A. (2014). *La validez de la cláusula pro-sandbagging pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico colombiano*. Revista de Derecho Privado. Bogotá, Universidad de los Andes.
- Mäntysaari, P. (2010). *Key Provisions of the Acquisition Agreement*. The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law. Springer. Volume 3: Funding, Exit, Takeovers
- Mergers and Acquisitions Committee, Business Law Section, American Bar Association (2010). *Model Stock Purchase Agreement with Commentary, Volume I: Stock Purchase Agreement*. Estados Unidos de América: American Bar Association (ABA)

- Monje Mayorca, D. F. (2015). *El contrato de compraventa consensual: vicisitudes de la fisionomía*.
- Montoya Pérez, G. (2015). *Contratos de derecho privado*. (Primera Edición) Universidad de Medellín.
- O'Driscoll, D. J. D. (2006). *Tax Trends Recent Cases and Rulings- Stock Purchase Agreement and insurance proceeds disregarded in valuation of decedent's stock*. The Tax Adviser.
- Ordóñez, P. (2013). *Validez y efectos de cláusulas de limitación de responsabilidad en contratos de compraventa de acciones en Colombia*. Revista de derecho privado, (49). Universidad de los Andes.
- Portafolio. (08 de 11 de 2019). *Colombia sube en ránking de fusiones y adquisiciones*. <https://www.portafolio.co/economia/colombia-sube-en-ranking-de-fusiones-y-adquisiciones-535417>
- Price Waterhouse Coopers Colombia., (2019). *Fusiones y Adquisiciones en Colombia*. PWC Colombia Doing Deals.
- Puccio, J. A. P. (2009). *Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor*. Ius Et Veritas, 19(39), 66-100.
- Reyes Cancino & Vargas Ollave (23 de marzo de 2018). *El deber de revelación de información en los procesos de debida diligencia*. Ámbito Jurídico. Tomado de <https://www.ambitojuridico.com/noticias/especiales/sociedades-y-economia-solidaria/el-deber-de-revelacion-de-informacion-en>
- Reyes Villamizar, F. (2017). *Derecho Societario: Tomo I*. (Tercera Edición). Editorial Temis.
- Reyes Villamizar, F. (2017). *Derecho Societario: Tomo II*. (Tercera Edición). Editorial Temis.
- Saldaña, M. À. G. (2010). *Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías*. InDret, (2).
- Sentencia C 1008 de 2010 → Corte Constitucional. (9 de diciembre de 2010) Sentencia C-1008 de 2010. [MP Luis Ernesto Vargas Silva]
- Stromquist, N. P., & Monkman, K. (2014). *Defining globalization and assessing its implications for knowledge and education, revisited. Globalization and education: Integration and contestation across cultures*
- Superintendencia de Sociedades, 220-069200, (02 de Diciembre de 2005)
- Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-032238, (3 de abril de 2013)
- Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-057416, (14 de marzo de 2017)
- Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-135247, (4 de septiembre de 2018)

- Superintendencia Financiera de Colombia. (3 de octubre de 2014) Circular Básica Jurídica. [Circular Externa 029 de 2014] Recuperado de http://normograma.info/sic/docs/pdf/circular_superfinanciera_0029_2014.pdf
- Tribunal administrativo de Cundinamarca. (4 de mayo de 1999) Sentencia T-295 de 1999 [M.P. Alejandro Martínez Caballero]
- Tribunal de Arbitramento Alicorp Colombia S.A. contra Helados Modernos de Colombia S.A. y otros. (27 de julio de 2012). Laudo Arbitral. Bogotá D.C. Recuperado de https://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/22108/2130_ALICORP_vs_HELADOS_MODERNOS_y_OTROS_27_07_12.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Tribunal de Arbitramento Balclin Investments S.L, Altra Inversiones S.A.S. y Otros contra Jairo Gutiérrez Robayo, Jimena Gross Mejía y Otros. (14 de septiembre de 2011). Laudo Arbitral. Bogotá D.C. Recuperado de https://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/22038/1987_ALTRA_Y_OTROS_vs_JAIRO_GUTIERREZ_Y_OTROS_14_09_11.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Tribunal de Arbitramento Corporación Financiera Colombiana S.A. contra Invercolsa S.A y Otros. (5 de mayo de 2005). Laudo Arbitral. Bogotá D.C. Recuperado de https://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/21660/938_V_Corfiocolombiana_VS_Invercolsa_y_otros_2005_05_05.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Tribunal de Arbitramento de Aguas de Bogotá S.A. E.S.P. contra Constructora Némesis S.A. Hydros de Colombia S.A. y otros. (14 de septiembre de 2010). Laudo Arbitral. Bogotá D.C. Recuperado de https://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/21970/1174_AGUAS_DE_BOGOTA_vs_CONSTRUCTORA_NEMESIS_Y_OTROS_14_09_10.pdf?sequence=1
- Tribunal de Arbitramento de Cadena S.A. contra Invertlc S.A.S y otros. (5 de septiembre de 2012). Laudo Arbitral. Bogotá D.C. Recuperado de https://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/22115/2057_CADENA_vs_INVERTLC_Y_OTROS_05_09_12.pdf?sequence=1
- Tribunal de Arbitramento Distrital S.A. General Electric Canada Inc. Vs. La Nacional de Compañía de Seguros Generales de Colombia S.A. (16 de agosto de 1995). Laudo Arbitral. Bogotá D.C. Recuperado de https://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/21413/SN_13_Distral_y_otros_VS_La_Nacional_Compania_de_Seguros_1995_08_16.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Tribunal Superior de Buga, Sala Penal. (27 de junio de 1995) Sentencia T-276 de 1995 [M.P. Hernando Herrera Vergara]
- Velásquez, H.D. 2010. *Estudio Sobre Obligaciones*. Bogotá, Colombia:Editorial Temis.

Wilson A.J., Creekman, D.P., s.f. *Indemnification Caps and Baskets in Private Company M&A Transactions: What's market?*. M&A Practice Brief. Recuperado de <https://www.wyrick.com/news-insights/indemnification-caps-and-baskets-in-private-company-ma-transactions-whats-market#:~:text=A%20%E2%80>