

Cláusulas Encaminadas a la Protección del Precio y Valoración final de
Operaciones Societaria en las que Participan Agentes del Mercado Petrolero

Pontificia Universidad Javeriana

Facultad de Ciencias Jurídicas

Departamento de Derecho Privado

BOGOTÁ D.C.

2021

Tabla de Contenido

1. Introducción
2. Mercado Petrolero
 - a. Relevancia del petróleo
 - b. Crisis históricas de mayor relevancia respecto al precio del petróleo
 - i. La Guerra Árabe
 - ii. Crisis del Año 2008
 - iii. Primavera Árabe – Crisis del Año 2011
 - iv. Crisis del Año 2014
 - v. Crisis del Año 2020
3. Regulación de los Contratos de Fusión y Adquisición
 - a. Fusiones
 - i. Traspaso en Bloque de Patrimonios
 - ii. Extinción de las Sociedades Fusionadas
 - iii. Suscripción de las Acciones de la Sociedad Absorbente en Favor de los Accionistas de la Sociedad Absorbida
 - iv. Responsabilidad de los Accionistas por Obligaciones Anteriores al Proceso de Fusión
 - b. Adquisiciones
 - c. Especificidades del Mercado Petrolero en Fusiones y Adquisiciones Societarias
4. Cláusulas y Remedios Contractuales
 - a. Cláusula de Ajuste al Precio
 - b. Declaraciones y Garantías (*Representations & Warranties*)
 - c. Condiciones Precedentes
 - d. Cláusula de Efecto Material Adverso “MAE”
 - i. Limitaciones a Cláusulas de Efecto Material Adverso (*Carve-Outs*)
5. Cláusulas Contractuales a la Luz de las Operaciones de Fusión y Adquisición Societaria en el Mercado Petrolero Colombiano
 - a. Fusiones
 - i. Cláusula de Ajuste al Precio
 - ii. Declaraciones y Garantías
 - iii. Condiciones Precedentes
 - iv. Cláusula de Efecto Material Adverso
 - b. Adquisición de Activos
 - i. Cláusula de Ajuste al Precio
 - ii. Declaraciones y Garantías
 - iii. Condiciones Precedentes
 - iv. Cláusula de Efecto Material Adverso
 - c. Adquisición de Acciones
 - i. Cláusula de Ajuste al Precio
 - ii. Declaraciones y Garantías
 - iii. Condiciones Precedentes
 - iv. Cláusula de Efecto Material Adverso
6. Conclusiones
7. Bibliografía

Introducción

La relevancia del mercado petrolero dentro del mundo actual ha significado que las variaciones y situaciones que se encuentran relacionadas a este *commodity*, puedan generar consecuencias a nivel internacional. Desde la economía mundial, hasta cada una de las transacciones jurídicas que se llevan a cabo en este mercado, se ven afectadas por las variaciones abruptas sobre el precio del crudo que dejan situaciones y hechos adversos, ajenos al control de las partes.

Como se estudiará a lo largo de este trabajo, el petróleo tiene un precio volátil que se ha consolidado como una de sus características esenciales; poniendo en constante riesgo los intereses de quienes llevan a cabo transacciones jurídicas en este mercado.

Por la característica enunciada anteriormente, en este documento haremos una breve referencia al funcionamiento oligopólico del mercado petrolero, sin hacer un exhaustivo análisis de su funcionamiento económico. Lo anterior, tiene como finalidad poder evidenciar cómo a lo largo de la historia, las diferentes variaciones abruptas del precio del petróleo han generado diversas y, sobre todo, significativas consecuencias que lo han posicionado a lo largo de la historia como un *commodity* de importante y fundamental relevancia para el funcionamiento global. En ese orden de ideas, estudiaremos eventos históricos en el mercado petrolero, en los cuales el precio del petróleo tuvo un desajuste tan notable, que generó efectos económicos de tal magnitud, que permeó en las transacciones y/o negocios jurídicos desarrollados al interior del mercado petrolero.

Teniendo en cuenta lo anterior, resulta claro que la importancia y relevancia del mercado petrolero se expande a gran parte de los aspectos cotidianos de la sociedad. Como se estudiará para efectos concretos del presente trabajo, su permeabilidad dentro del mundo jurídico conlleva a que exista una constante búsqueda de figuras y herramientas contractuales, que logren contrarrestar los

posibles efectos negativos de variaciones en el precio del petróleo y que además, promuevan la viabilidad o la salida de estas transacciones y/u operaciones realizadas por agentes que participan en el mercado petrolero colombiano. El presente trabajo encuentra su relevancia al encontrarnos frente a la existencia de una nueva crisis petrolera, provocada por el contagio mundial del virus COVID-19 y por la que se han evidenciado algunos de los precios más bajos del petróleo de los últimos años.

Dicho lo anterior, es importante señalar que, como consecuencia de su importancia en el mercado petrolero colombiano, en el presente trabajo buscamos hacer un estudio que se centrará única y exclusivamente en las operaciones de fusiones y adquisiciones, excluyendo los acuerdos de colaboración. Esto, bajo el entendido de que el desarrollo y ejecución de los acuerdos de colaboración, no genera una integración corporativa que constituya un traspaso de riesgos relacionado con la volatilidad, variaciones del precio del petróleo y por ende, la viabilidad misma de la operación, siendo estos, el eje central del análisis que se desarrollará dentro del presente documento.

Así las cosas, el presente trabajo tiene como objetivo revisar las siguientes cláusulas: (i) cláusula de ajuste al precio; (ii) declaraciones y garantías; (iii) condiciones precedentes y; (iv) cláusula de efecto material adverso, y sus efectos frente al desarrollo o no de operaciones entre agentes que participan en el mercado petrolero colombiano. Lo anterior, entendiendo que estas cláusulas contractuales, en términos generales, están encaminadas a la protección de la valoración final en las operaciones de fusión y adquisición societaria de agentes que participan en el mercado petrolero.

Delimitados el objetivo y alcance de este trabajo de grado, haremos una revisión de las mencionadas cláusulas dentro de las transacciones anteriormente delimitadas y su desarrollo

doctrinal a nivel nacional e internacional. Lo anterior, tendrá como finalidad revisar y concluir la naturaleza misma de estas cláusulas, y los efectos que las mismas pueden generar frente a la operación o transacción que las origina.

Mercado Petrolero

Relevancia del Petróleo

Para efectos de claridad, el petróleo se define como una mezcla oleaginosa e inflamable de hidrocarburos, que a su vez son compuestos orgánicos constituidos exclusivamente por átomos de hidrógeno y carbono (Devia & Santa, 2015), siendo también, un recurso natural que proviene del subsuelo porque se encuentra en lechos geológicos continentales o marinos. (“Estudios y Servicios Petroleros” SLR (2008), citado por Devia & Santa, 2015).¹

Dicho producto ha tenido tanto impacto en el mercado moderno que, en su faceta de *commodity*, ha dado lugar a la estructuración de un mercado que gira en torno al mismo, el cual podríamos identificar como el mercado petrolero. Pese a no ser el objeto central de estudio en este documento, es importante recalcar que el mercado petrolero tiene una estructura de mercado oligopólica que funciona de la siguiente manera: los productores que tienen altos costos venden toda su producción, mientras los productores con costos bajos, satisfacen la demanda restante a los precios actuales y con el fin de mantener los precios altos, pueden restringir la oferta del crudo (Mileva & Siegfried, 2007).

Los productores con costos bajos, son conocidos como productores dominantes (Arabia Saudita, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos, entre otros) y pueden influenciar el mercado mediante el control de su propia producción (Noreng, 2003). Por otro lado, aquellos agentes con costos altos

¹ Para efectos del presente documento, la definición aquí expuesta será la abarcada dentro del término petróleo.

de producción se conocen como productores no dominantes, cuyas actuaciones en el mercado no afectan de manera significativa la valoración del crudo (como es el caso de Colombia).

Siguiendo lo anterior, a lo largo de la historia el mercado petrolero se ha caracterizado por su posición privilegiada y central dentro de las economías mundiales. Tanto es así que la percepción de riqueza de un Estado es normalmente vinculada con los hidrocarburos que comercializa, y de la existencia de un flujo creciente y duradero de ingresos provenientes de la actividad petrolera (Puyana, 2015).

Como se señaló, el mercado petrolero se ha posicionado como un eje central en las economías globales, puesto que la variabilidad de sus derivados y/o funcionalidades lo han convertido en un elemento esencial en los mercados internacionales, al ser una fuente de energía que permite el funcionamiento de fábricas, medios de transporte e incluso posibilita generar avances tecnológicos. Al respecto (Romero & Vera, 2018) determinaron que, dentro de la matriz energética mundial primaria, el petróleo representaba en el año 2015, casi la tercera parte de la demanda global (32,94%), seguido del carbón (29,20%) y el gas natural (23,85%).

La versatilidad de este recurso se evidencia en diferentes áreas de la cotidianidad, siendo primordialmente utilizado como fuente de energía, pues a pesar de que este sector se encuentra en permanente cambio, y ha experimentado una importante evolución en la última década, paradójicamente se ha mantenido fiel a una tendencia: el predominio del petróleo como principal recurso energético mundial (López, 2013).

Además de lo anterior, durante décadas, el petróleo ha sido materia prima en la fabricación de otros productos tales como plásticos, pinturas, fertilizantes, detergentes, cosméticos, insecticidas e incluso suplementos alimenticios (Fagan, 1991). Esto, teniendo en cuenta que los principales derivados del petróleo son la parafina, que es la principal fuente de asfaltos y plásticos;

la nafta, de donde se obtienen disolventes y aromáticas; y la benzina, de la que proviene la gasolina (Estudios y Servicios Petroleros (2008), citado por Devia & Santa, 2015).

Adicional a la relevancia que tiene por su diversidad de funcionalidades, el petróleo se caracteriza por tener un precio fluctuante, el cual responde a múltiples variables globales, como es el caso de (i) la demanda global; (ii) condiciones geológicas y políticas; y (iii) actuaciones de agentes específicos en el mercado del petróleo (Hamilton, 2008). De igual manera, la existencia de otros competidores en el mercado de energía (energías renovables), tiene efectos directos sobre su precio (Krystis & Serletis, 2017).

Sobre su relevancia en el hemisferio occidental es necesario resaltar que, en primer lugar, la producción de petróleo en la Unión Europea supone un pequeño porcentaje de la producción mundial, de hecho, su tendencia es decreciente, ya que las reservas del Mar del Norte están casi en desaparición (Hormaeche, Laborda & Saénz de Ormijana, 2008). Por otro lado, Estados Unidos desempeña un papel importante dentro del mercado petrolero internacional. De acuerdo con Heather (2019), las decisiones políticas de este país pueden afectar tanto el precio como los productos del petróleo, no solo para consumidores y empresas que operan en Estados Unidos, sino también al mercado a nivel mundial.

En relación con la situación de nuestro país, aun cuando Colombia no es una potencia mundial respecto a la producción de petróleo, sí es una economía que cuenta con una producción importante de este recurso (Rincón & Velasco, 2013). Como se ha mencionado, el petróleo tiene un papel fundamental en la economía de los países, por lo que puede generar consecuencias positivas o negativas en su PIB. Por ejemplo, en Colombia la caída vertiginosa del precio internacional del petróleo a partir de junio de 2014, generó un desajuste macroeconómico que aún está en proceso de corrección (Melo, Parrado, Ramos, Zarate, 2016).

Sin perjuicio de la variabilidad del precio del petróleo, lo cual es un elemento característico de este mercado, existen ciertas circunstancias o momentos en los cuales dicha variabilidad rompe con los estándares de normalidad, toda vez que genera una desvalorización o un aumento de precio desmedido, el cual no puede llegar a ser previsto por los agentes del mercado. Para efectos del presente documento, a estas circunstancias se les denominará “crisis”.

Crisis Históricas de Mayor Relevancia Respecto al Precio del Petróleo

En los últimos setenta años, el mercado petrolero internacional ha sufrido varias crisis relevantes, provocando consecuencias políticas, energéticas y económicas. En este subcapítulo, haremos un recuento de las principales crisis que se han presentado en relación con el precio del petróleo y los impactos sociales, económicos y políticos que fueron causados por las mismas. Para Kilian (2010), resulta evidente que las repetidas y grandes fluctuaciones del precio real del petróleo a lo largo de la historia han puesto en tensión la economía mundial. Dentro de estas crisis encontramos relevante estudiar las siguientes:

La Guerra Árabe

Según Martínez (2004), el mundo vivió la primera crisis energética provocada por el petróleo en el año 1973. Este conflicto se denominó la guerra de *Yom Kippur* y duró veinte días, desde el 6 hasta el 24 de octubre de 1973. No obstante, sus implicaciones dieron forma al escenario económico y político global que hasta el día de hoy, juega un papel crucial en las políticas energéticas de Occidente (Covi, 2014).

Desde el punto de vista político, esta crisis fue la consecuencia de diferentes eventos; desde las políticas económicas y posición sobre la seguridad de Medio Oriente adoptada por Estados Unidos, hasta el creciente poder económico de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (en adelante “OPEP”). Continuando con el contexto político de esta crisis, de acuerdo con Ditté y

Roell (2006), la guerra del *Yom Kippur* fue el detonante del embargo de petróleo de la OPEP en 1973, cuando los países pertenecientes a dicha organización, decidieron cortar el suministro de petróleo mientras que el territorio ocupado por Israel no estuviera libre y los derechos del pueblo palestino, no fueran reestablecidos. El mencionado embargo, se realizó para castigar a los estados occidentales que suministraron armas y ayuda a Israel durante el conflicto árabe-israelí.

Complementando lo anterior, Martínez (2004) aseguró que dicha crisis fue consecuencia de la revolución iraní y posteriormente, de la guerra entre Irán e Irak; mientras que para Hamilton (2009), tres eventos históricos marcaron el periodo en el que se desarrolló esta crisis, (i) la revolución iraní en otoño de 1978; (ii) la invasión de Irak a Irán en septiembre de 1980; y (iii) la invasión de Irak a Kuwait en agosto de 1990.

Respecto al contexto económico, esta crisis tuvo como consecuencia que los principales países árabes productores bajaran su oferta en 7% y embargaran el suministro a Estados Unidos y Holanda. Así mismo, el barril de petróleo pasó de 2,60 dólares en enero a 3,07 en agosto, 5,18 en noviembre y 11,65 en enero de 1974 (Serrani, 2018). Como consecuencia de lo anterior, el crecimiento económico mundial se ralentizó al 4% anual hasta 1985, mientras que entre 1960 y 1973, era del 5.1% (Covi, 2014). Más adelante el petróleo llegó a su nivel más alto de la historia, estremeciéndose nuevamente entre 1978 y 1981, años en los que la cotización del mismo subió 15 veces (Martínez, 2004).

Siguiendo lo anterior, autores como Alley & Asekomeh (2014) afirmaron que los citados eventos históricos, lograron aumentar el precio del petróleo a pesar de que los países no pertenecientes a la OPEP incrementaron la producción del crudo. Como consecuencia de esta crisis, desde 1982, el precio de petróleo entró a un proceso de descenso que duró hasta finales de los noventa.

Crisis del Año 2008

Dentro del contexto político de esta crisis, se puede afirmar que la principal causa de la caída del precio del petróleo a finales del año 2008, fue la crisis financiera que se presentó durante el mismo año.

Como consecuencia de la crisis financiera que se evidenció en el segundo semestre del año 2008, el mercado hipotecario de Estados Unidos colapsó, así como las grandes instituciones financieras de ese país, las cuales tuvieron que transformarse en bancos comerciales para poder acceder a los recursos de rescate federal (González, Pérez & Montoya, 2009). Como se argumentó, fueron tan fuertes los efectos de esta crisis que Hamilton (2008), aseguró que cualquiera que haya sido su causa, originó una de las mayores situaciones económicas vividas en la posguerra.

Por otro lado, desde un punto de vista económico, la crisis del año 2008 tiene antecedentes en eventos anteriores, como lo fue el aumento del consumo de petróleo en el año 2004, el cual se incrementó en más de tres millones de barriles diarios (Agencia Internacional de la Energía, 2008). De hecho, Bataa (2010), afirmó que el barril pasó de un precio mínimo de 20 dólares a finales de la recesión del año 2001, a un precio máximo de 140 dólares a mediados del año 2008. No obstante, estos precios no duraron todo el año y tal como lo evidenció el Banco Central Europeo (2012), durante la recesión mundial del año 2008, el precio del petróleo se desplomó a mediados del mes de septiembre del mismo año.

Como se venía diciendo, la situación anterior generó poderosos efectos en la demanda de productos industriales básicos y originó una reducción de la demanda mundial en los productos como el petróleo, ocasionando a su vez, la mencionada caída de su precio, de 134 dólares en junio de 2008 a 39 dólares en febrero del 2009 (Baumeister & Kilian, 2015).

Primavera Árabe – Crisis del Año 2011

A principios del año 2011 ocurrieron los eventos sísmicos de la Primavera Árabe. Para Salman (2015), el Despertar Árabe es un concepto que denotó una marea revolucionaria de manifestaciones, protestas y guerras civiles como forma de oposición a las autoridades en los territorios árabes. Complementando lo anterior, Cuadro (2016) aseguró que estos eventos no solo tuvieron consecuencias en el plano local, sacudiendo a los países directamente afectados, sino que también impactaron en las relaciones regionales.

En cuanto a los efectos económicos que fueron generados por esta crisis, en primer lugar, se encontró la ralentización de las principales economías occidentales y la consecuente disminución del flujo de exportaciones destinado a los países involucrados en la Primavera Árabe, en un contexto de recesión internacional generalizada, caracterizado por el colapso de las finanzas internacionales (Rabbia, 2012). La nueva perspectiva que dejó la Primavera Árabe reflejó la volatilidad del precio del petróleo (Darbouche & Fattouh, 2011).

Crisis del Año 2014

Entre mediados del año 2014 y principios del año 2016, la economía se enfrentó a una de las mayores crisis del precio del petróleo en la historia moderna. Desde el punto de vista político, el Banco Mundial (2018), aseguró que esta crisis tuvo como origen el amplio crecimiento de la producción de Estados Unidos y cambios en las políticas de la OPEP, lo cual generó que el crecimiento mundial se moderara de un 2.8 % en los años 2014 - 2015 y pasara a un mínimo de postcrisis del 2.4 % en el año 2016.

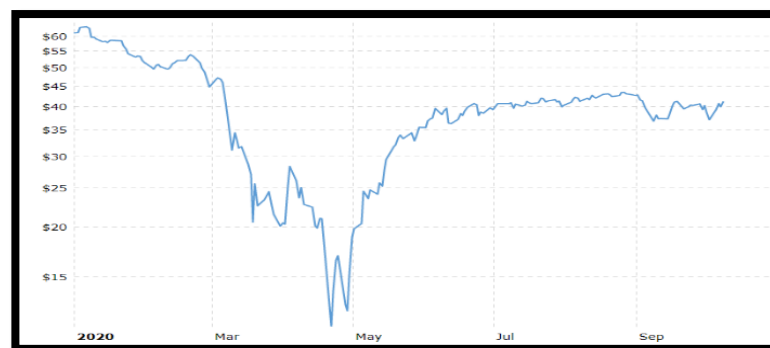
Ahora bien, desde un punto de vista económico, la caída del precio del petróleo durante estos años evidenció que las grandes variaciones en los precios de este crudo, pueden generar efectos perjudiciales en la actividad mundial desincentivando la inversión internacional, tanto en sectores energéticos, como en otros diferentes.

Adicional a lo anterior, la caída del 70% del precio durante esta crisis fue una de las mayores disminuciones desde la Segunda Guerra Mundial (Banco Mundial, 2018). Esto, tuvo como consecuencia que el precio del Brent cayera desde 112 dólares por barril en junio del 2014, a 48 dólares por barril en enero del 2015 (Hou, Keane, Kennan, Willem, 2015).

Crisis del Año 2020

Finalmente, teniendo en cuenta que las variaciones de precio son el común denominador en el mercado petrolero, como se observó a lo largo de este subcapítulo, existen circunstancias fuera de lo habitual que las generan, lo que se materializa en pérdidas económicas para cualquier interviniente en este mercado. Un ejemplo de dichas variaciones no habituales, se está presentando en este momento, pues desde el mes de diciembre de 2019 (cuando el precio del barril de crudo de petróleo rondaba en los 64 dólares) su precio ha disminuido radicalmente, alcanzando en el mes de marzo de 2020 un valor aproximado de 11 dólares por barril (como se evidencia en la gráfica siguiente).

Figura 1: *WTI Crude Oil Prices – 10 Year Daily Chart.*



Nota: el gráfico representa la disminución que tenido el petróleo desde el mes de marzo del año 2020. Tomado de Macrotrends en: <https://www.macrotrends.net/2516/wti-crude-oil-prices-10-year-daily-chart>.

Dicha caída del precio es atribuible a dos principales factores, siendo estos (i) la propagación del COVID-19, que de conformidad con lo establecido por el Foro Mundial

Económico, ha generado un efecto económico aún mayor que cualquiera de sus predecesores, incluyendo el brote de SARS en 2003 (Scott, 2020) y, (ii) la salida de Arabia Saudita de la OPEP y el quebranto de sus acuerdos comerciales con Rusia, lo que derivó en una lucha sin lineamientos en el mercado petrolero, dando como resultado la inundación del mercado con petróleo de muy bajo precio (Yergin, 2020).

En concordancia con lo anterior, los precios del petróleo se desplomaron como consecuencia de la expansión del COVID-19 ya que, los principales países importadores de crudo como China, redujeron su producción industrial, ralentizando la fabricación de ceras, perfumes, acondicionadores y productos que dependen del petróleo (Kingsly & Kouam, 2020).

En términos generales, la propagación del COVID-19 ocasionó que la fabricación de productos fuera más lenta y además, que las personas realizaran menos viajes; siendo estas, causas expresas de los precios bajos del petróleo. Ahora bien, sobre la salida de Arabia Saudita de la OPEP y el quebranto de sus acuerdos comerciales con Rusia, debe decirse que ambos países tienen necesidades presupuestarias y perspectivas de mercado diferentes. Mientras que Arabia Saudita buscaba mantener los precios del petróleo altos, Rusia quería una mayor participación dentro del mercado petrolero (Kingsly & Kouam, 2020).

Salta a la vista que los efectos de la pandemia desencadenaron una crisis económica que impactó, y sigue impactando de manera directa e indirecta a todos los sectores económicos, incluido el minero energético. De acuerdo con Deloitte (2020), el COVID-19 generó un desequilibrio entre la oferta y la demanda del petróleo, ocasionando que las compañías petroleras internacionales hayan respondido con un recorte de gastos operativos y de capital.

Específicamente en el 2020, por impacto del COVID-19, se ha demostrado que cuando los precios del petróleo caen, los efectos en la economía nacional son mayores (Arellano & Montañez,

2020). Por la misma situación, el precio spot del Brent europeo cayó un 85% entre enero 22 del 2020, fecha en la que se anunció la primera transmisión de humano a humano de COVID-19, hasta el 21 de abril de 2020, momento en que superó las crisis económicas del 2008 y el 2014 (Banco Mundial, 2020).

Teniendo en cuenta lo explicado en el presente capítulo, es evidente que el petróleo y sus productos derivados son *commodities* básicos dentro del mercado internacional (Levine, Taylor, Arthur, Tolleth, 2014), tanto así, que las variaciones en su precio generan consecuencias económicas, sociales y culturales a nivel mundial. Como se constató en este capítulo, por su amplia relevancia, el petróleo se comercializa en un mercado autónomo en el que intervienen diferentes agentes económicos que deciden basar la realización y ejecución de sus negocios en el precio de este recurso.

Este desarrollo económico tuvo el propósito exclusivo de ilustrar la relevancia del petróleo a nivel nacional e internacional, así como sus características básicas y las consecuencias negativas que una crisis puede llegar a generar en el contexto de las operaciones que tienen lugar en el mercado petrolero. Sin perjuicio de la variabilidad típica del precio del petróleo, varios agentes de este mercado buscan mejorar el posicionamiento que tienen en el mismo a través de fusiones o adquisiciones empresariales las cuales, normalmente deberán asumir los riesgos de dicho mercado (la variación típica del precio del petróleo). En el capítulo siguiente se hará un breve recuento de las fusiones y adquisiciones societarias y su regulación bajo la ley colombiana.

Regulación de los Contratos de Fusión y Adquisición

En los mercados actuales, el posicionamiento de una empresa, o la dimensión que la misma pueda tener frente a sus competidores, es uno de los factores diferenciadores a la hora de escoger una alianza comercial. Es por este motivo que buscando este mejor posicionamiento, muchos

empresarios han decidido acudir a varias figuras legales que buscan llegar a estos niveles de asociación.

La consecución de estos objetivos de agrupación y colaboración suelen hacerse a través de dos tipos de herramientas, las cuales son: (i) los contratos de colaboración; y (ii) los contratos de efectiva concentración (Reyes, 2017).

Para efectos de lo anterior, los Contratos de Colaboración han sido definidos por la Superintendencia de Sociedades como:

“(...) figuras en virtud de las cuales, varias personas naturales o jurídicas, unen sus esfuerzos, conocimientos, capacidad técnica y científica para a gestión de intereses recíprocos y, aunque parten de una base asociativa, no hay socios propiamente dichos, sino un modelo de colaboración para la ejecución de uno o varios proyectos.”

(Superintendencia de Sociedades, 2009).

Así mismo, la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), desde un énfasis mucho más tributario, también ha realizado acercamientos al concepto de contratos de colaboración, determinando que los mismos:

(...) se conforman a través de la unión de talentos de los expertos, de la comunidad de esfuerzos económicos y técnicos o de la combinación de los anteriores, etc., con el fin de alcanzar la cooperación entre entes independientes, para el logro de un objetivo común y específico.” (Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales, 2012).

Dentro de estos Contratos de Colaboración, de acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, podemos encontrar: (i) consorcios; (ii) uniones temporales; (iii) cuentas en participación; y (iv) contratos de administración delegada.

Sin perjuicio de lo anterior, la doctrina también se ha encargado de determinar la existencia de ciertos contratos que suponen una colaboración entre diversas partes para la consecución de un objetivo común. Entre estos contratos, el de mayor relevancia es el *Joint Venture*, el cual corresponde al acuerdo entre dos o más partes que, trabajando como un conjunto, aportan recursos, conocimientos, trabajo y/u otros aspectos similares que están encaminados a la consecución de un fin último, rigiendo antes su relación, por un contrato previo, en el cual se regula incluso, los regímenes de responsabilidades (Donoso, 2014).

Teniendo en cuenta el alcance de nuestro análisis, las herramientas o contratos de colaboración no serán expuestos a profundidad.

Continuando con lo anterior, los Contratos de Concentración por su parte, suponen una efectiva integración de sociedades a través de una fusión, adquisición o compra global de activos o pasivos. Según Reyes (2017), estas integraciones se caracterizan por la efectiva integración de capitales o el cambio de la estructura interna de las sociedades participantes y a su vez, pueden ser de dos tipos: (i) horizontales; o (ii) verticales.

Se entiende por integración horizontal aquella que ocurre entre agentes que realizan actividades iguales o semejantes, y tiene por objeto solidificar la posición de un participante en un mercado específico, o en su defecto, eliminar competidores de un mismo renglón económico (Reyes,2017).

Por el contrario, las integraciones verticales son aquellas operaciones en las cuales, una compañía busca solidificar su proceso productivo, a través de la integración de compañías participantes en diferentes eslabones de su cadena productiva, logrando así, adquirir factores de producción propios o poseer su propio canal de distribución (Tamayo & Piñeros, 2007).

Como se mencionó con anterioridad, las fusiones y adquisiciones societarias son figuras pertenecientes a los Contratos de Concentración, y usualmente son usados como mecanismos de crecimiento empresarial, y por ende, posicionamiento preferencial en el mercado (Zozaya, 2007). En ese orden de ideas, las fusiones y adquisiciones, a grandes rasgos, pueden ser entendidas como herramientas corporativas encaminadas a aumentar la competitividad y dimensión de compañías mediante la combinación y adquisición de empresas, las cuales se encuentran debidamente regulados por la legislación del Estado competente (Zozoya. 2007).

Teniendo en cuenta lo anterior, en el presente capítulo se hará una revisión normativa, doctrinal y jurisprudencial de los contratos de (i) fusión; (ii) adquisición de acciones; y (iii) adquisición de activos, enfatizando en su desarrollo dentro del mercado petrolero.

Fusiones

La fusión se encuentra regulada en el artículo 172 del Código de Comercio, la cual tiene lugar cuando una o más sociedades se disuelven, sin liquidarse, para ser absorbidas por otra o para crear una nueva sociedad. El mismo artículo, determina que la sociedad absorbente adquiere tanto los activos, como los pasivos de las sociedades absorbidas con la firma y formalización del acuerdo de fusión.

El Código de Comercio determina además la naturaleza propia de una fusión, estableciendo que la misma corresponde a una reforma estatutaria. En este sentido, el artículo 162 del Código de Comercio determina lo siguiente: *“La disolución anticipada, la fusión, la transformación y la restitución de aportes a los asociados en los casos expresamente autorizados por la ley, son reformas estatutarias”*.

Siendo así las cosas, la fusión es un tipo de reforma estatutaria en virtud de la cual una sociedad, denominada sociedad absorbida, transmite en bloques, su activo y pasivo a otra sociedad, denominada la sociedad absorbente, logrando así una consolidación patrimonial en una nueva compañía, o en otra ya existente (Reyes, 2017).²

Por su parte, la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia no ha sido muy extensa frente a la definición del concepto de fusión. Sin embargo, en la Sentencia del 14 de junio de 1938, determinó que dicha figura se caracteriza por la asunción de dos vertientes, siendo estas (i) la creación de una nueva sociedad que reúne y engloba las entidades fusionadas; o (ii) la anexión o absorción en que se unen dos o más sociedades, que también desaparecen a otra preexistente que continúa su vida legalmente.³

Mientras tanto, la doctrina se ha encargado de generar una diferenciación en el concepto de fusión, determinando que la misma tiene dos acepciones diferentes, siendo estas una faceta económica y otra plenamente jurídica.

Desde el punto de vista económico, el concepto de fusión hace referencia a la unión o integración de empresas bajo una sola voluntad, para el cumplimiento de un objetivo común determinado por las partes (Rodríguez, 1971). Por otro lado, desde un punto de vista meramente jurídico, la fusión corresponderá a un acto corporativo mediante el cual, una sociedad, extinguiéndose, transmite el total de su patrimonio activo y pasivo a otra sociedad preexistente o de nueva creación, produciéndose el cambio de adscripción de sus acciones, mediante el canje de

² Se habla de una sociedad nueva o una previamente existente debido a que los procesos de fusión pueden darse sobre sociedades creadas exclusivamente para la ejecución de la fusión, o en sociedades con cierto recorrido en un mercado específico, por lo que es una sociedad ya existente (o por lo menos con operatividad anterior), la que pasa a recibir el bloque de activos y pasivos de la sociedad absorbida.

³ Es importante tener en cuenta que, aunque la Corte Suprema de Justicia menciona la necesidad de que se involucren 3 sociedades, en la actualidad, las fusiones pueden darse entre 2 sociedades.

acciones de la sociedad disuelta, por acciones de la sociedad absorbente o de nueva creación (Bercovitz, 1995).

Así las cosas, se puede entender que la fusión corresponde a aquella reforma estatutaria en virtud de la cual, una sociedad transmite en bloque su patrimonio a otra sociedad, nueva o preexistente, la cual, a cambio de dichos activos y/o pasivos, otorga a los accionistas de la(s) sociedad(es) disueltas acciones de la sociedad que persiste, con el objeto de, conjuntamente, lograr alcanzar un propósito común.

Teniendo claro el concepto de fusión, es necesario analizar los diversos efectos que esta puede llegar a tener frente a las sociedades participantes y frente a terceros.

Traspaso En Bloque De Patrimonios

El traspaso en bloque del patrimonio de una sociedad a otra hace referencia a aquel fenómeno en virtud del cual, con razón de la ocurrencia de una fusión, ocurre una transferencia íntegra de los activos y pasivos de la sociedad disuelta a la nueva sociedad, o la sociedad preexistente, la cual pasa a ser la titular de los activos y responsable de los pasivos existentes con anterioridad al perfeccionamiento de la fusión (Reyes, 2017). Esta transferencia de activos goza de una característica especial, la cual consiste en que esta se lleva a cabo en un solo acto jurídico o, como *sub especie universalitatis* (Reyes, 2017).⁴

La legislación colombiana no tiene un artículo específico en el cual se identifique la transferencia en bloque del patrimonio como un elemento propio de las fusiones, sin embargo, existen varios apartados normativos que evidencian la existencia de este efecto, al determinar el

⁴ Se debe tener en cuenta una precisión, la cual consiste en que el título de la transferencia va a ser el acuerdo de fusión, sin embargo, a la hora de perfeccionar el modo, cada uno de los bienes que hacen parte del capital social, deben cumplir los requisitos propios de su naturaleza.

paso de todos los activos y pasivos de la sociedad disuelta o absorbida en favor de la sociedad existente o absorbente.

Siguiendo lo anterior, el artículo 172 del Código de Comercio (en su inciso segundo) determina que, una vez se formalice el acuerdo de fusión, corresponderá a la sociedad absorbente hacerse cargo de los pasivos que tuviera la sociedad disuelta. Al respecto, el artículo en cuestión determina lo siguiente: *“La absorbente o la nueva compañía adquirirá los derechos y obligaciones de la sociedad o sociedades disueltas al formalizarse el acuerdo de fusión.”*

Por otro lado, el artículo 175 del Código de Comercio (en su inciso segundo) también hace alusión a la asunción, por parte de la sociedad existente o absorbente, de la totalidad de obligaciones y garantías otorgadas por la sociedad absorbida o disuelta. Al respecto, el artículo en cuestión determina lo siguiente: *“Vencido el término indicado en el artículo anterior sin que se pidan las garantías, u otorgadas éstas, en su caso, las obligaciones de las sociedades absorbidas, con sus correspondientes garantías, subsistirán solamente respecto de la sociedad absorbente”.*

La doctrina ha resaltado otras implicaciones que este efecto puede llegar a generar, como es el caso del impacto frente al derecho tributario, toda vez que la sociedad que recibe el patrimonio pasará a ser solidariamente responsable de las obligaciones fiscales existentes en cabeza de las sociedades ya disueltas (Reyes, 2017). Al respecto, el artículo 319-9 del estatuto tributario determina lo siguiente:

“En todos los casos de fusión, las entidades participantes en la misma, incluyendo las resultantes de dichos procesos si no existieren previamente a la respectiva operación, serán responsables solidaria e ilimitadamente entre sí por la totalidad de los tributos a cargo de las entidades participantes en la fusión en el momento en que la misma se

perfeccione, incluyendo los intereses, sanciones, anticipos, retenciones, contingencias y demás obligaciones tributarias.”⁵

El traspaso en bloque de patrimonios también da lugar a la necesidad de analizar los posibles efectos que estas transacciones generan desde un punto de vista laboral, pues al traspasar todos los activos y pasivos de la sociedad, existen ciertas obligaciones laborales que se van a trasladar con los pasivos transferidos de la sociedad absorbida. En estos casos, la figura aplicable va a ser la sustitución patronal, la cual se encuentra descrita en el artículo 67 del Código Sustantivo del Trabajo.

Sin perjuicio de lo anterior, y teniendo en cuenta que como resultado de la fusión una de las sociedades involucradas se va a disolver, se debe tener claro que responderá únicamente el nuevo empleador, debido a que el anterior ya no contará con personería jurídica (Reyes, 2017).

La Superintendencia de Sociedades, en varias oportunidades ha ratificado que un proceso de fusión, supone la efectiva transmisión en bloque del patrimonio de la sociedad disuelta o absorbida, en favor de la sociedad existente o absorbente, la cual pasa a asumir en su totalidad los pasivos que dichas sociedades hayan adquirido con anterioridad a la formalización del acuerdo de fusión.⁶ En este sentido dicha entidad, en el Oficio 220-090723 del 20 de mayo de 2016, determinó lo siguiente:

“Como enunciado debe decirse que la sociedad absorbente o la nueva compañía adquiere los derechos y obligaciones de la sociedad o sociedades disueltas al formalizarse el

⁵ La transferencia de activos se encontrará cobijada bajo el principio de neutralidad tributaria (y por lo tanto no se consideran una enajenación), siempre y cuando no se den los supuestos establecidos en los artículos 319-3 y 319-5 del estatuto tributario.

⁶ Dentro de los pronunciamientos enunciados se encuentran los Oficios 220-10481 del 27 de marzo de 2001 y 220-062689 del 12 de diciembre de 2012.

acuerdo de fusión (Inciso segundo del artículo 172 C. Co.), que trae como consecuencia directa que las obligaciones de las sociedades absorbidas, con sus correspondientes garantías, subsistan solamente respecto de la sociedad absorbente.”

Así las cosas, podemos concluir que la transmisión en bloque de los activos de la sociedad disuelta o absorbida es un elemento propio de la formalización de una fusión, y que la misma puede llegar a generar impactos, tanto en materia tributaria, como en materia laboral.

Extinción De Las Sociedades Fusionadas

Una vez el acuerdo de fusión se formaliza, uno de los principales efectos del mismo, es la extinción de las sociedades absorbidas, toda vez que las mismas, de acuerdo con lo establecido en el artículo 172 del Código de Comercio, se disuelven.

Frente al artículo citado (principalmente, frente al empleo del término “disolución sin liquidación”), la doctrina ha argumentado que, más que una disolución se hace referencia a una extinción, toda vez que la fusión es un medio de extinción de las sociedades (Beltrán, 2013). Adicionalmente, se menciona que la disolución no da como resultado ninguno de los efectos propios de la fusión, y por lo tanto, no es la figura aplicable a las sociedades absorbidas en uno de estos procesos.⁷

Esta extinción, de conformidad con lo establecido en la legislación comercial, tendrá lugar una vez se formalice el acuerdo de fusión y sea debidamente radicado en la Cámara de Comercio correspondiente, lo cual dará lugar a la cancelación inmediata de las matrículas mercantiles de la(s) sociedad(es) absorbidas.

⁷ Esta postura también es respaldada por José Ignacio Narváez, en su libro “*Teoría General de las Sociedades*”.

Suscripción de Acciones de la Sociedad Absorbente en Favor de los Accionistas de la Sociedad Absorbida

Una vez se procede a formalizar la fusión, los accionistas de las sociedades absorbidas recibirán, como contraprestación de dicha transacción, acciones representativas de capital de la sociedad absorbente, lo que les permite seguir participando en el negocio, a través de la última.

Este evento se encuentra debidamente regulado en la legislación comercial (principalmente en la Ley 1258 de 2008), la cual determina en su artículo 30 que, para las sociedades por acciones simplificadas, los accionistas de las sociedades absorbidas podrán recibir tanto acciones como cualquier otro tipo de activos como contraprestación de la fusión.

La Superintendencia de Sociedades no ha sido ajena a este efecto, y mediante el Oficio 220-066236 del 23 de mayo de 2011, determinó que los accionistas de la sociedad absorbente podrán recibir bienes diferentes a las acciones, siempre y cuando se siga el siguiente procedimiento:

1. Se deberá presentar la opción de entregar activos diferentes a las acciones de la sociedad absorbente a la Asamblea General de accionistas para que esta, mediante mayoría simple, apruebe dicha alternativa.
2. Una vez se obtenga la aprobación de la Asamblea General de Accionistas se deberá solicitar aprobación previa por parte de la Superintendencia de Sociedades, solo si se cumple con alguno de los presupuestos enunciados en el capítulo primero, numeral 1 literal A de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia de Sociedades.⁸

⁸ Esta posición ha sido respaldada por la Superintendencia de Sociedades en Oficio No. 220-066236 del 23 de mayo de 2011.

Una vez se obtenga la autorización, se puede proceder con la formalización de la fusión y por ende proceder con la entrega de los activos a los accionistas.

Responsabilidad de Accionistas por Obligaciones Anteriores al Proceso de Fusión

Como se ha venido explicando, el proceso de fusión se caracteriza por la extinción de una sociedad y la adquisición de acciones de la sociedad absorbente por parte de los accionistas de la sociedad absorbida.

En este orden de ideas, y debido a la posibilidad de una transformación social dentro del proceso de fusión (principalmente en casos donde la sociedad absorbida tiene un tipo social diferente al de la absorbente), la doctrina ha establecido una limitación a la responsabilidad de los nuevos accionistas, determinando que, en caso de que su nivel de responsabilidad se amplíe como resultado de la fusión, el aumento de responsabilidad solo será aplicable a las obligaciones adquiridas con posterioridad a la formalización del acuerdo y por lo tanto, las obligaciones adquiridas con anterioridad se regirán bajo los estándares anteriores de responsabilidad (Superintendencia de Sociedades, 1998).

Adquisiciones

Las adquisiciones pueden ser de dos tipos, siendo estos (i) de acciones; o (ii) de activos. En primer lugar, las adquisiciones de acciones o compraventa de acciones son contratos en virtud de los cuales una parte “A” (denominada vendedor), vende a una parte “B” (denominada comprador), las acciones de una determinada compañía. Dicha venta terminará de formalizarse, una vez sea debidamente registrada en el libro de accionistas de la sociedad emisora de las acciones (Escobar, 2006).

La compraventa de acciones es un negocio de gran importancia dentro del mundo societario, toda vez que, como se mencionó en los principios de este capítulo, la misma ayuda a fortalecer el posicionamiento de una empresa en un mercado o a reducir sus costos de producción y distribución. Lo anterior, debido a que al adquirir participación en sociedades en diversos sectores geográficos o eslabones de la cadena, los costos de producción y/o distribución disminuyen, a la vez que su presencia en el mercado aumenta (Zozaya, 2007).

La adquisición de acciones es un negocio que no ha sido objeto de mayor regulación a nivel legal, por lo que corresponde a los accionistas de cada sociedad, a través de sus estatutos sociales, regular el procedimiento de compra y venta de acciones de su compañía.

Dentro de las limitaciones habituales a las adquisiciones de acciones, puede encontrarse el derecho de preferencia en negociación (también conocidos como ROFO). Este determina que, en cualquier proceso de venta de acciones, el accionista vendedor deberá remitir al resto de accionistas una oferta correspondiente a la venta de sus acciones, en las mismas condiciones bajo las cuales está ofreciendo a compradores externos. Una vez pasa un término establecido dentro de los estatutos (generalmente 15 días), y si no existe ninguna oferta por parte de alguno de los accionistas, el accionista vendedor podrá realizar la venta a los terceros interesados (Harrison, 2016).

Otro tipo de limitación, conocido como periodos de gracia o *lock ups*, son figuras jurídicas que buscan asegurar una permanencia mínima de ciertos accionistas, las cuales, para efectos prácticos suele incluirse en acuerdos de accionistas. En virtud de la misma, los accionistas afectados por dichas cláusulas no podrán disponer de sus acciones sino hasta el fenecimiento del plazo ahí acordado (Harrison, 2016).

Así las cosas, el contrato de compraventa de acciones dependerá íntegramente de los acuerdos que los accionistas hayan celebrado, ya sea a través de los estatutos sociales, o, en su defecto, en los acuerdos de accionistas que hayan sido debidamente registrados en la sociedad.

Por otro lado, los acuerdos de adquisición de activos (normalmente conocidos como *Asset Purchase Agreements*), son contratos en virtud de los cuales, una Compañía “A” (denominada vendedora), vende a una compañía “B” (denominada compradora) un conjunto de activos propios de un negocio en específico, de manera conjunta, evitando así la venta unificada de cada uno de los productos. Estos se caracterizan por imponer responsabilidades menores a los participantes en la transacción, dado que no existe una transferencia de acciones, pero genera riesgos a la hora de responder por obligaciones *propter rem*, toda vez que el objeto último es la trasmisión de la propiedad sobre ciertos bienes determinados (Egan, Tafe, & Thompson, 2002).

Estos acuerdos de venta de activos se suelen diferenciar de las compraventas habituales, en el hecho de que el objeto de la transacción no es un bien en sí, sino un conjunto de bienes definidos, afines al ejercicio de una actividad común (por ejemplo, la venta de una facilidad textil) (Egan, Tafe, & Thompson, 2002).

Este tipo de contratos no genera una integración de capitales de las sociedades participantes, toda vez que en dichos contratos no se altera la composición accionaria de ninguna de las partes. Sin embargo, la misma corresponde a una herramienta de concentración toda vez que genera una reorganización interna, pues se suelen vender negocios completos junto con sus herramientas de operación (por ejemplo, maquinaria, predios, instalaciones, etc.).

Ahora bien, frente a la regulación legal, al igual que las compraventas de acciones, no existe una regulación específica que determine limitaciones o reglas especiales a los acuerdos de

compraventa de activos, por lo que corresponde a los accionistas de la compañía, a través de sus estatutos sociales, la limitación de dichas actividades.

Estas limitaciones suelen aparecer como prohibiciones o restricciones al representante legal para la venta de activos fijos de las compañías, o para la celebración de contratos por montos superiores a ciertos estándares preestablecidos por el acuerdo social. A la hora de la verdad, estas transacciones suelen materializarse mediante la aprobación de la asamblea general de accionistas, a través de acta de asamblea, del proyecto de venta de activos presentada por la tercera parte interesada, y la cual se materializa con la debida transferencia de los activos objeto del contrato (Harrison, 2016).

Sin perjuicio de lo anterior, y toda vez que no existe norma especial que determine lo contrario, los activos deberán seguir todas las formalidades necesarias para su efectiva venta, por lo que, bienes con regulaciones especiales (como es el caso de los inmuebles) deberán respetar las formalidades propias del modo, a la hora de celebrar el negocio.

Así las cosas, analizados los efectos y características básicas de las fusiones y adquisiciones, podemos evidenciar que las mismas corresponden a las herramientas de concentración más ajustadas al crecimiento de una empresa dentro de un mercado en específico, el cual incluye el mercado petrolero. De igual manera encontramos que el mercado petrolero no sigue los estándares básicos de los mercados usuales, pues el mismo se encuentra dividido en diversas etapas productivas, las cuales afectan de manera importante, tanto la negociación como la redacción de los documentos que dan lugar a las transacciones.

Es por este motivo que en el aparte siguiente, se hará un breve análisis de las etapas productivas en el mercado petrolero, para poder así analizar los efectos de las cláusulas de protección al comprador en cada una de estas etapas.

Especificidades del Mercado Petrolero en Fusiones y Adquisiciones Societarias

Como se dijo con anterioridad, las herramientas de concentración han tenido una gran aceptación en el mercado petrolero, pues las mismas ayudan al posicionamiento y crecimiento de sus agentes en un mercado altamente competitivo. En este sentido, Shuen, Feiler y Teece (2014), aseguraron que en general, las sociedades petroleras tienen dos opciones para aumentar sus reservas: (i) mediante estrategias de adquisición, comprando reservas acreditadas y, (ii) mediante asociaciones estratégicas para el descubrimiento de nuevos recursos. De igual manera, en virtud del crecimiento del mercado petrolero durante las últimas décadas, el mismo ha experimentado una alta actividad de fusiones y adquisiciones, especialmente, en los sectores de las fases iniciales (Chung Hsu, Wright & Zhu, 2017).

Teniendo en cuenta que la finalidad de este documento es hacer un análisis de las principales implicaciones contractuales, generadas por variaciones abruptas en el precio del petróleo dentro del mercado societario petrolero, haremos una breve mención de las especificidades de dicho mercado, dentro de transacciones relacionadas con fusiones y adquisiciones corporativas.

Para efectos de lo anterior, debe entenderse que en el mercado petrolero existen varios elementos sobre los que se realizan las transacciones jurídicas estudiadas a lo largo de este capítulo, específicamente, las fusiones y adquisiciones. A su vez, dichos elementos pertenecen a una cadena de valor y comprenden diferentes etapas, las cuales son: (i) *upstream*; (ii) *midstream*; y (iii) *downstream*. Sobre lo anterior, la doctrina ha dicho que:

“la industria petrolífera es compleja porque es una cadena de valor en sí misma que comprende tres etapas principales: la fase upstream, que se refiere a la exploración, desarrollo y producción; la fase midstream, que comprende todo lo relacionado con el transporte y el almacenamiento; y por último la fase downstream, que incluye el refinamiento del petróleo, su venta y distribución” (Devia & Santa, 2015).

En ese orden de ideas, la fase *upstream* hace referencia al inicio de la actividad industrial, es decir, a la exploración, desarrollo y producción o extracción del petróleo (López, (2010) citado en Devia & Santa, 2015). Sobre esto, la doctrina ha señalado:

“La primera fase se denomina, exploración y consiste en la búsqueda de reservas de hidrocarburos valiéndose de los diferentes medios técnicos disponibles. Las actividades de exploración comprenden los disparos y medición de sísmica, los estudios geológicos, el análisis de más muestras extraídas, y la perforación de pozos exploración (...), que se caracterizan por ser los primeros pozos perforados en áreas donde no existe producción de petróleo” (López, 2001).

En esta fase, el precio del petróleo es elemento clave para las fusiones y adquisiciones privadas del mercado petrolero. El optimismo sobre el futuro precio del petróleo incrementa su valor, mientras que cualquier duda sobre dicho precio, lo disminuye (Spalding, 2020). De acuerdo con el mismo autor, cuando el precio del petróleo se mantiene alto, se realizan un mayor número de estas transacciones.

Continuando con lo anterior, la fase *midstream* comprende los procesos industriales del petróleo que ocurren entre las etapas de aguas arriba y aguas abajo. Abarca el tratamiento, almacenamiento y transporte del petróleo y del gas del sitio de extracción a las refinerías (Devia & Santa, 2015). Según estos autores, el resto del mercado se encuentra condensado en la fase

downstream, la cual incluye principalmente en refinamiento de crudo y su posterior distribución y comercialización.

A diferencia de la fase *upstream*, en las fusiones y adquisiciones que se realizan en los sectores de *downstream* y *midstream*, el elemento clave consiste en el precio de los *commodities*, su demanda y valor de ser transportados (Spalding, 2020). El mismo autor asegura que los negocios que se llevan a cabo en estas fases, resultan ser más complejos que los que se celebran dentro de la primera fase.

Como se pudo evidenciar, las operaciones de fusión y adquisición son fenómenos usuales dentro del mercado petrolero, llegando incluso a tener un papel protagónico en cada una de las fases que lo componen. Así las cosas, y teniendo en cuenta la asunción de riesgos por parte de los agentes del mercado petrolero al negociar tanto con el crudo mismo, como con sus derivados y/o las entidades que ejercen actividades en este mercado, consideramos necesario la inclusión y evaluación de cláusulas de protección para aquellos eventos que sobrepasan la normalidad de los riesgos usualmente asumidos en el mercado petrolero, las cuales hemos denominado crisis.

Teniendo claro esto, en el siguiente capítulo se evaluarán 4 cláusulas contractuales de especial relevancia, que suelen ser incluidas en contratos de adquisición y/o acuerdos de fusión, buscando proteger al comprador frente a variaciones abruptas del precio del petróleo o cambios bruscos en las condiciones de los activos inicialmente incluidos en los acuerdos.

Cláusulas y Remedios Contractuales

Teniendo claro las diversas etapas del negocio petrolero, es necesario determinar qué soluciones contractuales han sido utilizadas en la práctica para poder minimizar los riesgos derivados de las variaciones del precio del petróleo. Para estos efectos, se hará un análisis de las 4 principales herramientas que, a nuestro juicio, asignan de mejor manera los riesgos en favor del

comprador, o por lo menos, reducen el margen de perjuicios que este último deberá asumir como resultado de dicho cambio.

En ese orden de ideas, las cláusulas a estudiar serán: (i) cláusula de ajuste al precio; (ii) declaraciones y garantías; (iii) condiciones precedentes; y (iv) cláusulas de efecto material adverso. Una vez se culmine el análisis de dichas cláusulas, se presentará, a título de conclusión, un esquema de protección al comprador, frente a variaciones abruptas del precio del petróleo en operaciones de fusión y adquisición.

Cláusula de Ajuste al Precio

Como se ha evidenciado a lo largo de este documento, la finalidad principal de las partes es proteger sus negocios jurídicos, siendo fundamental en este punto, el precio de los mismos. Por lo anterior, resulta de especial trascendencia incluir mecanismos que permitan negociar el posible ajuste del valor de la transacción y por ende, el precio, sin que dicha negociación termine demorando considerablemente el acuerdo entre las partes.

Sobre lo anterior, Kohers y Ang (2000) aseguraron que uno de los conflictos más importantes en las fusiones y adquisiciones es el desacuerdo que pueden llegar a tener las partes sobre el justo valor de la transacción, situación que se hace más evidente en los casos en los que se presenta una asimetría de la información o cuando el valor del negocio se reduce como consecuencia de lo primero. Por lo anterior, las cláusulas de ajuste al precio resultan ser una importante herramienta para mitigar las controversias referentes a la valoración de la transacción (Coverseley (2009), citado por Elnahas, Hassan & Ismail, 2016)

Autores como Ragozzino y Reuer (2009), citados por Lukas (2015), sugieren que este tipo de herramientas contractuales ofrecen un remedio al riesgo de sobrepago que puede tener un

comprador, que se encuentre menos informado sobre la sociedad que busca adquirir. Por otro lado, se afirma que una cláusula de ajuste al precio, puede reducir los problemas de riesgo moral durante la ejecución de una fusión (Krug & Hegarty (2001), citados por Luka, 2015).

Así las cosas, esta cláusula, es aquella que regula según a qué criterio es que se va a pagar el precio sujeto a condición (Rupert, 2015). Por lo anterior, estructurar una cláusula de ajuste de precio no es una tarea sencilla. De acuerdo con Weber (2010), la redacción de esta cláusula debe ser sumamente cuidadosa, en el entendido de que deberá prever todas aquellas circunstancias y situaciones que puedan llegar a afectar la determinación de un precio futuro.

Lo que se complementa bajo el entendido de que este tipo de cláusulas no solucionan propiamente el conflicto, sino que lo pospone a un momento en el futuro en el que las partes van a tener más información, la cual, les va a permitir verificar si aplican o no, las condiciones pactadas en un principio (Rupert, 2015). Este autor señaló que para pactar una cláusula de ajuste al precio, es necesario tener las diferentes aproximaciones a la misma, de acuerdo con la voluntad de las partes. Algunas son:

1. Cláusula de ajuste al precio en función de ingresos: en esta aproximación es trascendental que las partes pacten procedimientos y políticas claras para el reconocimiento de los ingresos que serán valorados al final de la transacción.
2. Suceso de un evento específico: Sobre esto, los detalles de la negociación tienen que ser exhaustivos, lo cual, a su vez, genera costos elevados de transacción para las partes.

De lo estudiado en esta sección, se evidencia que para pactar una cláusula de ajuste al precio, sin importar cuál sea su aproximación, es necesario que esté claramente definida y que su alcance sea fácilmente identificable, salvaguardando siempre la naturaleza del negocio jurídico.

Siguiendo lo anterior, podemos concluir que la cláusula de ajuste al precio, más que un medio de salida de la transacción sirve como una herramienta contractual para realizar modificaciones al precio final acordado, siempre y cuando sucedan ciertos hechos específicos previamente acordados por las partes o cuando las mismas tengan diferentes valoraciones del precio final, o en general, valor de la transacción. Dicho ajuste, será realizado de conformidad con ciertos parámetros matemáticos, acordados por las partes al momento de firmar el contrato o acuerdo que da lugar al negocio jurídico.

Finalmente, resulta evidente que este tipo de cláusula contractual requiere de una exhaustividad aun mayor de las partes. Lo anterior, bajo el entendido de que para generar con esta efectos de protección estables y sólidos, derivados de su naturaleza jurídica, deben tenerse presentes una cantidad amplia de variables y circunstancias que deben ser razonables para ambas partes.

Declaraciones y Garantías (*Representations & Warranties*)

Sobre estas cláusulas, Harrison (2016), señaló que se encargaban de describir detalladamente las circunstancias de la empresa que sería adquirida dentro del negocio. De una forma más amplia, la doctrina las ha definido como:

“Afirmaciones de hecho, que conllevan al comprador a realizar la transacción de adquisición y al vendedor de enajenación, en relación con la empresa objeto que se está comprando a través de las acciones, o los activos o el establecimiento de comercio que se está adquiriendo mediante el contrato; y que se garantizan en una misma frase de manera consecuyente, con la declaración de que dichas afirmaciones son y serán ciertas, veraces y exactas al momento del cierre de la transacción.” (Rincón, 2018).

Complementando lo anterior, Avendaño & Estela (2018) aseguraron que las cláusulas de declaraciones y garantías, son una figura empleada dentro de los negocios jurídicos que consisten en hacer una serie de declaraciones tanto por el comprador como por el vendedor, en las que se dan por ciertos hechos, información y documentos que fueron relevantes para la conclusión del negocio. Por otro lado, en la doctrina anglosajona, Fox (2008) afirmó que esta cláusula es la herramienta contractual más común para asignar los riesgos entre las partes que suscriben el contrato.

Las declaraciones y garantías en nuestro país no tienen una definición legal expresa. Lo anterior, debido a que ni el Código de Comercio, el Código Civil, ni otras leyes tienen una definición de éstas. De igual manera, como lo explicó Rincón (2018), la jurisprudencia colombiana no ha dado una definición clara y consistente de estos conceptos; sin embargo, han sido validadas en el ordenamiento a través de diferentes pronunciamientos arbitrales, los cuales establecieron:

“Estas cláusulas tienen contenidos y efectos jurídicos precisos. Los “Representations” corresponden a las afirmaciones que formulan las partes acerca de supuestos de hecho para la celebración del contrato, al paso que las “Warranties” constituyen promesas de que los hechos son o serán verdaderos al momento de la celebración o cierre del negocio”. (...) “cuando una “representación” o afirmación de un supuesto de hecho se encuentra incorporada en el contrato, esta implica una promesa o “warranty” por parte del representado, de que los hechos son o serán verdaderos”. (Laudo Arbitral Corporación Financiera Colombiana S.A. vs. Invercol S.A. y otras (2005), citado por Vega, 2018).

Por otro lado, dentro del Laudo Balclin Investments S.L., Altra Inversiones Ltda. y otros vs. Jairo Andrés Gutiérrez Robayo y otros (2011), se señaló que: *“las declaraciones y garantías,*

(...) son el resultado de la aplicación del principio de autonomía de la voluntad privada, de cuyo incumplimiento se puede derivar el pago de perjuicios según haya sido acordado por las partes.”

Dentro del mismo laudo, el Tribunal señaló que las declaraciones y garantías no constituyen propiamente obligaciones de dar, hacer o no hacer (en su forma tradicional), sino que las define así:

“Son estipulaciones accesorias a las obligaciones principales, 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 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”.

Sobre lo anterior, Vega (2018) afirmó que, en principio la función de las declaraciones, es hacer constar dentro del contrato las razones por las cuales se contrató, mientras que las garantías, son una promesa de que dichos hechos son verdad. Además de todo lo anterior, estas cláusulas tienen diversas funciones económicas, distribuyendo los riesgos entre las partes, por la asignación de declaraciones y garantías a una de ellas. Así pues, producen certeza respecto a la valoración de la transacción (Even-Tov, Ryans & Davidoff, 2020).

Complementando lo señalado, de acuerdo con Freund (1994), las cláusulas de declaraciones y garantías tienen tres finalidades:

1. La primera, se relaciona con el deber de informar y sirve para persuadir al vendedor, a fin de que ponga a disposición del comprador, la máxima cantidad de información que sea posible sobre la sociedad que se busca adquirir, antes del cierre de la operación. En este supuesto, funcionan como complemento de la debida diligencia.
2. La segunda, hace referencia a la posibilidad de desistir del negocio por el comprador, en el caso de que determinadas declaraciones resulten ser excesivamente graves desde el punto de vista del comprador.
3. La tercera, a su vez, se relaciona con el derecho del comprador de solicitar la rescisión del contrato o, según su decisión, la indemnización por parte del vendedor en el caso de que se presente falsedad, inexactitud, omisión o violación contenida en las declaraciones hechas y garantías ofrecidas en el ámbito del contrato.

En virtud de lo anterior, es posible afirmar que las funciones generales de las declaraciones pueden enmarcarse dentro de las siguientes etapas: (i) antes de la firma del contrato, dentro del proceso de negociación de las declaraciones que complementarán el estudio de la debida diligencia del comprador; (ii) después de la firma del contrato, entendiéndose que el comprador se puede negar a firmar el acuerdo, si las declaraciones otorgadas por el vendedor no son lo suficientemente precisas (Harrison, 2016).

En ese orden de ideas, las cláusulas de declaración y garantías son regularmente afirmativas. No obstante, Harrison (2016) aseguró que la diferencia entre las declaraciones y garantías es ignorada en la práctica; aun cuando, las declaraciones son afirmaciones que confirman hechos y circunstancias que las partes esperan sean ciertas, mientras que las garantías aseguran que un hecho será verdadero, aun cuando la parte que hace la declaración, no está completamente segura o no tiene el control frente a la veracidad del mismo.

Continuando con sus diferencias, las declaraciones se relacionan con determinados acontecimientos ya ocurridos, y que guardan relación con el estado actual de la parte que las otorga. Sin perjuicio de lo anterior, estas garantías no cubrirán hechos o sucesos ocurridos con posterioridad a la fecha de firma del contrato o acuerdo que da lugar al negocio jurídico en cuestión. Estas, tienden a centrarse más en aspectos legales que comerciales (propios del desarrollo de la actividad comercial de la sociedad), pero incluyen ambos elementos (Harrison, 2016). El mismo autor afirmó que los principales temas cubiertos por las declaraciones dentro de una transacción suelen ser: (i) no reclamaciones; (ii) capitalizaciones; (iii) contratos; (iv) propiedad intelectual; (v) temas laborales; (vi) clientes y proveedores; y (vii) situación financiera de las sociedades.

Finalmente, es necesario estudiar las posibles implicaciones del incumplimiento de las obligaciones pactadas en estas cláusulas. Para lo anterior, es indispensable determinar si las declaraciones hechas no fueron ciertas, pueden activar, siempre y cuando las partes lo hayan pactado de forma expresa dentro del acuerdo, los efectos de una cláusula de indemnidad o la terminación anticipada del contrato.

Así las cosas, los efectos de estas cláusulas en lo referente a su incumplimiento, tienen como soporte jurídico el principio de la autonomía de la voluntad. Lo anterior, bajo el entendido de que con las declaraciones y garantías las partes asignan los riesgos conforme a sus intereses, de tal forma que la indemnización de perjuicios sea la vía más eficaz y eficiente para solucionar cualquier problema derivado de su incumplimiento (Rincón, 2018).

Respecto a las cláusulas de indemnidad, estas hacen referencia a las disposiciones del acuerdo, que prevén cuándo una de las partes debe ser indemnizada, e inclusive prevé el acuerdo de mantener indemne a la otra (Rincón, 2018). Sobre esto, Harrison (2016) afirmó que una cláusula

de indemnidad está estructurada para requerir que el vendedor, le pague a el comprador, por las pérdidas que se derivan de los incumplimientos de las declaraciones.

De lo anterior surge un tema fundamental, relacionado con la validez de dichas cláusulas. Esto, teniendo en cuenta que tal como se mencionó en esta sección, las declaraciones y garantías no cuentan con una definición legal expresa dentro del ordenamiento legal colombiano, por lo que es necesario partir del principio de la voluntad privada.

En ese orden de ideas, de acuerdo con lo afirmado, es posible evidenciar que cuando se pactan dentro del contrato consecuencias al incumplimiento de las declaraciones en el mismo estipuladas, son obligaciones que ostentan la calidad de obligaciones de resultado, por lo tanto, cualquier imprecisión, ocultamiento o falsedad de la información suministrada en las declaraciones y garantías, se entenderá como un incumplimiento del contrato mismo.

Partiendo de lo anterior, la calidad de obligación de resultado propia de las declaraciones y garantías permite determinar que no es necesario comprobar la culpa de la parte infractora de las declaraciones, puesto que la imprecisión o falsedad de estas, bastará para determinar la responsabilidad de la parte infractora (Rincón, 2018).

Finalmente, con el estudio realizado sobre las declaraciones y garantías, es posible concluir que resultan ser una herramienta fundamental dentro de las fusiones y adquisiciones societarias. Lo anterior, porque no solo le otorga certeza a la transacción, sino que a través de la voluntad privada se permite que las partes tengan un campo amplio para determinar sus declaraciones y garantías, disponiendo sobre diversos hechos y situaciones que podrían llegar a afectar el valor de la transacción.

Condiciones Precedentes

Como se ha venido explicando, las transacciones petroleras se caracterizan por tener un cierre con fecha diferente a la de la firma. Estas fechas de cierre, no siempre ocurren en una fecha específica, sino una vez se cumple un grupo de requisitos determinados, conocidos como condiciones precedentes. En este apartado haremos un breve recuento de la figura de condiciones precedentes.

Las condiciones precedentes constituyen una serie de situaciones de las cuales, dependerá el cierre de la transacción y que suelen ser impuestas previamente por el comprador, antes del cierre final de la operación (Calamapa & Vargas, 2017). Son entonces, un grupo de condiciones fácticas, cuya ocurrencia puede o no depender del actuar de alguna de las partes, y que, a su acaecimiento, dan lugar a la determinación de una fecha de cierre (Mergers and Acquisition Committee, 2010).

Este desarrollo doctrinal ha sido objeto de estudio jurisprudencial por parte del Tribunal de asuntos societarios de Delaware, el cual, fue citado por Molina (2013) en el caso *Hexion Specialty Chems. Inc. vs Hunstman Corp.*, el cual determinó que las condiciones precedentes son: *“Hechos objetivos fácilmente determinables, generalmente que una parte cumplió con algún acto particular o que algún hecho independiente ha ocurrido”*.

Teniendo claro el concepto de condiciones precedentes, se deben analizar los efectos que éstas pueden llegar a tener dentro de una transacción relacionada con el sector petrolero. Para esto, se deben analizar los efectos que genera (i) el cumplimiento de la totalidad de condiciones precedentes; y (ii) el incumplimiento de las condiciones precedentes.

En primer lugar, el acaecimiento de la totalidad de condiciones precedentes da lugar a la programación de la fecha de cierre, la cual, usualmente, deberá tener lugar dentro de un número de días específicos, determinados en el contrato por las partes, los cuales empezarán a contarse

desde el momento en el cual, la última condición fue debidamente cumplida (Mergers and Acquisition Committee, 2010).

Por otro lado, el incumplimiento de las condiciones precedentes puede generar la terminación efectiva de la transacción, sin que haya lugar a indemnizaciones provenientes de dicha terminación. Al respecto, la jurisprudencia extranjera ha respetado este criterio, determinando que en esas condiciones, el comprador tiene una herramienta de salida completamente válida, la cual no puede entenderse como una terminación injustificada del contrato. Dentro de estas decisiones están *Hexion Speciality Chems, Inc v Huntsman Corp*, *Genesco Inc v The Fish Line Inc*, *Frontier Oil Corp, Inc v Holly Corp e*, entre otras.

Por lo anterior, podemos concluir que el cumplimiento de las condiciones precedentes dará lugar a la instauración de la fecha de cierre y por lo tanto la efectiva realización de las prestaciones en cabeza de las partes acordadas en el contrato, mientras que su incumplimiento, dará lugar a la terminación inmediata del mismo, sin que haya derecho a indemnización alguna.

Es importante resaltar que las condiciones precedentes no son lo mismo que los *covenants* ni que las declaraciones y garantías.

En primer lugar, los *covenants* son un conjunto de obligaciones de hacer o no hacer impuestas directamente a una contraparte dentro de un contrato determinado, las cuales buscan la protección de un activo en específico, o, de forma más general, el patrimonio mismo del contratante (Harrison, 2016). Estas no son condiciones precedentes específicamente, pues los efectos de estas son diferentes, toda vez que el incumplimiento de un *covenant*, da lugar al derecho de solicitar indemnización por incumplimiento contractual, mientras que la no ocurrencia de una condición precedente, sólo faculta a la terminación inmediata de la transacción.

Por otro lado, las condiciones precedentes se diferencian de las declaraciones o garantías en el hecho de que ciertas condiciones precedentes no requieren la presentación de una garantía o, no suponen la realización de una actividad por parte de alguna de las partes, sino que, puede entenderse como la autorización de una entidad gubernamental, o en general, una actuación de un tercero, fuera del radio de control de cualquiera de las partes.

Así las cosas, podemos determinar que las condiciones precedentes corresponden a un grupo de hechos (ya sean jurídicos o fácticos), los cuales supeditan la existencia de la fecha de cierre. El no acaecimiento de las condiciones precedentes dará lugar a la terminación de la transacción (sin que medie incumplimiento de las partes), y por lo tanto, una ruta de salida para la parte que impone dicha condición precedente. Sin perjuicio de lo anterior, la misma no corresponde a un *covenant* o a una declaración o garantía, pues su efecto final es la terminación de la transacción, y no un incumplimiento contractual.

Cláusula De Efecto Material Adverso “MAE.”

Las transacciones en materia petrolera, y en muchos otros mercados, se caracterizan por su ejecución diferida, pues se determinan 2 fechas de especial relevancia siendo estas (i) la fecha de firma del contrato; y (ii) la fecha de cierre de la transacción (Harrison, 2016).

La fecha de firma del contrato (también conocida como *execution date*), es la fecha efectiva en la cual las partes deciden firmar el documento que da origen a la transacción (dependiendo de su naturaleza podrá ser un acuerdo de compraventa de activos, o incluso un acuerdo de fusión). Por otro lado, la fecha de cierre corresponde a aquella fecha en la cual las partes deciden dar cumplimiento a ciertas obligaciones, adquiridas al haber firmado el contrato que da lugar a la transacción (Harrison, 2016).

Habitualmente, tanto la fecha de firma, como la fecha de cierre suelen ocurrir en un mismo momento, por lo que, con la firma del contrato, surge una obligación inmediata de cumplimiento frente a las prestaciones acordadas en el mismo. Sin embargo, y debido a la complejidad de determinados negocios, existen ciertas transacciones en las cuales la fecha de cierre ocurre con posterioridad a la fecha de firma del contrato, y la ocurrencia de la primera está supeditada a la ocurrencia de las condiciones precedentes o al vencimiento de un término (Mergers and Acquisition Comitee, 2010).

Siguiendo lo anterior, y teniendo en cuenta que el mercado petrolero se caracteriza por su complejidad regulatoria, toda vez que supone la obtención de permisos y autorizaciones gubernamentales, es habitual que la fecha de firma y la de cierre, tengan lugar en momentos diferentes, supeditando la fecha de cierre a la ocurrencia de ciertas condiciones precedentes (Hammerson & Lamaster, 2018).⁹

Así las cosas, y debido a esta ejecución diferida, es necesario que dentro de los contratos que dan lugar a estas transacciones, se impongan ciertos elementos destinados a resguardar, ya sea la empresa objeto de la transacción; o por el contrario, los activos que se van a adquirir. Es en este momento en que las cláusulas de efecto material adverso adquieren una especial relevancia.

Las cláusulas de efecto material adverso, también conocidas como cláusulas de cambio material adverso¹⁰, son una previsión contractual que tiene la finalidad de mitigar los posibles efectos negativos de una potencial modificación en el escenario del negocio o la situación

⁹ Las condiciones precedentes son tratadas a profundidad más adelante.

¹⁰ O bajo sus siglas en inglés MAE o MAC.

comercial, financiera, jurídica (entre otros) en la que la sociedad se encontraba a la firma del contrato (Novais et al., 2015).

Esta concepción ha sido apoyada por autores como Christopher Harrison (2016), quien acredita que las cláusulas de efecto material adverso se encargan de proteger la expectativa del comprador, de que los activos o el negocio del vendedor, a la fecha de cierre, mantengan las mismas condiciones que se ofrecían en la fecha de firma.

Complementando lo anterior, existen otros sectores de la doctrina que definen las cláusulas de efecto material adverso directamente desde sus efectos, determinando que las mismas son disposiciones que permiten al comprador dar por terminada una transacción siempre que se verifique la ocurrencia de hechos dañinos para el objeto del negocio. Al respecto, se ha determinado que estas cláusulas:

“(...) Facultan al comprador a terminar el contrato y no proceder con la adquisición- o, en su caso, renegociar los términos del mismo- cuando entre el momento de la firma del contrato y el cierre de la operación se producen circunstancias, acontecimientos, cambios o efectos que, individualmente o en su conjunto, afectan o podrían razonablemente afectar, de manera adversa y relevante a la compañía objeto de adquisición.” (Gili, 2013).

Las cláusulas de efecto material adverso no han sido ajenas al mercado petrolero, y por el contrario, son una cláusula usual en los contratos de adquisiciones o fusiones societarias de este mercado. En este sentido, y de acuerdo con lo expresado por Hammerson y LaMaster (2018) en su libro *OIL AND GAS M&A*, el mercado petrolero entiende las cláusulas de efecto material adverso como aquella disposición contractual, en virtud de la cual el comprador queda facultado

para terminar la transacción entre la fecha de firma y la fecha de cierre, debido a la ocurrencia de ciertos eventos nocivos para la compañía a adquirir, o en su defecto los activos de esta.

De igual manera, las cláusulas de efecto material adverso han sido objeto de análisis por parte de altos tribunales (principalmente en Estados Unidos e Inglaterra), los cuales han determinado lo siguiente:

En primer lugar, en el caso IBP, INC, vs Tyson Foods, Inc el tribunal de conflictos societarios (Court of Chancery) del estado de Delaware, determinó que las cláusulas de efecto material adverso, son cláusulas en virtud de las cuales se busca evitar la ocurrencia de hechos dañosos que perjudiquen y/o afecten las condiciones específicas de una compañía (Court of Chancery of Delaware, 2001).

Por otro lado, el Tribunal Superior de Inglaterra, en el caso Grupo Hotelero Urvasco SA v Carey Value Added S.L., del 26 de abril de 2013, determinó que las cláusulas de efecto material adverso se caracterizan por la intención de preservación de un estado existente a la hora de iniciar un negocio, el cual se ve drásticamente afectado por un fenómeno externo no previsible para las partes.

Así las cosas, podemos concluir que las cláusulas de efecto material adverso, son figuras contractuales plenamente aplicables en las transacciones de fusiones y adquisiciones societarias, y que corresponden a aquella figura en virtud de la cual, las partes acceden a cubrir el riesgo de detrimentos, tanto de los activos de una compañía, como de la compañía misma, que puedan llegar a ocurrir entre la fecha de firma y la fecha de cierre; y que, en caso de su ocurrencia facultan al comprador a salir o terminar la transacción de manera inmediata.

Teniendo claro el concepto de las cláusulas de efecto material adverso, es posible identificar los siguientes requerimientos básicos para su viabilidad (Hammrson & LaMaster, 2018):

1. La existencia de un cambio: Como se puede inferir de la definición, la ocurrencia de un efecto material adverso requiere el acontecimiento o acaecimiento de un evento o circunstancia, que genere alguna consecuencia en los activos o en la compañía objeto de la transacción. Debido a la poca normativa que existe al respecto, e incluso las escasas referencias de los requisitos básicos de los hechos, solo puede asegurarse que el mismo debe ser sustancial, o por lo menos, debe poder cuantificarse (esclarecer cuándo una pérdida ostenta la calidad de un efecto material adverso mediante un estándar determinado por las partes), lo que lleva a que la identificación del hecho dependa directamente, de la redacción e interpretación del clausulado escogido (Harrison, 2016).¹¹
2. El cambio debe ser adverso: Como se ha ilustrado en las definiciones anteriormente incluidas, hace referencia a que el cambio producido por el hecho que acaece, debe materializar una afectación negativa frente a (i) los activos que se van a adquirir; o (ii) la compañía que se va a comprar.
3. El hecho adverso debe tener una materialidad: Esto hace referencia a que la intención de la cláusula sea efectivamente evitar el cambio de condiciones de los activos o de la compañía misma entre la firma y el cierre, por lo que el efecto debe representar una amenaza verificable en contra de dichos elementos. Así mismo, se ha determinado que la inclusión de la cláusula de efecto material adverso no puede afectar la intención básica del contrato, al imponer

¹¹ Un ejemplo de esto es determinar que la disminución de ingresos posteriores a deducciones tributarias, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA) por debajo de un rango estipulado, se entenderá como la ocurrencia de un efecto material adverso.

estándares tan bajos, que cualquier circunstancia autorice al comprador a retirarse, convirtiéndolo así en una opción más que una adquisición o fusión (Hammerson & LaMaster, 2018).

De igual manera, la jurisprudencia internacional también ha hecho fuertes referencias a la materialidad del hecho, determinando lo siguiente:

- a. En el caso *Ibp, Inc v Tyson foods, Inc*, el Tribunal de asuntos societarios del Estado de Delaware determinó que la materialidad del efecto adverso, se debe medir de acuerdo a las implicaciones que el mismo pudiera llegar a tener en los ingresos propios de la compañía, y que adicionalmente, este debía cumplir con un requisito adicional de temporalidad, determinando que los daños sufridos, no podían ser temporales, sino que deberían contar con una vocación de permanencia (afectación materializable en años, más no en meses).
- b. Así mismo, la Corte de Asuntos Societarios del Estado de Delaware, en el caso *Frontier Oil Corp v Holly corp*, en el año 2005, determinó que la materialidad de los efectos adversos se podía evidenciar también en la probabilidad de su ocurrencia. Al respecto, la Corte dispuso que pese a que en el caso se probó la eventual existencia de un litigio y el importe del mismo, nunca se demostró la probabilidad de su ocurrencia y por lo tanto, perdía relevancia a la hora de ser invocado como una efecto material adverso.
- c. El mismo tribunal, en el caso *Raskin v Birmingham*, del 2007, estableció un criterio cuantificable para determinar la materialidad de un hecho nocivo, al decretar que el mismo

podría ser relevante cuando una compañía disminuye sus ingresos en un 50% por un periodo mínimo de dos trimestres.¹²

Así las cosas, el criterio de materialidad del efecto material adverso será aquel que determine la relevancia del hecho dañoso y su efectiva afectación a los activos o a la compañía misma objeto de la transacción. Adicionalmente, la materialidad deberá contar con un criterio de temporalidad adicional, en virtud del cual, el daño causado no debe ostentar una calidad temporal, sino que el mismo debe tener vocación de permanencia.

La jurisprudencia extranjera no ha sido la única que se ha encargado de determinar ciertas características básicas de las cláusulas de efecto material adverso, pues autores como Hummerson y LaMaster (2018), proponen ciertos elementos adicionales que son propios de este tipo de cláusulas:

1. Determinación de la cláusula: Este criterio está fuertemente ligado con la existencia de un hecho, pues en virtud del mismo se determina que para evitar disputas futuras, las partes deben velar por identificar de forma clara qué elementos pueden llegar a entenderse como efectos materiales adversos. La determinación específica, facilitará argumentaciones ante autoridades judiciales, limitando el riesgo de desestimación de la solicitud por parte del juez competente.¹³
2. Correlación con el acuerdo: Este punto toma vital importancia en el mercado petrolero, toda vez que dentro del mismo, resulta evidente que la variación del precio de dicho *commodity* hace parte de las características propias de estas transacciones. Los autores anteriormente

¹² Este criterio ha tenido aplicaciones similares en casos diferentes, como es el caso de Genesco Inc v The Fish Line Inc (se determinó que reducciones superiores a un 53% en los ingresos de una compañía por tres trimestres consecutivos, constituía, a priori, la existencia de un efecto material adverso).

¹³ Este requisito es apoyado por la corte de Delaware en caso IBP, Inc v Tyson Foods, Inc.

citados, determinan que las cláusulas de efecto material adverso no son un elemento ajeno o independiente del acuerdo celebrado entre las partes, motivo por el cual, no pueden ser contrarias a los acuerdos ya establecidos en el contrato (por ejemplo, ser contrarios a una declaración dada por las partes).

En este sentido, la cláusula de efecto material adverso deberá cubrir eventos no declarados o no regulados previamente por las partes en el contrato, sino que, por el contrario, deberá otorgar protección frente a cambios ocurridos entre el periodo de firma y cierre de la transacción, no previstos por las partes en el contrato inicial, que afecten directamente el precio de los activos o de las acciones que se piensan adquirir.

Esta posición ha tenido desarrollo por parte del Tribunal Superior inglés, el cual determinó en el caso *Ipsos SA v Dentsu Aegis Network Ltd.*, que la inclusión de una cláusula de efecto material adverso debía ser armónica con el resto del acuerdo, por lo que esta, al cubrir un riesgo que fue declarado dentro de las declaraciones y garantías del contrato como no cubierto, no podía ser aplicable.¹⁴

Este requisito puede llegar a presentar trabas a la viabilidad de pactar una cláusula de efecto material adverso dentro de fusiones o adquisiciones, ya sean de activos o de acciones en el mercado petrolero, pues, como se ha venido diciendo, en este mercado el precio se caracteriza por su constante volatilidad. Sin perjuicio de esto, y teniendo en cuenta que los riesgos que buscan proteger este tipo de cláusulas corresponden a circunstancias imprevistas que deterioran notablemente la valoración de los activos o de la compañía objeto del negocio podemos, entender que, siempre que en el acuerdo de fusión o adquisición de activos o

¹⁴ De igual manera, la corte de Delaware, en caso *Hexion Speciality Chemicals, Inc v Huntsman Corp* respalda el mismo razonamiento.

acciones de sociedades petroleras (i) no se incluyan dentro de las representaciones o garantías, o en general, en cualquier parte del contrato, disposiciones frente a la asunción del riesgo de cambios bruscos en el precio del petróleo; y (ii) siempre que el cambio pueda considerarse como intempestivo o no usual (como en momentos de crisis), la cláusula de efecto material adverso tendrá plena validez dentro del contrato.

3. Imprevisibilidad del evento dañoso: La jurisprudencia extranjera (principalmente en los casos *IBP, Inc v Tyson Foods* y *Grupo Hotelero Urvasco v Carey Value Added SL*) ha determinado que, uno de los requisitos esenciales para que un evento pueda considerarse como un disparador de una cláusula de efecto material adverso es la imprevisibilidad del mismo.

En este sentido, los tribunales extranjeros han determinado que de no ser imprevisto, el hecho debería contar con una protección expresa dentro del contrato (ya sea en forma de garantía o de indemnidad), y la omisión de dicha regulación no es más que una aceptación tácita del riesgo.

Así mismo, Hammerson y LaMaster (2018) determinaron que el cambio generado por el hecho nocivo, solo puede ser catalogado como un “cambio”, cuando el hecho era desconocido para las partes, pues de lo contrario, la situación no sería nueva o inesperada, por lo que con anterioridad, las partes debieron dar una regulación expresa al riesgo a través de disposiciones contractuales diferentes.

Al igual que el punto anterior, este requisito debe ser analizado a la luz del mercado petrolero, para determinar la viabilidad de una cláusula de efecto material adverso como elemento de protección frente a variaciones de precio del crudo.

Como se ha venido mencionando a lo largo de este documento, el precio del petróleo es una variable bastante volátil, la cual puede modificarse dependiendo de varias circunstancias

macroeconómicas que rigen su oferta y demanda (Hamilton, 2008). Así las cosas, y en un primer acercamiento, sería posible llegar a pensar que las cláusulas de efecto material adverso no podrían otorgar protección a variaciones en el precio del petróleo, pues estas son propias de este mercado y por lo tanto, un riesgo conocido para las partes.

En ese orden de ideas, una simple variación en el precio del petróleo no puede entenderse suficiente para disparar los efectos de las cláusulas de efecto material adverso. Sin perjuicio de lo anterior, cuando dichos cambios superan la normalidad, o son de especial relevancia (como es el caso de las crisis descritas en el primer capítulo de este documento), se puede entender que se da cumplimiento al requisito de imprevisibilidad, pues no era esperable para ninguna de las partes la ocurrencia de un cambio de tal magnitud.

Así las cosas, las cláusulas de efecto material adverso solo serán aplicables en casos de variaciones del precio del petróleo, en aquellos eventos en los cuales dicha variación, sea diferente a las variaciones regulares del mercado petrolero, y por lo tanto, sean resultado de un evento de crisis no previsible para las partes.

4. Carga de la Prueba: En los casos citados en el punto anterior, así como en *Ipsos SA v Dentsu Aegis Network Ltd*, *Hexion Speciality Chemicals, Inc v Huntsman Corp*, *Raskin v Birmingham*, entre otros, los tribunales correspondientes, han determinado que siempre corresponderá a la parte que solicita la aplicabilidad de la cláusula de efecto material adverso, probar la verificación de cada uno de sus requisitos (descritos en esta sección) a profundidad y la falla en la prueba de cualquiera, dará resultado a la desestimación de la petición.

Teniendo claro los requisitos para que la declaratoria de una cláusula de efecto material adverso sea operativa, es necesario determinar la forma en la que debe ser incluida en el contrato

para que pueda surtir los efectos de terminación de la transacción. Al respecto, debe tenerse en cuenta la naturaleza de este tipo de cláusulas.

Las cláusulas de efecto material adverso pueden ser incluidas en un acuerdo de fusión o en un contrato de adquisición de acciones o activos principalmente de dos maneras, siendo estas (i) como una declaración y garantía; o (ii) como una condición precedente al cierre (Hammerson & LaMaster, 2018).

Cuando la ocurrencia de un efecto material adverso se incluye en un contrato como una declaración o garantía (según se explicará a continuación), suele utilizarse una redacción negativa de la cláusula, en la cual el vendedor garantiza al comprador que para la fecha de cierre, no existe ni existirá un efecto material adverso que pueda afectar a los activos o a la compañía objeto de la transacción. La cláusula en cuestión, podrá tener una redacción del siguiente tenor:

“El Comprador garantiza al Vendedor que, a la Fecha de Firma, y para la Fecha de Cierre [los/la] [Activos/Compañía] no han sufrido ni sufrirán ningún Efecto Material Adverso que pueda afectar la valoración de estos, aquí acordada por las Partes.”

En este escenario, se deben tener en cuenta dos elementos adicionales, siendo estos (i) la necesidad de un *Bring Down Certificate*; y (ii) la inclusión de Efecto Material Adverso como término definido en el contrato.

En primer lugar, siempre que la cláusula de efecto material adverso sea incluida como parte de las declaraciones y garantías, el comprador (o en general, la parte que busque la protección de esta cláusula) deberá solicitar a su contraparte que como condición precedente al cierre, se entregue un *Bring Down Certificate*. Este se entiende como aquel certificado en el cual se da fe del

cumplimiento de todas las declaraciones y garantías incluidas en el acuerdo o contrato (Hammerson & LaMaster, 2018). En caso de la presentación de un efecto material adverso, no se podrá entregar dicho certificado y por ende, no se cumplirán las condiciones precedentes, por lo que la fecha de cierre no podrá tener lugar y por lo tanto, la transacción deberá terminarse.

Por otro lado, será necesario incluir en el documento una definición del efecto Material Adverso, la cual cubije los riesgos que serán protegidos por dicha figura. Al respecto se puede emplear la definición dada por el Comité de Fusiones y Adquisiciones, en su libro *Modelo de Contrato de Compraventa de Acciones con Comentarios* (2010):

“Cambio Material Adverso¹⁵. Con respecto a la Compañía, cualquier cambio, modificación, ocurrencia o hecho que, individualmente, o junto con cualquier otro evento, cambio, ocurrencia o hecho afecte materialmente el negocio, activos, resultados de operación y/o cualquier otro aspecto relevante de la misma” (Mergers and Aquisitions Comitee, 2010).

En segundo lugar, la no ocurrencia de un efecto material adverso puede ser establecida directamente como una condición precedente al cierre, lo que, en términos prácticos, generaría que su acaecimiento dentro del término entre la fecha de firma y fecha de cierre, imposibilite la ocurrencia de esta última.¹⁶ En estos eventos Hammerson & LaMaster (2018), recomiendan que la redacción de la condición precedente tenga la siguiente forma:

¹⁵ Como se explicó con anterioridad, la referencia a cambio material adverso es utilizada indistintamente como sinónimo de efecto material adverso.

¹⁶ Es usual que en las transacciones, se dé un término máximo para el cumplimiento de las condiciones precedentes, motivo por el cual, este efecto material adverso solo estará cubierto si ocurre dentro de dicho término.

Las obligaciones del Comprador de consumir las obligaciones por él adquiridas en el presente Contrato, están sujetas al cumplimiento de las siguientes Condiciones Precedentes:

(...)

La no ocurrencia de un Efecto Material Adverso durante el periodo abarcado desde la Fecha de Firma, hasta la Fecha de Cierre.”¹⁷

Así las cosas, las cláusulas de efecto material adverso podrán adoptar la forma, tanto de declaraciones o garantías, como de condiciones precedentes al cierre, siempre y cuando se cumplan las formalidades aquí enunciadas.

Limitaciones a Cláusulas de Efecto Material Adverso (Carve-Outs).

Como se ha venido explicando a lo largo del presente capítulo, corresponderá a las partes determinar qué eventos van a generar un efecto material adverso, para poder así delimitar el alcance de dichas cláusulas.

Esta práctica no solo se limita a la inclusión de eventos, sino también a la exclusión específica de diversos elementos que, al parecer de las partes, no deben ser cubiertos por la cláusula en cuestión. Estas exclusiones son conocidas como *Carve Outs*, los cuales son incluidos de manera expresa en la redacción, tanto de la definición de efecto material adverso, como en el alcance de la cláusula misma (si es que se incluyen como elementos separados) (Noked, 2013).¹⁸

¹⁷ Al igual que en el caso en que la cláusula de efecto material adverso sea incluida como una garantía, será necesario la inclusión de un término definido para Efecto Material Adverso.

¹⁸ <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/01/14/runaway-mac-carve-outs/>

No existe una previsión expresa que determine cuales son los *Carve Outs* que se deben incluir en cada transacción, pues los mismos dependerán de las condiciones de cada una de ellas. Sin embargo, Hammerson y LaMaster (2018), indicaron que los más usuales son *Carve outs* frente a:

1. Riesgos Sistémicos: Hacen referencia a cambios macroeconómicos que puedan afectar la transacción (por ejemplo recesiones, crisis económica, etc.)
2. Riesgos de Industria: En materia petrolera se suelen incluir exclusiones a riesgos propios de ese mercado, como es el caso de variaciones en el precio del crudo, afectaciones legales que impidan exploración, etc.
3. Eventos de fuerza mayor: El caso fortuito y la fuerza mayor son definidos por la doctrina como aquel evento imprevisible e Inevitable, ajeno a la voluntad del deudor, que impide el cumplimiento de sus obligaciones (Córdoba, 1923).¹⁹ Así mismo, la Corte Suprema de Justicia, en la Sentencia del 7 de diciembre de 2016, definió el caso fortuito o fuerza mayor de la siguiente manera:

(...) imprevisto a que no es posible resistir' (art. 64 C.C., sub. art. 1º Ley 95 de 1890), lo que significa que el hecho constitutivo de tal debe ser, por un lado, ajeno a todo presagio, por lo menos en condiciones de normalidad, y del otro, imposible de evitar, de modo que el sujeto que lo soporta queda determinado por sus efectos.

La diferencia entre el caso fortuito o fuerza mayor con las cláusulas de efecto material adverso, consiste en la determinación de los elementos que lo constituyen. Lo anterior, debido a que mientras que la fuerza mayor requiere un análisis más profundo (e incluso declaración judicial), las partes, a través de la inclusión de una cláusula de efecto material adverso, pueden

¹⁹ Brenes Córdoba, Alberto. Tratado de las Obligaciones, pág. 108.

determinar ciertos riesgos específicos que serán cubiertos por la misma, limitando así el riesgo de determinación de si un evento, corresponde o no, a una fuerza mayor.

Por este motivo, en muchas de estas cláusulas las partes excluyen de su cobertura eventos de fuerza mayor, pues los mismos serán regulados directamente por dicha figura jurídica (como es el caso de los fenómenos naturales).

4. Riesgos políticos: Este tipo de exclusiones incluyen cambios en la legislación aplicable, obtención de permisos y/o cualquier otra actividad que requiera intervención directa de autoridades gubernamentales.

Así las cosas, y a título de conclusión, podemos determinar lo siguiente:

1. Las cláusulas de efecto material adverso son disposiciones contractuales directamente encaminadas a la protección de la empresa o activos de la misma, frente a situaciones externas que puedan llegar a afectar su valoración.
2. Las mismas están sujetas a una temporalidad específica, pues solo cubren aquellos eventos que puedan llegar a tener lugar entre la fecha de firma y la fecha de cierre.
3. Para la aplicabilidad de las cláusulas de efecto material adverso, se requiere la verificación de 3 requisitos especiales, siendo estos (i) la existencia de un hecho; (ii) la naturaleza dañosa o adversa del hecho; y (iii) la materialidad del hecho. Sin perjuicio de lo anterior, la jurisprudencia extranjera ha determinado requisitos adicionales que deben ser cumplidos al solicitar la aplicabilidad de una cláusula de efecto material adverso, los cuales fueron explicados con anterioridad.

4. Las cláusulas de efecto material adverso pueden ser incluidas en los contratos de tres formas diferentes, siendo estas (i) como cláusula independiente; (ii) como garantía; y (iii) como condición precedente.
5. La parte que solicita la aplicabilidad de la cláusula de efecto material adverso deberá probar el cumplimiento de todos los elementos enunciados en el punto 3 de esta sección.
6. Las cláusulas de efecto material adverso no podrán ser activadas para solicitar la terminación de una transacción petrolera por una variación usual en el precio del petróleo (pues no sería un hecho imprevisible). Sin embargo, y teniendo en cuenta lo dicho en el primer capítulo del presente documento, las mismas gozarán de aplicabilidad cuando el cambio corresponda a una caída del precio del petróleo resultado de una crisis, pues dicha variación ya no es previsible para las partes.
7. El alcance de protección de las cláusulas de efecto material adverso deberá ser determinado directamente por las partes, las cuales deberán determinar que eventos constituyen en efecto material adverso; o, por el contrario, que eventos no se encuentran cubiertos por dicha figura (*carve outs*).

Cláusulas Contractuales a la Luz de las Operaciones de Fusión y Adquisición Societaria en el Mercado Petrolero Colombiano

Así las cosas, es evidente que dentro de las transacciones que tienen lugar en el mercado petrolero, existe un conocimiento, y por tanto una asunción del riesgo por parte de sus agentes, frente a variaciones normales en el precio del crudo, siendo esta una alea propia de este mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, existen ciertas circunstancias inusuales, en las cuales dicha variación excede el estándar de normalidad que rige este mercado, pues la caída del precio del

crudo es tan abrupta que es imposible preverla o incluso, intentar mitigar sus efectos. A estos eventos se les conoce como crisis.

Como se estudió con anterioridad, este mercado ha sufrido una gran cantidad de crisis, las cuales han generado efectos nocivos, tanto económicos como sociales, que han obligado al mundo jurídico a la creación de disposiciones contractuales encaminadas a la protección de las partes en ellas participantes. Como se explicó, el esparcimiento del COVID-19 y la salida de Arabia Saudita de la OPEP generó una nueva crisis petrolera, la cual resultó en la disminución del precio de petróleo de 64 dólares a 11 dólares por barril.

Viendo esto, hicimos un breve estudio de las fusiones y adquisiciones en el mercado petrolero, y la aplicabilidad de las cláusulas de (i) ajuste al precio; (ii) declaraciones y garantías; (iii) condiciones precedentes; y (iv) efecto material adverso en distintas transacciones, y encontramos lo siguiente:

A partir de la información incluida en el presente documento y nuestros análisis, consideramos relevante realizar un análisis específico frente a cada tipo de operación (fusiones y adquisiciones), por cada una de las cláusulas que se desee emplear.

El análisis realizado es el siguiente:

Fusiones

Como se dijo con anterioridad, la fusión es una reforma estatutaria en virtud de la cual una sociedad “A” traspasa en bloque su patrimonio a una nueva sociedad o a una previamente existente, a cambio de acciones de la sociedad que recibe el patrimonio traspasado.

Esta reforma estatutaria se perfecciona ante terceros a través del registro en cámara de comercio del acuerdo de fusión, el cual, como se dijo antes, es un acuerdo en el que las partes incluyen tanto las condiciones de fusión, como la relación de intercambio que se empleará para el traspaso o emisión de acciones de la sociedad absorbente.

Una situación de crisis puede llegar a generar varios efectos nocivos en una fusión, pues la misma puede (i) desvalorar las acciones de la sociedad absorbente; (ii) afectar la valoración inicial que se le dieron a las acciones de la sociedad que transfiere su patrimonio; (iii) afectar la viabilidad de la fusión, bajo el entendido que el objeto social de la nueva sociedad, o de la sociedad que recibió el patrimonio de la absorbida, puede dejar de ser rentable; (iv) entre otros. Es por este motivo que se debe analizar de manera específica cada una de las cláusulas arriba propuestas, y su efectividad en los acuerdos de fusión.

Cláusula de Ajuste al Precio

Como se mencionó a lo largo de este documento, uno de los conflictos más relevantes que se presentan dentro de los acuerdos de fusión, toman lugar sobre el justo valor de la transacción, siendo la cláusula de ajuste al precio una herramienta contractual importante para mitigar las controversias que se refieren a la valoración del negocio jurídico.

La cláusula de ajuste al precio es una herramienta contractual que, más que dar una puerta de salida a las partes, busca determinar con anterioridad a la ocurrencia de hechos ajenos a la voluntad de las partes, factores de reajuste al precio a partir de parámetros previamente establecidos por las partes. Estos parámetros buscan (i) cubrir asimetrías en la información; (ii) actualizar el valor final de la transacción a las circunstancias existentes a la fecha de cierre; y (iii)

dar seguridad a las partes de la existencia de un reajuste al precio en caso de la ocurrencia de hechos previamente establecidos.²⁰

Siguiendo lo anterior, y teniendo en cuenta la exhaustividad (máximo grado de detalle y precisión en las estipulaciones) que deben tener las partes al momento de redactar una cláusula de ajuste al precio, es posible afirmar que siendo una herramienta contractual que requiere un alcance definido y fácilmente identificable, su protección está encaminada a tener efectos estables y sólidos para ambas partes y no solo para una de ellas. Esto, ya que, por su naturaleza jurídica, al momento de estipularla dentro de un acuerdo de fusión, deben tenerse presente variables y circunstancias que sean razonables y viables para ambas partes.

Sin perjuicio de todo lo anterior, las cláusulas de ajuste al precio, al requerir un nivel de precisión tan elevado, no serán las herramientas contractuales adecuadas para la protección de las partes frente a variaciones abruptas del precio del petróleo, pues la operatividad de la mismas requerirá el acuerdo de un mecanismo específico de reajuste establecido por las partes, el cual debe prever, de manera expresa, la operatividad de la cláusula en momentos de cambio al precio del petróleo.

Así mismo, la cláusula no genera una puerta de escape para la parte afectada, sino que da lugar a un reajuste del precio, mecanismo que puede no llegar a ser deseado por la parte afectada en momentos de crisis (donde el resultado esperado es la terminación inmediata de la transacción).

Frente a su aplicabilidad en las diferentes etapas productivas dentro del mercado petrolero, encontramos que las cláusulas de ajuste al precio son efectivas en las 3 fases, pues en cada una de

²⁰ En la práctica, la misma suele suponer ajustes cuando se sobrepasan o no se llegan a estándares mínimos de ingresos o activos, los cuales se suelen verificar con estados financieros de propósito especial emitidos con corte a la fecha de cierre.

estas pueden proteger eventos distintos. Tanto en transacciones ocurridas en etapas de *upstream* o *downstream*, la principal función de las cláusulas de ajuste al precio será generar pequeños ajustes a la valoración final de los activos recibidos con motivo de la fusión, para la determinación del valor y cantidad de las nuevas acciones a emitir. Estos ajustes responderán a aumentos en nivel de ingresos de las sociedades, consecución de licencias, permisos y contratos especiales, entre otros.

Por otro lado, en transacciones ocurridas en las etapas de *midstream*, estas cláusulas toman un papel más protagónico, pues la valoración del petróleo no es el punto central de la transacción, sino que se dependen de otros factores mucho más controlables, por lo que la redacción de la cláusula podrá cobijar más eventos (como sería el caso de aumentos en cánones de arrendamiento de plazas de almacenamiento de crudo).

A título de conclusión, las cláusulas de ajuste al precio dentro de los acuerdos de fusión serán de gran utilidad para ajustes menores al precio derivados de niveles de ingresos de la compañía o variables similares. Sin embargo, dicha cláusula no funciona como elemento de protección frente a variaciones abruptas del precio del petróleo en momentos de crisis, dado que (i) requiere el acuerdo previo de las partes materializado en un mecanismo de reajuste al precio; y (ii) no crea una puerta de salida a la transacción, y por lo tanto, no faculta a ninguna de las partes a dar por terminada la transacción.

Declaraciones y Garantías

Como se ha venido explicando, el clausulado de declaraciones y garantías busca dar al comprador una idea del estado actual, y la proyección de una sociedad determinada. En el marco de una fusión, las mismas buscan dar a conocer (i) tanto el estado actual de la sociedad que será absorbida; como (ii) el estado actual y proyección de la sociedad absorbente, permitiendo así a las

partes, informarse de mejor manera del estado y proyección de la sociedad con la que se buscan fusionar.

Así las cosas, se ha determinado que las declaraciones y garantías tienen por objeto garantizar a las partes el estado actual y futuro de una sociedad, permitiendo así tomar decisiones de manera informada. Siguiendo lo anterior, y debido a la inexistencia de normatividad que las regule, las declaraciones y garantías suelen ser tratadas como un elemento accidental de los contratos, y corresponderá a las partes la definición de las consecuencias de su incumplimiento.

En un primer momento, y a falta de disposición contractual que otorgue efectos distintos, el incumplimiento de una declaración o garantía se entenderá como un simple incumplimiento contractual, y facultará a la parte cumplida a solicitar (i) indemnización; o (ii) rescisión del contrato, bajo el entendido de que la misma deberá ser declarada por decisión judicial.

Debido a este alcance tan limitado, y a la necesidad de intervención de autoridad judicial, las garantías y condiciones precedentes parecen una herramienta de protección general dentro de la transacción, pero no un elemento útil para la protección del comprador en caso de variaciones abruptas del petróleo. Sin perjuicio de esto, existen vías a través de las cuales las partes, mediante acuerdos, atan las declaraciones y garantías a diversos efectos jurídicos por ellas acordados, lo que, en algunos eventos, puede generar una protección específica a ciertos eventos, incluyendo caídas abruptas del precio del petróleo.

Uno de los principales efectos jurídicos que suele atarse al incumplimiento de una declaración y garantía, es la aplicabilidad de una indemnidad acordada por las partes, las cuales determinarán que dicho incumplimiento puede dar lugar a (i) un resarcimiento de perjuicios; (ii) el pago de una suma a título de sanción; (iii) entre otras. La inclusión de la no ocurrencia un cambio

abrupto en el precio del petróleo como una declaración o garantía no cubrirá de forma adecuada los diversos riesgos que dichos cambios abruptos puedan generar, si el efecto del incumplimiento de las declaraciones y garantías es la aplicabilidad de una indemnidad, pues en dicho caso (i) se requerirá demostrar la efectiva ocurrencia de un daño, lo que resulta en un proceso judicial; o (ii) se busca prever una sanción determinada que no responde a los verdaderos daños que genere la caída del precio del petróleo, quedando sujeto a la suerte de que el monto pactado si cubra los perjuicios sufridos (lo cual es muy poco probable).

Por otro lado, las partes pueden incluir el cumplimiento de las declaraciones y garantías como una condición precedente al cierre (a través de la obligatoriedad de presentación de un *bring down certificate*). Como se explicará a continuación, el efecto real de este acuerdo será que no se podrá concretar la fecha de cierre siempre y cuando no se cumplan la totalidad de declaraciones y garantías incluidas en el contrato.

En este sentido, la parte interesada podrá solicitar la inclusión como garantía de la no ocurrencia de un cambio abrupto en el precio del petróleo, y a su vez, solicitar la necesidad de entregar un *bring down certificate* como condición precedente al cierre, logrando así que la existencia de una caída abrupta del petróleo se traduzca en el incumplimiento de una garantía, y por ende, no se cumpla una condición precedente al cierre, lo que a su vez imposibilita el cierre de la transacción. Este último modelo de protección si será adecuado para la protección de los intereses del comprador en una transacción, toda vez que (i) da una puerta de salida a la transacción; (ii) no requiere de la materialización del daño para su declaratoria; y (iii) no es necesaria la intervención directa de una autoridad judicial.

La aplicabilidad de las declaraciones y garantías como mecanismos de protección dentro del mercado petrolero ha sido una práctica usual en las diversas etapas productivas de este mercado, principalmente en operaciones en el sector de *upstream*, toda vez que el mismo depende directamente del precio del crudo.

Las declaraciones y garantías también han visto aplicabilidad en los sectores de *midstream* *midstream* y *downstream*, pero su enfoque no suele encaminarse directamente al precio del petróleo, sino a factores propios de la empresa que se va a fusionar (como es el caso de la existencia de insumos necesarios para el transporte y purificación del crudo).

Siendo así las cosas, se puede concluir que las declaraciones y garantías serán una figura idónea para la protección de los intereses del comprador frente a variaciones abruptas del precio del petróleo, siempre y cuando las mismas se vinculen directamente con las condiciones precedentes, toda vez que de lo contrario, el efecto final solo será un incumplimiento contractual.

Condiciones precedentes

Como se ha venido explicando, las condiciones precedentes son disposiciones contractuales directamente encaminadas a la protección de la sociedad, activos o en general, del objeto mismo de la transacción, pues son situaciones fácticas cuyo cumplimiento supedita la existencia de una fecha de cierre. Estas condiciones precedentes no se encuentran reguladas en la legislación colombiana, por lo que corresponderá a las partes determinar que hechos serán considerados una condición precedente.²¹

²¹ En la práctica, una condición precedente habitual es la obtención de permisos de funcionamiento o licencias ambientales que permitan la explotación de la empresa o activos que van a ser adquiridos por el comprador.

El no acaecimiento de la totalidad de las condiciones precedentes dará lugar a la terminación de la transacción, sin necesidad de declaración judicial y sin la necesidad de probar perjuicio alguno. Teniendo en cuenta esto, es necesario analizar su aptitud para proteger a las partes, dentro de una fusión en el mercado petrolero, frente a variaciones abruptas del precio del petróleo.

Las condiciones precedentes son uno de los mecanismos de protección más utilizados en grandes transacciones, incluyendo fusiones en el mercado petrolero, pues las mismas otorgan puertas de salida a las partes, cuando entre la fecha de firma y la fecha de cierre ocurren circunstancias que afectan de manera directa la viabilidad o valoración de la transacción que se está realizando. Teniendo en cuenta lo anterior, y siempre que las partes determinen que la no variación del precio del petróleo, fuera de parámetros de normalidad, va a ser considerada una condición precedente, dicha figura constituye un medio de protección ideal para el comprador a la hora de asignar los riesgos generados por una posible crisis en el precio del petróleo.

Esto es así dado que, al existir dicha variación, se incumpliría una de las condiciones precedentes, y por ende, no habría lugar a la fecha de cierre, dando como resultado la terminación de la transacción.

La inclusión de estas disposiciones contractuales servirá como mecanismo de protección en cada una de las etapas productivas dentro del mercado petrolero con un igual porcentaje de éxito, pues si una condición precedente es acordada por las partes, su no cumplimiento terminará siempre en la terminación de la transacción.²²

²² Salvo al existencia de una renuncia expresa al cumplimiento de la condición precedente firmada por las partes de la transacción.

Sin perjuicio de lo anterior, y debido a la especificidad con la que se caracterizan las condiciones precedentes, la inclusión de este tipo de cláusulas como único mecanismo de protección supone una carga adicional en cabeza de la parte que requiere su inclusión en el contrato, pues se deberá especificar de manera clara que variación del precio del crudo se consideraría un efectivo incumplimiento de la condición precedente, y la misma deberá ser aprobada por la contraparte (lo cual puede generar bastantes dificultades).

Cláusula de Efecto Material Adverso

En último lugar, las cláusulas de efecto material adverso se caracterizan por ser disposiciones contractuales encaminadas a proteger el objeto de la transacción entre la fecha de firma y la fecha de cierre de circunstancias ajenas a la voluntad de las partes, cuya ocurrencia pueda derivar en una afectación material del objeto de la transacción o su valoración.

Estas disposiciones contractuales buscan asignar los riesgos del detrimento del objeto de la transacción entre la fecha de firma y la fecha de cierre, logrando así garantizar al comprador que el precio acordado corresponda efectivamente a una variación verídica de la transacción.

Teniendo en cuenta lo dicho con anterioridad, y bajo el entendido de que se cumplen la totalidad de requisitos descritos en el capítulo correspondiente, las cláusulas de efecto material adverso pueden llegar a proteger al comprador frente a variaciones abruptas del precio del petróleo, pues permitirán al comprador solicitar (i) la terminación de la transacción; y/o (ii) su reajuste.

Sin perjuicio de lo anterior, se debe analizar que las cláusulas de efecto material adverso protegerán al comprador de maneras distintas dependiendo como se pacten las mismas, ya sea

como (i) declaraciones y garantías; (ii) condiciones precedentes al cierre y/o (iii) como una cláusula autónoma.

En el primero de los eventos, la declaración realizada por el vendedor estará encaminada a garantizar que, a la fecha de cierre, no existe ningún efecto material adverso que afecte el objeto de la transacción.²³ En estos casos, al igual que se explicó con anterioridad, la protección solo será efectiva en medida en que se pacte a necesidad de entregar un *bring down* como condición precedente al cierre, pues de lo contrario, la existencia de un efecto material adverso solo se traducirá en un simple incumplimiento, cuya indemnización dependerá de la intervención judicial de un tercero (ya sea la justicia ordinaria o la jurisdicción arbitral).

El segundo de los eventos es el más usual en los contratos de fusión y adquisición, pues permite a las partes salir de la transacción en caso de variaciones abruptas del precio del petróleo. Así las cosas, la inclusión de la no existencia de un efecto material adverso como condición precedente al cierre sería la solución óptima para la protección de los intereses del comprador, toda vez que entrega protección total al mismo, sin necesidad de la intervención de terceros.

En último lugar, la inclusión del efecto material adverso como una cláusula independiente podrá ser tanto un mecanismo ideal para la protección de los intereses de las partes dentro de una fusión, como un mecanismo insuficiente, pues la idoneidad del mismo dependerá del clausulado que sea incluido en el contrato.

Esto es así debido a que las cláusulas de efecto material adverso son cláusulas accidentales en los acuerdos de fusión, y por lo tanto su alcance solo estará determinado por el acuerdo de las

²³ En estos eventos, el término efecto material adverso va a estar definido, y en su definición se determinarán que eventos serán considerados como eventos materiales adversos.

partes. En este orden de ideas, siempre que las partes acuerden que la ocurrencia de un efecto material adverso dará lugar a la terminación de la transacción sin necesidad de intervención judicial, o de lugar al ajuste de la misma de acuerdo con las nuevas condiciones del objeto de la transacción, la inclusión de una cláusula independiente de efecto material adverso podrá ser considerada como óptima, sin embargo, si dicho acuerdo no tiene este alcance, su inclusión como cláusula autónoma será inservible.

Sin perjuicio de lo anterior, y de acuerdo con lo explicado con anterioridad, la efectividad de las cláusulas de efecto material adverso también dependerán de los pactos a los cuales lleguen las partes, pues si la parte solicita la inclusión de *carve outs* frente a riesgo sistémicos (como lo puede ser una variación en el precio del crudo, su inclusión no brindará protección alguna al interesado, siendo necesario recurrir a otra figura diferente (como es el caso de las condiciones precedentes o las declaraciones y garantías).

Las cláusulas de efecto material adverso resultarán plenamente eficaces en cada uno de los eslabones de la cadena productiva del mercado petrolero, cobrando especial relevancia en las etapas de *upstream* y *midstream* debido a la influencia directa del precio del crudo en dichas etapas.

Adquisición de Activos

Los acuerdos de adquisición de activos, son contratos en virtud de los cuales, una compañía “A” (denominada vendedora), vende a una compañía “B” (denominada compradora) un conjunto de activos propios de un negocio en específico, de manera conjunta, evitando así la venta unificada de cada uno de los productos. Este tipo de transacción se diferencia de las fusiones en el entendido de que, pese a existir un traslado de bienes de una sociedad a otra, no existe una verdadera

integración, toda vez que no hay una mezcla de los capitales sociales de las sociedades participantes.

Teniendo claro lo anterior, se procede a analizar la aplicabilidad de cada una de las cláusulas enunciadas con anterioridad en las operaciones de adquisición de acciones

Cláusula de Ajuste al Precio

Como se ha venido enunciando, las cláusulas de ajuste al precio buscan ser un mecanismo de reevaluación del precio o valoración final de la transacción, de acuerdo con parámetros previamente establecidos por las partes.

Teniendo clara su naturaleza, es necesario ver su aplicabilidad dentro de operaciones de adquisición de activos, y su efectividad como medio de protección para el comprador frente a variaciones abruptas del precio del petróleo.

Las operaciones de adquisición de activos no están expuestas a los mismos riesgos que las fusiones y las adquisiciones de acciones, toda vez que en las mismas ni existe una integración entre las sociedades, y por lo tanto, no habrá una mezcla de sus negocios y operaciones.

Por este motivo, varios de los disparadores que suelen ser incluidos dentro de las cláusulas de ajuste al precio (como es la obtención e ingresos por encima o debajo de un límite establecido) no tienen relevancia ni aplicabilidad en la compraventa de activos, lo que parece limitar la aplicabilidad de dicha cláusula. Sin embargo, la misma podrá ser incluida únicamente frente a afectaciones específicas de los activos que se van a adquirir (como puede ser una pérdida de valor o un incremento en el mismo), pues es sobre estos que recae la transacción misma.

Sin perjuicio de lo anterior, y de igual manera que en la fusión, la cláusula de ajuste al precio se queda corta a la hora de ofrecer protección al comprador frente a caídas abruptas del precio del petróleo que generen una afectación directa a los activos que van a ser adquiridos, pues esta solo realizará un breve ajuste al precio, más no facilitará una puerta de salida al comprador, obligándolo a hacer parte de una transacción perjudicial para él.

Frente a su aplicabilidad en las diversas etapas productivas del sector petrolero, la misma va a ser aplicable en las etapas de *upstream* y *downstream* principalmente, toda vez que en dichas etapas es usual la compra de activos, mientras que en *midstream*, al ser una etapa intermedia, la adquisición de activos de transporte o almacenaje de crudos no es usual, y por lo tanto, al no existir una relación directa con los activos que se buscan adquirir, la inclusión de cláusulas de ajuste al precio no generarán una mayor diferencia.

Declaraciones y Garantías

Como se ha venido mencionando, las declaraciones y garantías buscan dar seguridad a las partes del estado actual y futuro de una compañía dentro de una transacción de adquisición o fusión.

Sin perjuicio de lo anterior, y debido a la naturaleza propia de las adquisiciones de activos, en este tipo de transacciones el enfoque de estas cláusulas cambia drásticamente, pues las declaraciones que se van a realizar no girarán frente a la compañía, pues como se dijo no existe una integración, sino que, por el contrario, las declaraciones y garantías se centran frente a los activos que van a ser adquiridos.

Siendo así las cosas, las declaraciones y garantías cobran una importancia preponderante dentro de las transacciones de adquisición de activos, pues en estas, las declaraciones si van a estar centradas frente a activos propiamente dichos, lo que hace más factible la existencia de declaraciones frente a precios de ciertos activos.

Este cambio de enfoque da como resultado que las declaraciones y garantías sean un medio de protección idóneo para cambios abruptos en el precio del petróleo dentro de transacciones de adquisición e activos, pues la inclusión de garantías frente a precios de los bienes serán mucho más usuales.

Sin embargo, y de acuerdo con lo dicho en la sección de fusiones, los efectos de las declaraciones y garantías dependerán en gran medida de la forma en la cual se pacten, pues de lo contrario solo se generará un incumplimiento contractual.

A título de conclusion, podemos determinar que los clausulados de declaraciones y garantías cobran una especial relevancia a la hora de actuar como mecanismos de protección frente a variaciones abruptas en el precio del petróleo, siempre y cuando se acuerde la necesidad de presentar un *bring down*, como condición precedente al cierre.

Este tipo de cláusulas será de especial relevancia en la etapa de *downstream*, toda vez que la valoración de activos en dicho sector ya está un poco más determinada, por lo que es más usual la entrega de este tipo de declaraciones en este sector. Sin embargo, la misma será igualmente aplicable en las demás etapas productivas del mercado petrolero, pero en una menor medida pues es más fácil que se acepte una garantía frente al precio del petróleo en una etapa de refinería del crudo (cuando ya se sabe la cantidad de crudo a tratar y su valor estimado), a cuando se está en el

proceso de extracción (en el cual no se sabe ni las propiedades del crudo, su cantidad, y por ende su precio).

Condiciones Precedentes

Como se ha venido mencionando en este capítulo, las condiciones precedentes son uno de los elementos más importantes dentro de una transacción, pues de su ocurrencia depende la existencia de una fecha de cierre.

Así las cosas, las condiciones precedentes en una adquisición de activos funcionará de la misma forma que estas funcionan en los acuerdos de fusión, salvo que su enfoque va a modificarse (no busca la operatividad de la otra compañía o su buen desempeño, sino que busca la posibilidad de disposición sobre los bienes que se van a adquirir).

Así las cosas, es claro que la inclusión de la inexistencia de variaciones abruptas del precio del petróleo, como una condición precedente dentro de un contrato de compraventa de activos es una herramienta muy efectiva para la protección de los intereses del comprador, sin embargo, su inclusión suele hacerse directamente a través de la necesidad de un certificado de *bring down* (en el cual la cláusula que da la efectiva protección será la de declaraciones y garantías), o a través de la inclusión de la no ocurrencia de efectos materiales adversos como una condición precedente al cierre.

De igual manera, este clausulado será relevante en las tres etapas del mercado petrolero, con una especial importancia en las operaciones ocurridas en el sector de *downstream*.

Cláusula de Efecto Material Adverso

Las cláusulas de efecto material adverso son la figura ideal para la protección de los intereses del comprador frente a caídas abruptas del petróleo en operaciones de adquisiciones de activos. Esto es así debido a lo siguiente.

Las cláusulas de efecto material adverso, dentro de las operaciones de adquisición de activos, tienen por objetivo principal la protección de los activos que van a ser adquiridos por el comprador, entre la fecha de firma y la fecha de cierre.

Siendo así las cosas, y siempre que se determine que un cambio abrupto del precio puede ser considerado como un efecto material adverso, el comprador podrá proteger los activos que planea adquirir ya sea directamente a través de la inclusión de la inexistencia de efecto material adverso como condición precedente al cierre, o su inclusión como cláusula autónoma (siempre que se respeten todos los requisitos enunciados en el capítulo correspondiente del presente documento).

Sin perjuicio de lo anterior, existe la posibilidad de que la contraparte alegue que las variaciones en el precio del petróleo son propias del mercado petrolero, y por ende no será aplicable la cláusula en cuestión. En dichos eventos, como se explicó en secciones anteriores, concluimos que la cláusula de efecto material adverso será aplicable siempre y cuando se supere el espectro de normalidad de las variaciones del precio del petróleo, o lo que es lo mismo, cuando se encuentre en una situación de crisis del precio del petróleo.

Así las cosas, se puede concluir que las cláusulas de efecto material adverso serán plenamente aplicables en las operaciones de adquisición de activos y cobijarán los intereses del comprador ya sea (i) incluyendo su no ocurrencia como una condición precedente al cierre; o (ii) incluyendo una cláusula autónoma que regule el efecto material adverso, en cuyo caso corresponderá a las partes la debida identificación de los efectos que su ocurrencia pueda generar.

Así mismo, se concluye que pese a que uno de los elementos esenciales del mercado petrolero es la variabilidad de su precio, la cláusula de efecto material adverso será aplicable cuando se sobrepase el estándar de normalidad de dichas variaciones, lo cual ocurre en los momentos que denominamos crisis.

Por último, y para asegurar su aplicabilidad, se debe estar seguro de que los cambios en el precio del petróleo sean excluidos del alcance de la cláusula a través de *Carve out* o figuras similares, pues en dicho caso, la cláusula no cubrirá estos eventos.

En último lugar, las cláusulas de efecto material adverso serán efectivas en cada una de las etapas del mercado petrolero, toda vez que sus efectos ocurrirán de igual manera en cada una de estas etapas.

Adquisición de Acciones

Como se señaló en el documento las adquisiciones de acciones o compraventa de acciones son contratos en virtud de los cuales una parte “A” (denominada vendedor), vende a una parte “B” (denominada comprador), las acciones de una determinada compañía. Esa venta debe formalizarse a través del registro en libro de accionistas de la sociedad que emite las acciones.

Una situación de crisis puede llegar a generar varios efectos nocivos en una adquisición de acciones, pues la misma puede (i) desvalorar las acciones de la sociedad que vende; (ii) afectar la valoración inicial que se le dieron a las acciones de la sociedad que está vendiendo; (iii) afectar la viabilidad de la adquisición, bajo el entendido que el negocio jurídico, puede dejar de ser rentable; (iv) entre otros. Es por este motivo que se debe analizar de manera específica cada una de las cláusulas arriba propuestas, y su efectividad en los acuerdos de adquisición de acciones.

Cláusula de Ajuste al Precio

Teniendo en cuenta las características estudiadas de esta cláusula, llegar a un acuerdo sobre el justo precio de la transacción es un tema central para su desarrollo y es esto, lo que le permite a las partes pactar las condiciones específicas de la misma. Por lo anterior, es posible afirmar que en el contrato de adquisición de acciones, la asimetría de la información que puede llegar a rodear el valor de las acciones, es uno de los principales factores que tiene incidencia sobre la ejecución y firma de la transacción, generando consecuencias negativas para esta.

Con lo anterior, puede afirmarse que la cláusula de ajuste al precio tiene dos propósitos principales. El primero, es reducir la diferencia de valoración de la transacción entre el comprador y vendedor, permitiéndoles, aun cuando tengan discrepancias sobre el precio, llegar a un acuerdo sobre este. El segundo, busca mitigar las consecuencias negativas que puedan llegar a generarse en el valor de la transacción por la asimetría de la información.

Ahora bien, en este punto es importante señalar que aun cuando se afirmó que dentro de los acuerdos de fusión, esta cláusula tiene una función neutra para las partes, entendiendo que ambas pactan condiciones que son viables para cada una, en este punto es posible concluir que en el contrato de adquisición de acciones la cláusula de ajuste al precio, ofrece una solución a un riesgo de sobrepago que puede llegar a tener el comprador por ser la parte que se encuentra menos informada sobre la sociedad que busca adquirir.

Finalmente, teniendo en cuenta que esta herramienta contractual es utilizada para proteger el precio del negocio jurídico, de condiciones severas que son generadas por la asimetría de la información, es posible afirmar que la aplicación de este tipo de cláusula dentro del mercado

petrolero, cobra mayor relevancia dentro de las fases en donde la variación abrupta del precio del crudo, tiene un impacto directo sobre el valor de las acciones de la compañía que vende.

Por lo anterior, coincidimos nuevamente en afirmar que dentro del mercado petrolero la cláusula de ajuste al precio llega a tener una aplicación de mayor relevancia, cuando es pactada dentro de las fases de *upstream* y *downstream*, en el entendido de que durante estas fases el crudo es el eje central de las compañías. No obstante, es importante señalar que frente a una variación abrupta del petróleo, sobre la cual, ninguna de las partes tenga conocimiento previo, la cláusula de ajuste al precio no estaría ejerciendo protección sobre una información asimétrica, pero sí podría permitir a las partes llegar a un acuerdo sobre el ajuste del precio. Por lo anterior, es indispensable que estas desde un principio, sean exhaustivas con las condiciones que pactan de la misma.

Declaraciones y Garantías

En virtud de las características propias de estas cláusulas, puede entenderse que son manifestaciones que otorga el vendedor respecto a la situación general en la que se encuentra su compañía. Por lo anterior y como se ha afirmado a lo largo de este documento, es posible concluir que las declaraciones y garantías, le permiten al comprador conocer de una forma objetiva las condiciones de la compañía que va a adquirir.

Ahora bien, es importante señalar que contraer la responsabilidad por declarar una variación abrupta del precio del crudo, dentro de un contrato de adquisición de acciones, podría llegar a ser muy gravoso para cualquiera de las partes y particularmente para el comprador. Esto, debido a que el comprador, además de afrontar una rentabilidad menor sobre el negocio jurídico, estaría sometiéndose a afrontar las consecuencias que le generaría la inexactitud o falsedad de dicha declaración.

Por lo anterior, aun cuando hemos estipulado que las declaraciones y garantías tienen un papel fundamental dentro de las fusiones y adquisiciones que se celebran en el mercado petrolero, por las diferentes situaciones y circunstancias que pueden ser cubiertas a través de las mismas, hemos llegado a la conclusión que los efectos que produciría el pacto específico de una declaración y garantía, sobre una variación abrupta del petróleo (teniendo en cuenta que esta es una de sus características principales), no llegarían a proporcionar una protección sólida al negocio jurídico, teniendo en cuenta la necesidad de exactitud, precisión y veracidad que se requiere sobre las mismas.

En vista de lo anterior, y bajo el entendido de que las declaraciones y garantías no son propiamente una obligación del contrato, sino que es su incumplimiento, falsedad o inexactitud precisamente lo que genera la responsabilidad sobre quien las declara, es necesario que para materializar su efecto de protección, en el acuerdo de estas cláusulas, se defina directamente en el contrato su alcance. Así las cosas, teniendo en cuenta que se traslada el riesgo de su falta de veracidad o exactitud, a la parte que las formula y garantiza, resulta inviable declarar y garantizar con exactitud una variación abrupta del precio del crudo por condiciones ajenas al conocimiento de las partes (por ejemplo: magnitud del contagio por el COVID-19) pues ya que, en caso de presentarse inexactitud sobre la misma, su incumplimiento podría generar consecuencias negativas mucho mayores a las previstas.

Condiciones Precedentes

Como se evidenció en las dos operaciones anteriores, las condiciones precedentes tienen un papel fundamental dentro de las transacciones que se celebran. En ese orden de ideas, llegamos a la conclusión de que las condiciones precedentes en una adquisición de acciones funcionarán tal

y como estas funcionan en los acuerdos de fusión y la adquisición de activos, salvo que su enfoque, tendrá presentes los dos anteriores, por lo que estará dirigido a una buena operatividad de la otra compañía y además, de tener disposición sobre las acciones que serán adquiridas.

Así las cosas, resultan claro que esta cláusula tienen un papel trascendental no solo en esta operación jurídica y además, que la inclusión de la inexistencia de variaciones abruptas del precio del petróleo, como una condición precedente dentro de un contrato de compraventa de acciones es una herramienta muy efectiva para la protección de los intereses del comprador, siendo relevante en las tres etapas del mercado petrolero, con una especial importancia en las operaciones ocurridas en el sector de *downstream*.

Cláusula de Efecto Material Adverso

Finalmente, conociendo que la cláusula de efecto material adverso funciona como una garantía contractual para la rescisión o negociación de los términos del contrato, cuando se presenta la ocurrencia de eventos, circunstancias o situaciones que afectan de forma significativa el desarrollo del contrato, es posible afirmar que la finalidad principal para la cual la pactan las partes, es evitar que dentro del término que se presenta entre la firma del contrato y la ejecución del mismo, se presenten eventos que puedan incidir negativamente en las condiciones relacionadas al objeto del contrato.

Como se evidenció a lo largo de este documento, la cláusula de efecto material adverso tiene un carácter dispositivo y una especial relevancia, toda vez que a través de su pacto, las partes asumen riesgos que son imprevisibles y sobrevinientes al contrato de adquisición de acciones.

Respecto a la posición específica del comprador, es posible concluir que por su condición dentro del negocio jurídico, va a preferir una redacción abierta de la cláusula, que sirva como garantía de que ningún efecto material adverso, tendrá la posibilidad de afectar el desarrollo o la rentabilidad del negocio. Es decir, que al producirse una asignación contractual de los riesgos y con ello, la necesidad de las partes de protegerse a la aparición de circunstancias adversas, el comprador deberá describir los riesgos ya conocidos por el informe de la debida diligencia, y procurará obtener una protección endógena con una redacción genérica de la cláusula, que le permita tener un derecho de salida del negocio amplio.

Así las cosas, es posible afirmar que la cláusula de efecto material adverso proporciona la posibilidad de (i) reajustar las condiciones del negocio y; (ii) terminar el contrato. En este punto, la voluntad y disposición de las partes constituye un elemento característico que termina evidenciándose en la redacción de la cláusula. Ahora bien, es importante concluir que dentro del mercado petrolero, esta cláusula llega a tener un impacto determinante y se convierte en una herramienta jurídica, que puede producir efectos autónomos y de significativa relevancia para las partes, en vista de que a diferencia de las cláusulas anteriores, sus efectos surgen directamente del pacto de la misma y no deben estar sujetos a ninguna otra condición.

En conclusión, la cláusula de efecto material adverso por su condición contractual expresa, la posibilidad de las partes para acordar las condiciones de esta, la determinación de posibles condiciones adversas (sin requerir una exactitud, veracidad y existencia tan detalladas como en las declaraciones y garantías), proporciona e incrementa una seguridad jurídica significativa que dota a las partes de tal protección, que les permite resolver el contrato si las condiciones negativas acaecen. Con todo lo anterior, se hace evidente que dicha seguridad jurídica contrarresta la

variabilidad característica del precio del petróleo que puede llegar a afectar el valor y rentabilidad de la compraventa de acciones.

Finalmente, la cláusula de efecto material adverso, resulta aplicable a todas las fases del mercado petrolero (*upstream, midstream y downstream*) en vista de que su protección abarca la generalidad del negocio y provee una seguridad frente a circunstancias totalmente imprevisibles como una variación abrupta del precio del petróleo.

Conclusiones

Teniendo en cuenta todo lo desarrollado en el presente escrito, consideramos relevante dar un cierre a nuestros estudios, explicando de manera sencilla las principales conclusiones a las que hemos llegado al culminar nuestro trabajo investigativo. Dentro de estas conclusiones encontramos que:

El petróleo, al igual que el mercado que se ha desarrollado a su alrededor, es uno de los *commodities* de mayor importancia a nivel global, motivo por el cual, una afectación directa a sus elementos (entendiendo estos como demanda, oferta y/o precio), puede traducirse en fuertes consecuencias al entorno cultural, económico y político de la población de un Estado. La principal afectación a dichos elementos es la variación abrupta del precio del petróleo, la cual, tanto en países que se consideran productores dominantes (como es el caso de Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, entre otros), como en aquellos no dominantes (como es el caso de Colombia), generan afectaciones económicas de gran relevancia.

Ahora bien, cuando estas variaciones del precio del petróleo rompen la normalidad (siendo claro que la volatilidad del precio es un elemento propio del mercado petrolero), nos encontramos

frente a eventos denominados crisis, por su significativo impacto y consecuencias altamente considerables. Entre los eventos de crisis estudiados durante este trabajo investigativo, consideramos necesario destacar (i) la guerra árabe; (ii) la crisis del 2008; (iii) la primavera árabe; (iv) la crisis del 2014 y, (v) la crisis del 2020, ya que durante estos periodos, el rol que desempeñó el precio del petróleo fue crucial para determinar la situación económica y política a nivel global.

Así mismo, teniendo en cuenta las características comunes de las crisis anteriormente enunciadas, podemos entender que en el 2020 el mundo afrontó una nueva crisis petrolera derivada de (i) el esparcimiento del COVID 19; y (ii) la salida de Arabia Saudita de la OPEP por el quebranto de sus acuerdos comerciales con Rusia. Estos eventos (principalmente el primero) generaron que los mercados globales, incluyendo el mercado petrolero, vieran afectada su operatividad y por ende sus precios. Lo anterior, ya que las limitaciones de movilidad impuestas con motivo de la pandemia, imposibilitaron el normal desarrollo de las operaciones propias de cada mercado, evento que a la fecha no había ocurrido en tal magnitud y que además, podrá seguir evidenciándose hasta que a la mayoría de la población global no le sea aplicada la vacuna en contra del COVID-19. Es entonces evidente que la incertidumbre generada por el esparcimiento del virus, aun cuando en este momento se puede llegar a considerar menor, será un elemento que continuará permeando el funcionamiento normal de los mercados, entre estos, el mercado petrolero y con ello, las operaciones jurídicas que se busquen celebrar en este último.

Complementando lo anterior, es posible afirmar que la afectación de la actividad petrolera es un hecho comprobado dentro de la pandemia actual, pues los precios del barril de petróleo cayeron a los 11 dólares a mediados del mes de marzo del 2020 (cuando su valor habitual en meses anteriores rondaba los 64 dólares), lo que generó una afectación directa a la valoración de

transacciones celebradas entre agentes del mercado petrolero, específicamente en fusiones y adquisiciones celebradas en dicho mercado, perjudicando su viabilidad y desarrollo.

Con motivo de estas afectaciones, y buscando una repartición de riesgos más acorde con la coyuntura actual, los diversos agentes del mercado petrolero se vieron en la necesidad de recurrir a cláusulas contractuales que les permitieran (i) ajustar el precio o valoración de la transacción al precio actual del petróleo; o (ii) sencillamente retirarse de la transacción, evitando así la asunción de pérdidas derivadas de la disminución drástica del precio del petróleo.

Con el estudio realizado, evidenciamos que las cláusulas habitualmente empleadas para estos efectos son (1) la cláusula de ajuste al precio; (2) las declaraciones y garantías; (3) las condiciones precedentes; y (4) la cláusula de efecto material adverso, cuya aplicación y efectos variará dependiendo la transacción y/u operación en la cual se emplee, y la etapa productiva en la cual la transacción y/u operación tenga lugar.

Después de haber realizado un estudio específico de cada una de las cláusulas enunciadas en el párrafo anterior en las operaciones jurídicas de fusión, adquisición de activos y adquisición de acciones (en adelante “Operaciones Jurídicas”), evidenciamos que cada una de ellas puede generar diversos efectos jurídicos, entre los cuales se encuentran (i) la modificación del precio final o valoración propia de la transacción; y/o (ii) la terminación inmediata de la transacción, al permitir a la parte beneficiada por la cláusula, una puerta de salida de una transacción potencialmente perjudicial para sus intereses económicos. Para llegar a esta conclusión, es importante tener en cuenta lo siguiente:

La voluntad de las partes al momento de pactar las condiciones de cada una de las cláusulas es fundamental. Esto, teniendo en cuenta que al no estar reguladas de forma expresa en la legislación

colombiana, es necesario que el nivel de detalle y especificidad que se tenga al momento de acordarlas sea sumamente extenso, pues es precisamente de este nivel de detalle, del cual emanan las consecuencias jurídicas y protección a las partes propias de cada cláusula contractual.

Así mismo, consideramos que la situación que enfrentó el mundo durante el año 2020 como consecuencia del COVID-19, deja un precedente significativo que se verá reflejado en la voluntad privada y con ello, en el nivel de detalle que tendrán de ahora en adelante los agentes que participen en el mercado petrolero, para pactar las condiciones de cada una de las operaciones jurídicas que decidan celebrar. Dejando claro esto, es necesario proceder a hacer un estudio específico de cada una de las cláusulas estudiadas a lo largo del presente escrito.

1. Cláusula de ajuste al precio: aun cuando su finalidad principal (proteger a las partes de información asimétrica) se presenta en cada una de las operaciones jurídicas estudiadas, encontramos que no resulta ser una cláusula que otorgue a las partes una protección sólida sobre los efectos que pueda ocasionar una variación abrupta en las condiciones de las operaciones jurídicas, ya que el alcance de la misma se materializa únicamente en permitir que las partes puedan llegar a realizar un breve ajuste del precio de dichas operaciones y no propiamente, en permitir que las partes puedan retirarse de la operación.

Así mismo, las cláusulas de ajuste al precio tienen una gran limitación que no permite que cubran de manera adecuada variaciones abruptas en el precio del petróleo, la cual consiste en que tanto los factores que disparan su efecto, como el mecanismo de remedio o de ajuste, deben ser previamente acordados por las partes, por lo tanto, se impone una obligación de especificidad en su definición que impide su empleo para eventos imprevisibles (como es un cambio abrupto del precio del petróleo).

De igual manera, encontramos que los efectos jurídicos de la cláusula de ajuste al precio tendrán una mayor relevancia en aquellas etapas del mercado petrolero, donde la valoración del precio del petróleo es el eje central (*downstream* y *upstream*). En ese orden de ideas, puede concluirse que además de requerir una importante especificidad de las partes al momento de acordarla, los efectos de la cláusula de ajuste al precio son limitados y pueden ocasionar que las partes deban continuar en una transacción que resulte ser excesivamente onerosa o inviable.

2. Declaraciones y Garantías: En este tipo de cláusula es fundamental tener presente lo enunciado en el primer numeral, ya que encontramos que precisamente las declaraciones y garantías, requieren un significativo nivel de exactitud para proporcionar a las partes una protección sólida y completa, en cada una de las operaciones jurídicas. Por lo anterior, concluimos que la carga de las partes al momento de pactarlas es sumamente alta y como consecuencia, un descuido puede resultar en efectos y consecuencias contraproducentes para las mismas. De igual manera, consideramos que al ser necesaria la intervención judicial para la declaración de sus efectos, se pueden generar demoras y en consecuencia, gastos y costos que las partes tendrán que asumir (adicionales a los generados por una posible variación abrupta de las condiciones de la transacción).

Por lo anterior, concluimos que en términos generales, la protección ofrecida por las declaraciones y garantías puede desdibujarse por el nivel de exactitud que requieren, pues tal y como sucedió con el esparcimiento del COVID-19, la sociedad no se encontraba preparada para un acontecimiento de tal magnitud, poco posible de prever y describir con anterioridad a que sucediera. Sin embargo, tras el estudio realizado, encontramos que la protección de esta cláusula es específicamente relevante en operaciones de adquisición de activos, teniendo en cuenta que las

declaraciones deben pactarse sobre activos ya existentes, posibles de describir con exactitud al momento de celebrar la operación.

Así mismo, se puede determinar que, al igual que las siguientes cláusulas, las mismas pueden ser empleadas en las 3 etapas productivas del mercado petrolero, sin embargo, las mismas serán más efectivas en el sector *Upstream*, toda vez que en esta etapa, todo gira en torno al precio del crudo mismo.

Sin perjuicio de lo anterior, y buscando evitar la declaratoria judicial que se enuncia con anterioridad, las declaraciones y garantías pueden llegar a ser consideradas una herramienta de protección adecuada frente a variaciones abruptas del petróleo, siempre y cuando las mismas se usen de manera conjunta con las condiciones precedentes, a través de la inclusión de un *bring down certificate* (entendido como documento en el cual se certifica el cumplimiento de las declaraciones y garantías) como una condición precedente al cierre, pues en dicho evento, el incumplimiento de una garantía frente a un precio mínimo del petróleo podría generar una herramienta de salida para el comprador, al frustrar una condición precedente al cierre.

3. Condiciones precedentes: como se evidenció a lo largo de este trabajo, la efectividad de estas cláusulas depende de condiciones externas a la voluntad de las partes y además, de otros elementos contractuales que las partes pacten. Al igual que lo señalado en el numeral anterior, la cláusula de condiciones precedentes no se encuentra regulada en la legislación colombiana y por ende, la voluntad privada de las partes adquiere una especial relevancia al momento de acordarlas, para que las mismas, proporcionen la seguridad y consecuencias deseadas.

La inclusión de condiciones precedentes relacionadas con el precio del petróleo dentro de transacciones cuya valoración o esencia misma se basa en dicho *commodity*, es un mecanismo de

protección adecuado frente a variaciones abruptas del precio del petróleo, siempre y cuando la cláusula (i) deje constancia expresa de que la no disminución del precio del petróleo por márgenes superiores a un valor determinado es una condición precedente al cierre; (ii) que se determine que el incumplimiento de las condiciones precedentes al cierre dan lugar a la terminación automática de la transacción; y (iii) que el comprador no renuncie de manera expresa a esta condición precedente.

Frente a las etapas productivas del mercado petrolero, encontramos que las condiciones precedentes pueden ser empleadas en cualquiera de las tres etapas del mercado petrolero, pues otorgan una protección adecuada en todos los escenarios. Sin embargo, y debido a su estrecha relación con el precio del crudo, las mismas deberán tener una mayor relevancia en las etapas de *Upstream* y *Downstream*

Así las cosas, y si bien las condiciones precedentes no dan lugar a una corrección inmediata del precio o valoración de la transacción, estas cláusulas otorgan una protección suficiente a las partes en una transacción relacionada con el mercado petrolero, pues una vez se cumplan los 3 requisitos enunciados anteriormente, la disminución abrupta del precio del petróleo (o su aumento en caso de que la cláusula sea provendedor) facultará a la parte afectada a retirarse de la transacción, sin necesidad de indemnizar ningún perjuicio, como resultado de dicha terminación.

4. Cláusula de Efecto Material Adverso: respecto a este punto, consideramos que la protección que otorga esta cláusula es la más amplia y sólida para las partes, cuando las mismas, se encuentran en operaciones jurídicas que enfrentan las condiciones de una crisis y por ello, en las mismas, se superó el espectro y condiciones estándares del precio. Cumpliendo lo anterior, la cláusula de efecto material adverso funciona como un mecanismo de protección frente a la

viabilidad de la operación y por ende, permite que las partes se retiren de las operaciones jurídicas cuando por variaciones abruptas, las mismas resulten ser inviables. Además, la cláusula de efecto material adverso permite que en caso de así decidirlo, las partes puedan realizar un ajuste significativo al precio y/o valoración de la transacción, que no las obligue, a diferencia de la cláusula de ajuste al precio, a estar en una operación que resulte excesivamente onerosa o inviable.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante que se verifique que dentro de las cláusulas de efecto material adverso se identifique claramente que las variaciones abruptas del precio del petróleo (superiores a estándares determinados) se encuentran cubiertas bajo su alcance, y así mismo, como se explicó en el capítulo correspondiente, no se incluyeron *carve outs* frente a eventos afines a estas variaciones.

Por otro lado, frente a su inclusión en las diversas transacciones, encontramos que la misma puede ser incluida (i) como una declaración; (ii) como una condición precedente; o (iii) como una cláusula autónoma dentro del contrato que da lugar a la transacción.

Por último, frente a las cláusulas de efecto material adverso, consideramos que las mismas son relevantes y deben tener lugar en cada una de las etapas del mercado petrolero, pues al ser polifacéticas (poder ser incluidas como declaración y garantía, como condición precedente o como cláusula autónoma), encaja perfectamente en las 3 etapas.

Con el estudio realizado en el presente trabajo, concluimos que la protección de la cláusula de efecto material adverso resultará mucho más efectiva, cuando las partes la pacten como una cláusula autónoma, o como una condición precedente al cierre, que no requiera de intervención judicial para la materialización de sus efectos; hecho que solo se logrará si las partes la pactan de una forma integral junto con todo el contrato, evitando así, que las partes deban asumir costos y gastos adicionales, como en las cláusulas de declaraciones y garantías.

Así las cosas, es evidente que las cuatro cláusulas otorgan una protección a las transacciones, en diferentes momentos, lugares y con diferentes alcances, permitiendo a los participantes del mercado petrolero, una amplia gama de herramientas contractuales ideales para la asignación de los diversos riesgos que puede generar un momento de Crisis. Es por este motivo que, al escoger que cláusulas se deben incluir, es necesario analizar de manera correcta el tipo de transacción, su etapa productiva, y el efecto o protección que se busca lograr, para poder así cubrir las transacciones de manera correcta.

Bibliografía

Arellano, M y Montañez, D. (2020) *El shock negativo de demanda causado por la expansión del Covid-19 genera grandes niveles de incertidumbre y volatilidad en el mercado de petróleo. La amenaza de niveles bajos de cotización del commodity, en lo que resta del año, tendrá importantes efectos sobre la actividad económica y las finanzas públicas del país.* Recuperado el 20 de junio de 2020 en: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiafinanzas/noticias-eventos/Paginas/downfall-del-petroleo-y-sus-efectos-en-la-economia-colombiana.aspx>

Abdel, S. (2015). *The Arab spring: Its origins, evolution and consequences... four years on.* Recuperado el 14 de septiembre de 2020 en: https://www.researchgate.net/publication/284181844_The_Arab_spring_Its_origins_evolution_and_consequences_four_years_on

Ahmed M. Elnahas, M. Kabir Hassan, Ghada M (2017). *Ismail, Religion and mergers and acquisitions contracting: The case of earnout agreements, Journal of Corporate Finance*, Volume 42, 2017, Pages 221-246, ISSN 0929-1199, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.012>.
(<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119916303145>).

Avendaño, C. Estela, 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.* Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: <https://repository.javeriana.edu.co/handle/10554/38962>

Banco Mundial (2018). *With the Benefit of Hindsight: The Impact of the 2014-16 Oil Price Collapse.* Recuperado el 17 de septiembre de 2020 en: http://pubdocs.worldbank.org/en/910311512412250749/Global-Economic-Prospects-Jan-2018-Topical-Issue-oil-price-collapse.pdf?fbclid=IwAR1bKCfk8G9cxYtdFXBZdoZTHRN2Eu2O-b67vhSwU_6dCu-QjwOAUhIsoQo

Baumeister, C. Peersman, G. (2013). *"Time-Varying Effects of Oil Supply Shocks on the US Economy."* American Economic Journal: Macroeconomics, 5 (4): 1-28. DOI: 10.1257/mac.5.4.1

Baumeister, C. Kilian, L. (2015). *Forty years of oil price fluctuations: Why the price of oil may still surprise us*, CFS Working Paper Series, No. 525, Goethe University Frankfurt, Center for Financial Studies (CFS), Frankfurt a. M., <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30:3-392941>

Beltrán, L. F. (2013). *Tutela de los Socios de las Sociedades de Capital en las Operaciones de Modificación Estructural.* Revista E-mercatoria, Vol. 12, Núm 1, pags.176-253.

Beetar, J. (2016). las cláusulas accesorias de no competencia en los contratos de compraventa de negocios en marcha. Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: <https://repository.javeriana.edu.co/handle/10554/38867>

Bercovitz, R. (1995). TRANSFORMACIÓN, FUSIÓN & ESCISIÓN DE SOCIEDADES Editorial Temis, p.p. 85

Bos, M. Demirer, R. Gupta, R. y Kumar A (2017). *Oil returns and volatility: The role of mergers and acquisitions*. volumen Energy Sources, Parte B: Economics, Planning, and Policy, volumen 12:5, p.p 420-427, DOI: [10.1080/15567249.2016.1163436](https://doi.org/10.1080/15567249.2016.1163436)

Brufau, A. (2013). Diez años de Cuadernos de Energía. Repsol: inversión y tecnología ante un nuevo modelo energético global. Cuaderno de Energía No. 41 págs 103-107. Recuperado el 18 de julio de 2018 de 2020 en: https://www.enerclub.es/frontNotebookAction/Biblioteca/Publicaciones/Enerclub/Cuadernos/Cuaderno_de_Energia_N_41;jsessionid=9C2F5B2F072796B1701EA78E3089132F

Corlay, C. y Hubby, D. (1999). *Mergers & Acquisitions in the oil & gas industries*. Recuperado el 22 de junio de 2020 en: <https://journals-sagepub-com.ezproxy.javeriana.edu.co/doi/pdf/10.1177/014459879901700504>

Corte Constitucional. (2013). Sentencia C-934. Bogotá D.C. Corte Constitucional.

Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. (2014). Sentencia SC 5851-2014 [MP Margarita Cabello].

Court Of Chancery Of The State Of Delaware (2001) IBP, INC, vs Tyson Foods, Inc.

Court Of Chancery Of The State Of Delaware (2008) Hexion Speciality Chems, Inc v Huntsman Corp.

Court Of Chancery Of The State Of Tennessee (2007) Genesco Inc v The Fish Line Inc.

Court Of Chancery Of The State Of Delaware (2005) Oil Corp, Inc v Holly Corp.

Court Of Chancery Of The State Of Delaware (2007) Raskin v Birmingham.

Covi, G. (2014). *The First Oil Shock, Stylized Facts, Reflections and The Easterly Puzzle in a Forty-Year Retrospective*. Recuperado el 12 de septiembre de 2020 en: <https://core.ac.uk/reader/213962500>

Cuadro, M. (2016). *Las Relaciones en el Golfo después de la “Primavera Árabe” y su Impacto en la Región*. Recuperado el 20 de septiembre de 2020 en: <http://www.scielo.org.co/pdf/ries/v11n2/v11n2a06.pdf>

Darbouche, H. Fattouh, B. (2011). *The Implications of the Arab Unprisings for Oil and Gas Markets*. Recuperado el 18 de septiembre de 2020 en: https://www.oxfordenergy.org/wpcms/wp-content/uploads/2011/09/MEP_2.pdf

Devia, M. Santa, D. (2015). El Mercado Relevante en las Integraciones Empresariales del Sector Petrolero Colombiano entre 2010 Y 2014. Recuperado el 9 de noviembre de 2010 en: <https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/34473/DeviaMonroyMar%c3%adaFernanda2015.pdf?sequence=3&isAllowed=y>

Díaz, M. (1994). *La reactivación de la Sociedad anónima disuelta*. Madrid, España. Marcial Pons.

Ditté, P. Roell, P. (SF). *Past oil price shocks: Political background and economic impact Evidence from three cases*. Recuperado el 2 de septiembre de 2020, en: https://www.files.ethz.ch/isn/20499/rev%20Oil_Price_ShocksI.pdf

Donoso, Ricardo (2014). "Joint Venture" o Contrato de Colaboración Empresarial. Recuperado el 2 de agosto de 2020, en: <https://www.nuevodercho.cl/wp-content/uploads/Joint-Venture.pdf>

Egan, B. F., Tafe, H., & Thompson, S. (2002). Asset acquisitions: colloquy. *University of Miami Business Law Review*, 10(1), 145-218. Recuperado el 2 de agosto de 2020, en: https://heinonline-org.ezproxy.javeriana.edu.co/HOL/Page?collection=journals&handle=hein.journals/umblr10&id=152&men_tab=srchresults

Elmar, L. Jeffrey J. Reuer, Welling, A. (2012). Earnouts in mergers and acquisitions: A game-theoretic option pricing approach, *European Journal of Operational Research*, Volume 223, Issue 1, 2012, Pages 256-263, ISSN 0377-2217, <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2012.05.017>.
(<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0377221712003669>)

ENGLISH HIGH COURT (2013) Grupo Hotelero Urvasco SA v Carey Value Added S.L.

ENGLISH HIGH COURT (2015) Ipsos SA v Dentsu Aegis Network Ltd.

Fagan, M (1993). Generalized entering coefficients: A criterion for foam stability against oil in porous media. Recuperado el 9 de noviembre de 2020 en: <https://www.osti.gov/biblio/5835775-generalized-entering-coefficients-criterion-foam-stability-against-oil-porous-media>

Fox, C. (2008). *Contract Organization and Drafting Techniques*. Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: <https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1213&context=transactions>

Griffith, S. (2020). Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions. Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1973&context=faculty_scholarship

Gil-Alana, L. Pérez de Gracia, F. y Rodríguez I. (2017). *Are mergers and acquisitions in the petroleum industry affected by oil prices?*, *Energy Sources, Parte B: Economics, Planning, and Policy*, volumen 12:5, pp. 420-427, DOI: 10.1080/15567249.2016.1163436

Grimm, D. (2010). *The Foreign corrupt practices act in Merger and Acquisition transactions: successor liability and its consequences*. *NYU Journal of Law and Business*, volumen 7:247, pp. 247-331.

Hansmann, H. y Kraakman, R. (2009). *What is Corporate Law?*. Center for Law, Economics and Public Policy, volumen 300. p.p 1-20.

Hammerson, LaMaster (2018) OIL AND GAS M&A, p.p. 220.

Hamilton, J. (2008). *Understanding Crude Oil Prices*. *National Bureau of Economic Research*. Recuperado el 15 de junio de 2020 en: <https://www.nber.org/papers/w14492>

Hamilton, J. (2011). *Historical Oil Shocks*. Recuperado el 2 de septiembre de 2020 en: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16790/w16790.pdf

Hormaeche, Laborda & Saénz de Ormijana. (2008). El Petróleo y la Energía en la Economía: Los efectos económicos del petróleo en la economía vasca. Recuperado el 9 de noviembre de 2020 en: https://www.euskadi.eus/contenidos/informacion/estudios_publicaciones_dep/es_publica/adjuntos/petroleo_y_energia.pdf

Index Mundi. Recuperado el 20 de junio de 2020 en: <https://www.indexmundi.com/commodities/Price/?commodity=crude-oil>

Kingsly, K. Kouam, H. (2020). COVID-19 and Oil Prices. SSRN Electronic Journal. 10.2139/ssrn.3555880.

Kohers, N. Ang, J. (2000). Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay. Recuperado el 9 de noviembre de 2020 en: https://www.researchgate.net/publication/24103320_Earnouts_in_Mergers_Agreeing_to_Disagree_and_Agreeing_to_Stay

Kyritsis, E. y Serletis, A. (2017). *Oil Prices and the Renewable Energy*. Discussion Papers, Norwegian School of Economics, Department of Business and Management Science volumen 2017/15.

Kuang-Chung, Hsu. Wright, M. Zhen Zhu (2017). What motivates merger and acquisition activities in the upstream oil & gas sectors in the U.S.?, *Energy Economics*, Volume 65, 2017, Pages 240-250, ISSN 0140-9883, <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.04.028>. (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988317301354>).

Langevoort, D. (2010). *The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions*. Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper No. 10-17, pp. 10-20.

Levine, S. Taylor, G. Arthur, D. Tolleth, M. (2014). *Understanding Crude Oil And Product Markets*. Recuperado el 18 de septiembre de 2020 en: <https://www.api.org/~media/Files/Oil-and-Natural-Gas/Crude-Oil-Product-Markets/Crude-Oil-Primer/Understanding-Crude-Oil-and-Product-Markets-Primer-High.pdf?fbclid=IwAR0FiwMekmlkoJtuLyrckAMMU9bBwDuXfiO2jUnshNik040hdgJZ-fMuCs>

López, E. Montes, E. Garavito, A. y Collazo, M. (2012). *La economía petrolera en Colombia Marco legal - contractual y sus principales efectos sobre la actividad económica del país (parte I)*. Borradores de Economía Número 692.

López, J. (2013). La consolidación de un sistema logístico competitivo. Cuaderno de Energía No. 41 págs 49-52. Recuperado el 18 de julio de 2020 en https://www.enerclub.es/frontNotebookAction/Biblioteca/Publicaciones_Enerclub/Cuadernos/Cuaderno_de_Energia_N_41;jsessionid=9C2F5B2F072796B1701EA78E3089132F

Lukas, E. (2015). Earnouts in mergers and acquisitions: A game-theoretic option pricing approach. Recuperado el 9 de noviembre de 2020 en: https://www.researchgate.net/publication/257196358_Earnouts_in_mergers_and_acquisitions_A_game-theoretic_option_pricing_approach

Martínez, M. (2004). Mercado petrolero controlado por consumidores y ya no por los países productores; NoticiasFinancieras Retrieved from

<https://login.ezproxy.javeriana.edu.co/login?qurl=https%3A%2F%2Fsearch.proquest.com%2Fdocview%2F468233381%3Faccounti>

Maugeri, L. (2009). *Understanding Oil Price Behavior through an Analysis of a Crisis, Review of Environmental Economics and Policy*, Volume 3, Issue 2, Summer 2009, Pages 147–166, <https://doi-org.ezproxy.javeriana.edu.co/10.1093/reep/rep007>

Melo, L. Parrado, L. Ramos, J. Zarate, H. (2016). Bonanzas y crisis de la actividad petrolera y su efecto sobre la economía colombiana. Recuperado el 20 de septiembre de 2020 en: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/6272/be_961.pdf?sequence=47

Mileva, E. Siegfried, N. (2007). *Oil Market Structure, Network Effects and the Choice of Currency for Oil Invoicing*. ECB Occasional Paper No. 77. Recuperado el 10 de octubre de 2020 en: <https://ssrn.com/abstract=1005940>

Noreng, O. (2003). El Poder del Petróleo, la Política y el Mercado del Crudo. Recuperado el 29 de diciembre de 2020 en: <http://ance.msinfo.info/bases/biblo/texto/libros/ZR.sf3.a.pdf>

Rupert (2015). Fusiones y Adquisiciones. Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: <https://www.ipa.pe/pdf/Fusiones-y-Adquisiciones.pdf>

Shuen, P. Feiler, D. (2014). *Dynamic capabilities in the upstream oil and gas sector: Managing next generation competition*. Energy Strategy Reviews, Volume 3, 2014, Pages 5-13, ISSN 2211-467X, <https://doi.org/10.1016/j.esr.2014.05.002>. (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2211467X14000194>)

Ordóñez, P. (2013). *Validez y efectos de cláusulas de limitación de responsabilidad en contratos de compraventa de acciones en Colombia*. Revista de Derecho Privado, núm. 49, enero-junio, pp. 1-33

Patel, M. (2019). *Merger Breakups*. *Wisconsin Law Review*, Cuarta entrega, pp. 2- 68.

Perez, S. (2016). Nuevos fundamentos del mercado petrolero, periodo 2006 - 2015. ISSN-e 1856-8572, Vol. 10, N°. 1, 2016, págs. 1-24. Recuperado el 18 de julio de 2020 en: <https://dialnet-unirioja-es.ezproxy.javeriana.edu.co/servlet/articulo?codigo=5635335>

Puyana, A. (2015). *La economía petrolera en un mundo politizado y global*. (1ª edición). México y Colombia. FLACSO México.

Posner, E. (2000). *Coase lecture: Agency Models in law and economics*. John M. Onlin Law & Economics Working Paper, No. 92 (2d series), pp 1-12.

PwC. (2019). Fusiones y Adquisiciones en Colombia. Recuperado el 22 de junio de 2020 en: https://www.pwc.com/co/en/publications/Fusiones_Adquisiciones_PwCCO.pdf

Reyes, F. (2017). *Derecho societario (Tomo II). Edición tercera*. Colombia Bogotá D.C. Temis.

Rincón, J. (2018). La validez y los efectos de las declaraciones y garantías en los contratos de adquisición en Colombia. Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: <https://repositorio.javeriana.edu.co/handle/10554/41626>

Rossi, S. y Volpin, P. (2003). *Cross- Country Determinants of Mergers and Acquisitions*. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 25/2003, pp 1- 36.

Romero, A. y Vera, C. (2018). *Economía Política Del Petróleo (Political Economy of Oil)*. Criterio Libre, Vol. 16, No. 28. Bogotá (Colombia). p.p. 133-156. Recuperado el 14 de junio de 2020 en: <https://ssrn.com/abstract=3244969> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3244969>

Said. Scheck. Benoit y Malsin. (2020). *Saudi Arabia's Crown Prince Tanked Oil Markets. Here's the Back Story*. Wall Street Journal. Recuperado el 20 de junio de 2020 en: https://www.wsj.com/articles/saudi-arabias-crown-prince-tanked-oil-markets-heres-the-back-story-11583957095?mod=hp_featst_pos1

Saldaña, G. (2013). *Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas (Material Adverse Change Clauses in Business Purchase Agreements)*. InDret, Vol. 1, 2013, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2213854>

Scott, J. (2020). *The economic, geopolitical and health consequences of COVID-19*. World Economic Forum. Recuperado el 20 de junio de 2020 en: <https://www.weforum.org/agenda/2020/03/the-economic-geopolitical-and-health-consequences-of-covid-19>.

Serrani, E. (2018). Las “Siete Hermanas”. ¿Competencia capitalista u oligopolio petrolero?. H-Industri@: Revista De Historia De La Industria, Los Servicios Y Las Empresas En América Latina, (22), 95-116. Descargado el 18 de julio de 2020 en: <http://ojs.econ.uba.ar/index.php/H-ind/article/view/1137>

Silva, F. (2007). *Una aproximación a la visión de la corrección del desequilibrio contractual desde la perspectiva de la jurisprudencia arbitral*. Mercatoria, volumen 6, número 2, pp.

Soto, C. (2015). *Fusiones y Adquisiciones (Primera Edición)*. Instituto Pacífico S.A.C - 2015. Instituto Peruano de Arbitraje - IPA.

Superintendencia de Sociedades. (2001). OFICIO No. 220-10481 del 30 de marzo de 2001. Bogotá D.C., Colombia.

Superintendencia de Sociedades. (2019). OFICIO No. 220-027166 del 3 de abril de 2019. Bogotá D.C., Colombia.

Tamayo, M. y Piñeros, J. (2007). *Formas de integración de las empresas*. Recuperado el 14 de junio de 2020 en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4021250.pdf>

Tatom, J. (1991) *The 1990 Oil Price Hike in Perspective. Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Volumen 73, No.6, pp. 3-18 recuperado el 1 de junio de 2020 en: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/91/11/Oil_Nov_Dec1991.pdf

Tov, E. Davidoff, S. (2020). *How Do Representations and Warranties Matter? Risk Allocation in Acquisition Agreements*. Recuperado 9 de noviembre de 2020 en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3361184> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3361184>

Tribunal Arbitral de Balclín Investments S.L., Altra Inversiones Ltda., Mauricio Camargo Mejía y Dario Duran Echeverri Vs. Jairo Andres Gutierrez Robayo, Jimena Gross Mejía, Carlos Andres Torres Robayo, Nelson Andres Beltran Algarra Y Monserrat Gross Mejía

(2011). Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: <https://bibliotecadigital.ccb.org.co/handle/11520/22038>

Translated by ContentEngine L. L. C. (2020, Apr 13). Mineras y petroleras se alistan ante el impacto de la covid-19. CE Noticias Financieras Retrieved from <https://login.ezproxy.javeriana.edu.co/login?qurl=https%3A%2F%2Fsearch.proquest.com%2Fdocview%2F2389547433%3Fa>

Translated by ContentEngine L. L. C. (2020, May 18). Ecopetrol, la que menos cae frente a otras petroleras. CE Noticias Financieras Retrieved from <https://login.ezproxy.javeriana.edu.co/login?qurl=https%3A%2F%2Fsearch.proquest.com%2Fdocview%2F2404547168%3Facc>

Uria, R. (1994). *Derecho Mercantil, Vigésima primera edición*. Madrid, España. Marcial Pons.

Vega, J. (2018). Análisis Jurídico Y Económico De Las Operaciones De M&A En Colombia. Recuperado el 9 de noviembre de 2020 en: <https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/41631/Documento.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

Weber, L. (2010). The Right Frame of Mind for M&A: The Impact of Merger Characteristics on M&A Deal Frames. Recuperado el 10 de noviembre de 2020 en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1552975

Macrotrends (2020). WTI Crude Oil Prices – 10 Year Daily Chart. Recuperado el 20 de septiembre de 2020 en: <https://www.macrotrends.net/2516/wti-crude-oil-prices-10-year-daily-chart>).

Yergin, D. (2020) *COVID - 19 Makes Oil Markets Sweat*. Wall Street Journal. Recuperado el 20 de junio de 2020 en: <https://www.wsj.com/articles/covid-19-makes-oil-markets-sweat-11583856025>

Zarate, J. (2012). *Excesiva Onerosidad Sobrevenida en la Contratación Mercantil: Una Aproximación Desde la Perspectiva de la Jurisdicción Civil en Colombia*, La. Revista de Derecho Privado, 23, 233-266.

Zozaya, N (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*, Recuperado el 9 de noviembre de 2020 en: <http://www.ipyme.org/publicaciones/las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20formula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf>.