

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS

ESPECIALIZACIÓN DERECHO COMERCIAL

ANÁLISIS JURÍDICO Y ECONÓMICO DE LAS OPERACIONES DE M&A EN
COLOMBIA

TRABAJO DE GRADO -PRIMERA ENTREGA-

PROF. CAMILO GÓMEZ

22 de abril de 2018

NOTA DE ADVERTENCIA

“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de grado. Solo velara que no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque los trabajos de grado no contengan ataques personales contra persona alguna, antes bien se vea en ellos el anhelo de buscar la verdad y la justicia”.

*Artículo 23 de la Resolución N° 13 de Julio de 1946
Pontificia Universidad Javeriana*

ÍNDICE

- 1. INTRODUCCIÓN.**
- 2. DEFINICIONES JURÍDICAS SOBRE LAS OPERACIONES DE M&A.**
- 3. DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS EN LAS TRANSACCIONES DE M&A**
 - 3.1. REPRESENTATIONS & WARRANTIES**
 - 3.2. MATERIAL ADVERSE CHANGE O CLAUSULAS MAC**
- 4. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA IMPORTACIÓN DE LA FIGURA.**
 - 4.1. ESTRATEGIAS DE GOBIERNO CORPORATIVO**
 - 4.2. GOBIERNO CORPORATIVO Y OPERACIONES DE M&A.**
 - 4.3. MEDIDAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA**
 - 4.4. OPERACIONES DE M&A EN EL MERCADO COLOMBIANO**
 - 4.4.1. SECTORES DONDE SE HACE IED EN COLOMBIA.**
 - 4.4.2. ORIGEN DE LA IED EN LAS OPERACIONES DE M&A.**
 - 4.4.3. INVERSIONES CROSSBORDER**
 - 4.4.4. COMPARACIÓN CON EL MERCADO LATINOAMERICANO.**
- 5. CONCLUSIONES.**
- 6. BIBLIOGRAFÍA.**

1. INTRODUCCIÓN.

Colombia cumple alrededor de 30 años con la implementación de una política económica abierta. Intentando atraer capital del exterior para desarrollar actividades en nuestro territorio y generar mayores estándares de bienestar. Apostándole de esa forma, a incrementar el PIB a través de la inversión extranjera directa.

Este tipo de política exige que el gobierno efectúe estrategias que generen confianza en el mercado nacional en pro de facilitar y proteger la inversión de los no residentes. Desde la perspectiva del derecho internacional dichas estrategias se han venido manejando con el nombre de Gobierno Corporativo y se han desarrollado principalmente en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Sin embargo, desde la perspectiva legal local, es menester analizar las diferentes formas en las que se ha logrado la implementación de dicho capital en proyectos específicos de inversión en Colombia. Puesto que la implementación de este tipo de estrategias trae como problema el acoplamiento de los diferentes sistemas jurídicos para la regulación de operaciones transfronterizas.

De esta forma, se ha desarrollado en la práctica comercial figuras que mezclan costumbre con derecho, mediante las cuales se ha pretendido conciliar de alguna manera estas diferencias y generar una plataforma para la ejecución de la inversión extranjera directa.

El problema que nos incumbe en el presente texto es revisar desde una perspectiva económica y jurídica si la costumbre mercantil va acorde con el derecho o si estamos frente a un caso de costumbre “contra legem”. Para ello, usaremos como objeto de nuestra investigación a las operaciones de M&A (*Mergers and Acquisitions*) o en español fusiones y adquisiciones, pues se han convertido en una de las principales prácticas de desarrollo económico e implementación de inversión extranjera en proyectos nacionales.

En este orden de ideas, nos dispondremos a revisar en qué consisten las operaciones de M&A desde una perspectiva jurídica y su implementación en nuestro ordenamiento jurídico; también analizaremos en qué consisten y cómo se han desarrollado en nuestro país las estrategias de gobierno corporativo y finalmente miraremos desde una perspectiva

económica la eficiencia de esta implementación y si esta ha afectado el mercado de operaciones de M&A en Colombia.

2. DEFINICIONES JURÍDICAS SOBRE LAS OPERACIONES DE M&A.

En este capítulo, nos dispondremos a analizar en qué consisten las operaciones de M&A, la forma en cómo funcionan, y algunos elementos o características jurídicas interesantes que nos permitirán entender nuestro objeto de estudio y nos servirán más adelante para hacer comparaciones y análisis a nivel económico.

El termino M&A, “*Mergers and Acquisitions*”, va más allá de su traducción literal al español: fusiones y adquisiciones. Se refiere a la adquisición de negocios en marcha, por tanto, va más allá del ámbito meramente societario, y lo que busca es generar un ambiente y un proceso jurídico adecuado para la adquisición de negocios operativos.

Estas operaciones son muy usadas para enfocar la inversión extranjera aprovechando un mercado ya descubierto valiéndose del “*Good Will*” ya creado. En el marco de estas operaciones, podemos encontrar diferentes negocios jurídicos como la compraventa de acciones, compraventa de activos, compraventa de establecimiento de comercio, las escisiones y la fusión empresarial o societaria.

Esto crea una plataforma que permite claridad en el negocio y seguridad jurídica para los inversionistas, usando una combinación de elementos de la legislación local y elementos de la costumbre mercantil internacional. Generando un marco jurídico amigable para las partes con diferentes costumbres jurídicas y negociales.

Estas operaciones se caracterizan por tener una fase de “*due diligence*” o debida diligencia mediante la cual, se permite el acceso a la información por parte del vendedor o persona que ofrece lo adquirido y el comprador puede revisar todo el eventual riesgo de la compra y determinar el estado real de la cosa. En esta etapa se describe el proceso que se va a seguir, según el tipo de estructura, y se determinan las contingencias como las laborales, cambiarias, societarias, contractuales, de competencia y financieras.

Así mismo, se crean documentos precontractuales como la carta de intención o el memorando de entendimiento, mediante los cuales se desarrolla un compromiso de confidencialidad, se estructura las condiciones de la entrega de la información y se construye un plan de acción con los elementos básicos del negocio para iniciar la etapa de negociación.

Una vez ya identificado el objeto de compra, lo siguiente que debemos revisar es la estructuración del contrato mediante el cual se va a hacer la operación de adquisición del negocio en marcha. Para ello las Operaciones de M&A identifican unos “*Recitals*” o consideraciones, en las que se hacen unas definiciones generales para contrarrestar las diferencias en conceptos de los diferentes ordenamientos jurídicos, y luego se identifican el objeto y la forma de pago.

El factor más importante en estas operaciones es la forma en que se asegura la satisfacción en el objeto del contrato. Pues se desarrolló a través de la costumbre de diferir los momentos de firma y cierre, para el cumplimiento de ciertas condiciones que preparan el objeto para la transmisión de la propiedad. Acá es donde se ejecutan en principio las condiciones precedentes para el cierre, en donde se rescata la importancia del “*due diligens*”, la obtención de permisos o autorizaciones de terceros, autorizaciones de financieros (*wavers*) y pago de deudas.

Para entender un poco lo anterior, nos dispondremos a analizar la distribución del riesgo en los contratos de M&A, mediante un análisis de las declaraciones y garantías y las cláusulas de cambio material adverso (*MAC*), a la luz del ordenamiento jurídico colombiano.

3. DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS EN LAS TRANSACCIONES DE M&A

Este tipo de operaciones se basan en elementos jurídicos concetudinarios que provienen principalmente de figuras de la familia jurídica del *Common Law*, en las cuales se decanta el desarrollo empírico a través de la jurisprudencia. “Dentro de los conceptos “importados”, destacamos la “nueva” forma de los contratos de M&A, los cuales comenzaron a incluir términos tales como: cláusula de cambio material adverso (Material Adverse Change o *MAC Clause*), cláusulas de declaraciones y garantías (*representations & warranties*), separación de los momentos de celebración y de generación de los efectos del contrato (*signing &*

closing), obligaciones adicionales de conducta (*covenants*), condiciones precedentes (*conditions precedent* y *bring-down conditions*), diferentes medios de rescisión contractual (*walk away rights*), entre otros.”¹ Sin embargo para efectos de este trabajo nos concentraremos en dos, las “*representations & warranties*” y las Cláusulas “*MAC*”.

3.1. REPRESENTATIONS & WARRANTIES

Respecto a las cláusulas de “*representations & warranties*”, se han validado en nuestro ordenamiento a través de diferentes pronunciamientos arbitrales por los cuales se dice que “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”²

Así mismo se ha dicho 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.”³ .“De lo anterior, se puede inferir que las declaraciones y garantías pueden llegar a ser un elemento fundamental para el consentimiento”⁴.

Por tanto, en Colombia las Cláusulas de “*representations & warranties*” son dos caras de la misma moneda. Aunque en principio las “*representations*” lo que hace es hacer constar en

1 Novais, Raquel, et al “Los Desafíos de Importar Conceptos del derecho anglosajón en los Contratos de M&A regidos por la Legislación Brasileña”. En Fusiones y Adquisiciones en El Perú y América. Instituto Peruano de Arbitraje. Capítulo X. página 2

2 Laudo Arbitral Corporación Financiera Colombiana S.A. vs Invercol S.A. y otras (2005)

3 Laudo Balclin Investments S.L. ,Altra Inversiones Ltda, y otros vs. Jairo Andrés Gutiérrez Robayo y otros (2011).

4 Laudo Balclin Investments S.L. ,Altra Inversiones Ltda, y otros vs. Jairo Andrés Gutiérrez Robayo y otros (2011).

el contrato las razones por las cuales se contrató, y las “warranties” son una promesa de la que esos hechos son verdad. En nuestro ordenamiento lo que activa este tipo de cláusulas es a la teoría clásica de la causa, consignada en el artículo 1524 de nuestro Código Civil:

“ARTICULO 1524. <CAUSA DE LAS OBLIGACIONES>. No puede haber obligación sin una causa real y lícita; pero no es necesario expresarla. La pura liberalidad o beneficencia es causa suficiente.

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

Así, la promesa de dar algo en pago de una deuda que no existe, carece de causa; y la promesa de dar algo en recompensa de un crimen o de un hecho inmoral, tiene una causa ilícita.”⁵

De esta forma, el efecto que tienen estas cláusulas en nuestro ordenamiento es dejar expuesta la causa en el contrato para facilitar la prueba de esta en una futura controversia para demostrar más fácilmente los vicios del consentimiento como el error, dolo o vicios ocultos, y así afectar la validez del contrato cuando el objeto no corresponda a lo declarado en las “representations”. De este modo, pasamos del ámbito de formación del contrato y la teoría del contrato a la parte de cumplimiento, que en la práctica es más eficiente de resolver en una controversia.

3.2. MATERIAL ADVERSE CHANGE O CLAUSULAS MAC

En cuanto a las cláusulas de cambio material adverso, o por su siglas en inglés clausulas MAC, podemos decir que son “(...) un mecanismo más del que se valen las partes para atribuir riesgos. Conceptualmente, se trata de una previsión contractual que tiene la finalidad de excluir o mitigar los efectos negativos de una potencial modificación sustancial en el escenario o la situación (comercial, financiera, jurídica, etc.) en la que la empresa se encontraba a la fecha de la celebración del contrato.

La función principal de la cláusula MAC es conceder a las partes el derecho de extinguir el contrato (lo que, en la práctica anglosajona, se acostumbra denominar walk away right). Se

⁵ Ley 84 de 1873, Código Civil Colombiano, Artículo 1524

trata, pues, de una atribución de riesgo antes del cierre, la cual se utiliza en los contratos de ejecución diferida. En otras palabras, en caso de que se constate la ocurrencia del acto o hecho, anterior al cierre, capaz de generar un MAC, se faculta a una o más partes para rescindir el contrato. La definición de lo que constituye un acto o hecho que puede generar un MAC, es una tarea de las más relevantes y que, no por casualidad, consume un tiempo sustancial en la negociación de contratos.

Resaltamos, también, que con relación a la cuestión de incluir la cláusula MAC en el contrato, es posible incorporarla juntamente con las declaraciones y garantías, en las obligaciones de conducta y/o como condición precedente. Su utilización, como condición para cierre, ocurre, por ejemplo, cuando el contrato establece que el comprador solamente estará obligado a concluir el negocio en caso de que en determinado período de tiempo (normalmente entre la firma del contrato y el cierre) no haya ocurrido ningún acto o hecho capaz de generar un MAC.”⁶

Lo que hacen estas cláusulas es proteger la conservación del objeto del contrato mientras se cumplen las condiciones necesarias para la adquisición de este. Con ese fin, se crea una forma más expedita de retrotraer los efectos del contrato, sin necesidad de acudir a una vía judicial para declarar la nulidad del contrato o el incumplimiento del mismo. Esto evita acudir a la jurisdicción, que en nuestro territorio es muy lenta, o acudir a un tribunal de arbitramento, que genera costos altos de transacción. Sin embargo, si esta no se hace ejecutable por las partes en el marco de su autonomía de la voluntad; estas cláusulas al igual que las representaciones y las garantías permiten invertir la carga de la prueba y hacer más fácil la petición de la declaración de incumplimiento por falta de causa.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA IMPORTACIÓN DE LA FIGURA.

⁶ Novais, Raquel, et al “Los Desafíos de Importar Conceptos del derecho anglosajón en los Contratos de M&A regidos por la Legislación Brasileña”. En Fusiones y Adquisiciones en El Perú y América. Instituto Peruano de Arbitraje. Capítulo X. página 4

Una vez revisadas las operaciones de M&A desde la perspectiva jurídica, y determinado cómo funciona y la manera en que se aplica en nuestro sistema jurídico, lo que nos corresponde ver es la forma en que se implementa la aplicación de estas operaciones en la economía colombiana y como está ha favorecido a la inversión extranjera directa.

Para ello vamos a revisar estudios económicos que miran la relación entre Gobierno Corporativo con la inversión extranjera. Y así dispondremos a ver como se ha comportado el mercado colombiano respecto a las operaciones de M&A y como está este comparado con otros mercados de la región.

4.1. ESTRATEGIAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Como lo mencionamos previamente, las estrategias de Gobierno Corporativo se han venido desarrollando principalmente desde la OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo, una organización internacional que promueve políticas que mejoran el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo. A pesar de que Colombia no hace parte de esta organización, si se ha adherido a varios instrumentos, entre ellos el Código País de Mejores Prácticas Corporativas en 2007, instrumento que desarrolla en gran medida los estándares del Gobierno Corporativo.

Es por eso que “El Gobierno Corporativo en los distintos países ha contado, desde finales de siglo XX, con la referencia de los principios socializados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), con el propósito de establecer cimientos homogéneos que permitan evaluar y mejorar los marcos legislativos para su incorporación.”⁷.

En concordancia con lo anterior, los estándares de Gobierno Corporativo se pueden entender como “(...) el ambiente institucional y legal que favorece el desarrollo de los mercados.”⁸. De esta forma, el objeto de dichos estándares es mejorar “(...) el conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes

7 OECD (2004). Principles of Corporate Governance. Organisation for economic co-operation and development. Página 20

8 Mateo Vasco; Lina M. Cortés; Sandra Gaitána e Iván A. Durán.(diciembre de 2014) Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelo gravitacional. Journal of Economics, Finance and Administrative Science vol.19 no.37 Lima. página 1

interesadas, en las que se establecen los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzarlos y para supervisar el desempeño”⁹. Así podemos determinar que dentro de los estándares de manejo de Gobierno Corporativo tenemos dos aspectos: Un elemento externo, tocante con las relaciones legales e institucionales; y el otro interno, que se reacciona con los conflictos de agencia dentro de la empresa.

Por lo tanto, la implementación de los estándares genera en las empresas “(...) i) transparencia, ii) eficiencia y iii) acceso a la financiación formal.”¹⁰ “Esto facilita enormemente la estimación de los riesgos y la capacidad de pago de las empresas por parte de las entidades financieras y potenciales inversionistas, aumentando significativamente el acceso al sistema financiero, bien sea a través del sistema bancario, del mercado de capitales o ambos.”¹¹.

Una vez explicado esto, es de rescata que para estos estándares se puede entender el concepto de empresa en sentido amplio. Es decir, la empresa puede ir más allá de la sola persona jurídica y vincular conceptos de inversión y de actividades comerciales desde cualquier negocio jurídico, como contratos de colaboración, establecimientos de comercio, operaciones de distribución u organización de activos.

Una vez claro en qué consiste el Gobierno Corporativo nos dispondremos a analizar cómo afectan estas medidas en el desarrollo de la inversión extranjera en Colombia, en especial a través de las operaciones de M&A. Después se revisará, a la luz de los estándares de Gobierno Corporativo, la eficiencia de la implementación de esta figura en nuestro ordenamiento.

4.2.GOBIERNO CORPORATIVO Y OPERACIONES DE M&A.

En un aspecto macroeconómico, se ha descubierto mediante diferentes estudios basados en el Modelo Gravitacional¹², que son varios factores los que afectan la capacidad de un país de atraer inversión extranjera en relación con las medidas de Gobierno Corporativo que adoptan.

9 Desarrollo Económico (OCDE), con el propósito de establecer cimientos homogéneos que permitan evaluar y mejorar los marcos legislativos

10Asobancaria (4 de septiembre de 2017) El avance del Gobierno Corporativo en Colombia. Semana Económica 2017, edición 1105. página 3.

11 Asobancaria (4 de septiembre de 2017) El avance del Gobierno Corporativo en Colombia. Semana Económica 2017, edición 1105. página 3.

¹² Modelo económico a por el cual se postula que las economías del mismo tamaño se atraen entre sí.

De esta forma, el estudio de “Rossi y Volpin (2004) concluyen que las M&A transnacionales se caracterizan por estar orientadas a países con mayor protección al inversionista y mejores estándares contables, lo cual genera una mayor prima por pagar.”¹³ Así las cosas, entre más implementación de estándares de Gobierno Corporativo tenga un país, más es su capacidad de atraer capital de exterior y mayor aumento en la actividad de operaciones de M&A.

A similares conclusiones han llegado investigaciones basadas en mecanismos externos de Gobierno Corporativo en los cuales “(...) el enfoque de estudio ha sido el de análisis de creación de valor. Por ejemplo, Kim y Lu (2013) encuentran que, en M&A transnacionales, si el país de origen tiene una mejor protección al inversionista, la empresa adquiriente seleccionará una empresa por adquirir en función de un buen desempeño de la misma, fenómeno que se acentúa aún más cuando en el país de origen se llevan a cabo reformas a favor de las prácticas de gobierno corporativo.”¹⁴

En la misma vía el estudio de Daniel, Cieslewicz y Pourjalali (2012) encontró que “el ambiente institucional, medido a través de las variables de Kaufmann, determinan las prácticas de gobierno corporativo; según ellos, a través de mecanismos formales (como las leyes) e informales (como las convenciones)”¹⁵.

De esta forma, las reformas legislativas para entregar condiciones favorables en materia cambiaria, tributaria, comerciar, laboral y ambiental generan mayor atracción a la inversión extranjera. Pero también la facilidad y la permisibilidad del ordenamiento jurídico para garantizar la libre estipulación de las partes, como las prácticas de desarrollo consuetudinario relacionadas con las operaciones de M&A.

“Por último, también se incorpora una variable para la tasa de impuestos del país de destino (Tasa de impuestos); en la estimación de la primera columna se encuentra que la relación es positiva y altamente significativa, diferente a lo esperado; sin embargo, al incluir las variables de gobierno corporativo, el resultado no es consistente en las diferentes estimaciones. Aunque la fundamentación teórica apoya la relación negativa entre impuestos e inversión

13 Mateo Vasco; Lina M. Cortés; Sandra Gaitána e Iván A. Durán.(diciembre de 2014) Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelo gravitacional. Journal of Economics, Finance and Administrative Science vol.19 no.37 Lima. Pagina 2

14 Ibidem página 2

15 Ibidem página 3

extrajera (...)”¹⁶ Así las cosas entre más cargas tributarias impongan un país, menos es el “*Profit*” del negocio y por tanto menos es el incentivo para los inversionistas extranjeros.

A manera de conclusión, “Los resultados de la regresión indican que mayores estándares de gobierno corporativo en ambos países promueven la actividad de M&A, acorde con las hipótesis planteadas. Estos resultados son consistentes para cada una de las seis variables con un nivel de significancia del 1% en la mayoría de los casos. Esto puede explicarse debido a que un mejor ambiente de negocios en los países incentiva de manera significativa la actividad de M&A, ya que las compañías buscan ambientes de negocios que garanticen sus intereses sin tener que incurrir en altos costos de monitorización (...)”¹⁷

Desde una perspectiva microeconómica, lo podemos ver desde dos escenarios; uno desde una vista del adquirente, y otra desde la del adquirido. En cuanto a la primera en la investigación realizada por Martynova y Renneboog (2008) “hallaron evidencia a favor de la hipótesis según la cual existen rendimientos anormales positivos de la adquirente cuando esta tiene menores estándares de gobierno corporativo que la adquirida, dado que se espera una adopción de buenos estándares por parte de la adquirente.”¹⁸

Desde la perspectiva de la empresa adquirida “Una vez se han realizado los anuncios, una pregunta importante es determinar si los estándares de gobierno corporativo impactan la probabilidad de que la empresa por adquirir acepte la oferta. Si los incentivos a los administradores buscan alinear sus intereses con los de los accionistas, podría pensarse que mientras mejores sean los estándares de gobierno corporativo, los administradores tenderán a aceptar ofertas de adquisición con el fin de crear valor; sin embargo, hay evidencia de que los administradores con propiedad sobre la compañía aprovechan su posición para mantenerse en el cargo, rechazando las ofertas de adquisición (North, 2001).”¹⁹

¹⁶ Ibidem. pagina 7

¹⁷ Ibidem. Pagina 8

¹⁸ Ibidem. Pagina 8

¹⁹ Ibidem. Página 9

4.3. MEDIDAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

En Colombia la implementación de los estándares de Gobierno Corporativo se iniciaron en el Código de Comercio y en la legislación mercantil colombiana, por medio de la Ley 222, sí alas cosas, “Desde la implementación del Código País de Mejores Prácticas Corporativas en 2007, la Superintendencia Financiera ha publicado año tras año los niveles de cumplimiento de los cinco grandes frentes del Gobierno Corporativo en los emisores de valores en Colombia. En su primera medición para 2007, el nivel de adopción de las dimensiones de Gobierno Corporativo era alrededor del 40%, mientras para 2015 se registró un nivel promedio del 60%. En particular, el conjunto de componentes de la dimensión de Arquitectura de Control son los que más han sido implementados (73%), mientras el conjunto de medidas para la dimensión de Junta Directiva los que menos (53,6%)”²⁰

Finalmente, la Circular Externa 028 de 2007, que fue actualizada en 2014, es considerado como uno de los hitos más importantes para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Esto, pues dicha circular incorporó una treintena de medidas y un centenar de recomendaciones en sintonía con las estrategias de Gobierno Corporativo de la OCDE.

4.4. OPERACIONES DE M&A EN EL MERCADO COLOMBIANO

Para analizar el mercado colombiano de operaciones de M&A nos dispondremos a ver en que sectores se ha desarrollado este tipo de operaciones, de dónde proviene la inversión extranjera directa y hacia dónde sale nuestra inversión a otros países, para finalmente hacer una comparación con los otros mercados Latinoamericanos.

4.4.1. SECTORES DONDE SE HACE IED EN COLOMBIA.

En cuanto a los sectores preponderantes en los que se aplican las operaciones de M&A en Colombia, el Reporte de 2017 de Deloitte encontró que “(...) el sector de Manufactura fue el que más se desarrolló, con un 39% del total de acuerdos, este es seguido por Consumo Masivo con un 20% y Energía y Recursos Renovables con un 13% del total. En cuanto a la

²⁰ Asobancaria (4 de septiembre de 2017) El avance del Gobierno Corporativo en Colombia. Semana Económica 2017, edición 1105. Página 3

dimensión de la inversión según la información que se pudo recolectar, el sector de Energía y Recursos Naturales fue el que más adquirió, con un monto de USD 378 millones.”²¹

4.4.2. ORIGEN DE LA IED EN LAS OPERACIONES DE M&A.

En materia de origen de la inversión, para el año 2016, el mismo estudio reportó que el “Origen del Capital. En el mercado colombiano, el 44% de los capitales invertidos proviene de fondos latinoamericanos. El 32% de los capitales dirigidos a este tipo de inversiones tienen como origen inversores norteamericanos. Por su parte Asia y Oceanía representaron el 12% del total de las operaciones registradas en Colombia y las operaciones concretadas por capital europeo representaron el 8%. Por último, del 4% restante no se registró el origen del capital.”²², por lo que para el 2016, casi el 96% de las operaciones de M&A fueron inversiones extranjeras directas, demostrando que es una herramienta que principalmente se usa para este tipo de inversión en nuestro país.

Sin embargo, el mismo reporte, pero para el año 2017 indicó que “En el mercado colombiano, el 55% de los acuerdos realizados proviene de fondos latinoamericanos (31 acuerdos) de los cuales el 61% es de origen colombiano (19 acuerdos), un 13% corresponde a México (4 acuerdos), seguido por un 9% de Argentina (3 acuerdos); el resto proviene de capital chileno, Uruguayo, Venezolano, Panameño y de la República Dominicana (con 1 acuerdo cada uno). El 27% del total pertenece a Europa y el Medio Oriente, (15 acuerdos), un 13% de los acuerdos tienen como origen inversor norteamericanos (7 acuerdo) y el 5% restante corresponde a países asiáticos.”²³, esto quiere decir que para el 2017 solo 66.45% de las operaciones de M&A fueron de inversión extranjera, encontrando una reducción del 29.55% en el origen internacional de las operaciones.

4.4.3. INVERSIONES CROSSBORDER

Respecto de las inversiones “*CrossBorders*” de Latinoamérica o inversiones realizadas hacia otros mercados el estudio nos revela que “En el año 2017 no fue distinto (a los otros años),

21 Deloitte (Febrero 2018). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2017.página15

22 Deloitte (Enero 2016). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2015 página 17

23 Deloitte (Febrero 2018). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2017.página 15.

dado que el 57% representando 81 de las 142 transacciones cross-border tuvieron destinos latinoamericanos y sólo 61 transacciones outbound (43%) fueron destinadas fuera de latinoamérica. Las inversiones outbound destinadas fuera de la región fueron lideradas por Mexico con 25 acuerdos, seguida por Brasil con 13 acuerdos y Colombia con 8 acuerdos.”²⁴ Esto quiere decir que Colombia en materia de inversión al exterior es solo el 0.56% del mercado regional.

Como complemento a la información anterior, en el informe se puede ver que “De los 61 acuerdos de empresas latinoamericanas hacia el exterior, un 41% tuvo como destino los Estados Unidos. El segundo destino más popular fue España con un 13%.”²⁵ . Por lo tanto, es probable que, de nuestros 8 acuerdos de 2016, la mayoría hubieran sido a Estados Unidos. País a cuya familia jurídica se le atribuye el nacimiento de las operaciones de M&A como se conceden hoy en día.

4.4.4. COMPARACIÓN CON EL MERCADO LATINOAMERICANO.

Así las cosas, comparando el mercado de M&A en Colombia con el resto de Latinoamérica, para el 2016 “La actividad colombiana representó el 6% del mercado latinoamericano, dejando un volumen de inversión de USD 3.642 millones. En relación al semestre anterior, el mercado colombiano cayó un 11% y si comparamos contra el mismo período del 2015, se ve una caída del 19% en el total de operaciones. Nivel de actividad por sector económico Los principales sectores económicos en los cuales se desarrolló la actividad del mercado de fusiones y adquisiciones en Colombia fueron el de “Energía y Recursos” (36% de los acuerdos) y el de “Consumo Masivo” (24% de los acuerdos). Al observar la dimensión de la inversión, el de “Energía y Recursos” es el sector con mayor participación con USD 2.950 millones, seguido por “Servicios Financieros” que registró inversiones por USD 571 millones.”²⁶ .

Sin embargo, “Si bien países como Perú y Colombia son unos de los más influyentes en el mercado de M&A latinoamericano, esto no se ve representado en los montos registrados

²⁴ ibidem página 18

²⁵ ibidem página18

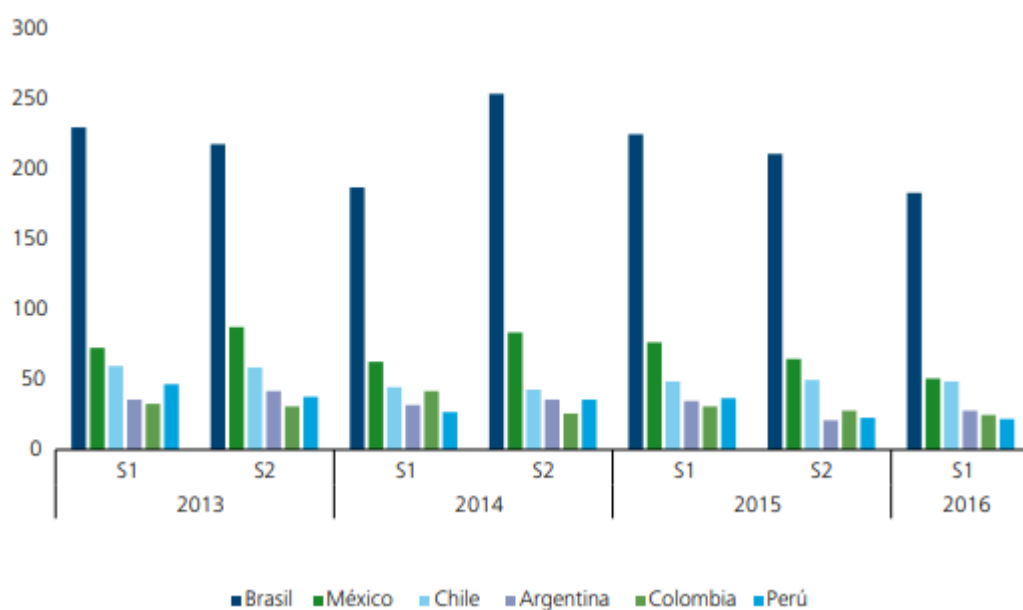
²⁶ Deloitte (Enero 2017). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2016. Página 16.

debido a la falta de información puesto que algunas empresas deciden dejar de manera confidencial el valor de sus transacciones”²⁷. A pesar de esto, Colombia ha venido ocupando normalmente el quinto y sexto puesto en el mercado de estas operaciones, esto se puede ver en la tabla que se desarrolla a continuación:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Colombia	5	5	5	6	5	5	5	6

²⁸

Para ilustrar un poco más las cosas, y dilucidar mejor el nivel del mercado colombiano actual, en la siguiente gráfica podemos apreciar los volúmenes de las operaciones de M&A en las 6 economías más importantes de nuestra región:



²⁹

Analizando la situación, aunque Colombia clasifica entre las economías más importantes de la región, su volumen de operaciones es incomparable con las de Brasil, quien lidera con niveles de inversión extranjera directa muy superiores a los de los demás países de la región.

²⁷ Ibidem página 17.

²⁸ Ibidem. Página 17.

²⁹ Ibidem. página 18.

Sin embargo, es menester implementar figuras más importantes para mejorar nuestro nivel de atracción a inversión extranjera.

Otro de los factores de comparación importantes a rescatar es que “Los resultados están acordes con la teoría económica en la medida en que la actividad de M&A es directamente proporcional al tamaño de las economías e inversamente proporcional a la distancia.”³⁰

5. CONCLUSIONES.

Después de revisar el marco jurídico y económico de las operaciones de M&A, encontramos un sin número de coincidencias entre las medidas de Gobierno Corporativo externas y la competitividad de un país para atraer inversión extranjera. Igualmente, vimos que un país debe ser más abierto a la apertura en materia de medidas formales como las leyes, así como las informales, referentes a la capacidad de un ordenamiento jurídico para aceptar componentes consensuales y concetudinarios.

En el caso de las operaciones de M&A, se trata de una figura que pertenece principalmente a estas últimas. Pues es una operación que se desarrolló mediante la experiencia y fue decantada mediante la jurisprudencia en otros ordenamientos jurídicos. De igual manera, vimos que, en nuestro ordenamiento, esta costumbre mercantil es perfectamente válida y se adapta a nuestra teoría de la causa, en la formación de los contratos.

A pesar de que Colombia no mueve un gran volumen de inversión extranjera directa en la región, si se constituye como uno de los países más importantes en materia de operaciones de M&A, y esto se debe principalmente a las medidas de Gobierno Corporativo tomadas por el Estado. A pesar de que Colombia no es parte de la OCDE, si se ha preparada para seguir estándares internacionales en Medidas de Gobierno Corporativo que han permitido crear confianza en los inversionistas y aumentar el mercado de operones como los M&A, comparado con la región.

Otro descubrimiento importante en este estudio es que en proporción el volumen de operaciones de M&A se relacionaba a operaciones trasfronterizas de inversión extranjera

³⁰ Ibidem. página 6

directa en Colombia, pero en el último año se observó una adaptación de la figura en nuestro ordenamiento interno para gestionar operaciones de inversión entre colombianos y capital colombiano.

Finalmente, las operaciones de M&A han demostrado ser una figura muy útil para el desarrollo de la inversión en Colombia, generando herramientas mucho más eficientes para la satisfacción de las necesidades de los negociantes, mediante la distribución de los riesgos; ubicando a nuestro país entre las economías más importantes de la región.

6. BIBLIOGRAFÍA.

- Novais, Raquel, et al “Los Desafíos de Importar Conceptos del derecho anglosajón en los Contratos de M&A regidos por la Legislación Brasileña”. En Fusiones y Adquisiciones en El Perú y América. Instituto Peruano de Arbitraje. Capítulo X.
- Bainbridge, Stephen M. Mergers and Acquisitions. Foundation Press. Third Edition. 2012. M&A Contracts. Pgs. 71-86.
- Feldman, Reid. Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice. Business Law International. Vol 17. No. 3. September 2016. Pgs. 217 – 231.
- Cendra Javier y José Maria Balaña. Los Contratos de M&A en España. EI Buissnes School y Hogan Lovells. diciembre de 2015
http://www.lawyerpress.com/news/2015_12/InformeEstudioM&A.pdf
- Ugarte Vial, Jorge. Compraventa sujeta a condiciones suspensivas: firma, período intermedio y cierre. Pontificia universidad Católica de Chile. Miércoles, 30 de diciembre de 2015. <http://www.carey.cl/download/noticias/Columna-JUgarte.pdf>
- Ordóñez Arias, Paola. Revista de Derecho Privado. ene-jun2013, Issue 49, preceding p4-33. 32p. Language: Spanish. , Base de datos: Fuente Académica Premier
- Ley 84 de 1873, Código Civil Colombiano
- Díaz Guerra, Borja (30 de junio de 2015). Las cláusulas MAC vuelven, ¿para quedarse?. Legal to day. Recuperado de <http://www.legaltoday.com/practica-juridica/mercantil/societario/las-clausulas-mac-vuelven-para-quedarse>.
- Michelsen Jaramillo, Sergio y Laguado Giraldo Darío (2014), La Función y Exigibilidad de los acuerdos de accionistas: análisis desde la perspectiva colombiana y anotaciones de derecho comparado, Instituto pacífico.
- Gonzales, Carlos Eduardo (27 de julio de 2017). Según un informe de TTR, los líderes en asesorías de negocios son Posse Herrera Ruiz y Brigard & Urrutia. Asuntos:legales. Recuperado de:

<https://www.asuntoslegales.com.co/actualidad/posse-herrera-y-bu-lideran-en-la-asesoria-de-negocios-2530634>

- Deloitte (Enero 2016). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2015.
- Deloitte (Enero 2017). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2016.
- Deloitte (Febrero 2018). Mercado de fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica 2017.
- Rodríguez Salcedo, Carlos Gustavo. (18 de noviembre de 2017). Las fusiones y adquisiciones en Colombia crecerán en un 200% en el próximo año. La república. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/globoeconomia/las-fusiones-y-adquisiciones-en-colombia-creceran-200-el-proximo-ano-2570139>
- Mateo Vasco; Lina M. Cortés; Sandra Gaitána e Iván A. Durán. (diciembre de 2014) Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelo gravitacional. Journal of Economics, Finance and Administrative Science vol.19 no.37 Lima
- Asobancaria (4 de septiembre de 2017) El avance del Gobierno Corporativo en Colombia. Semana Económica 2017, edición 1105.
- OECD (2004). Principles of Corporate Governance. Organisation for economic co-operation and development
- Laudo Balclin Investments S.L. ,Altra Inversiones Ltda, y otros vs. Jairo Andrés Gutiérrez Robayo y otros (2011).