
Breakup fees o pagos por terminación en las ofertas públicas de adquisición (OPA): ¿por qué no los asume la compañía objetivo?*

▮ SERGIO CARREÑO MENDOZA**

RESUMEN. Los *breakup fees* o pagos por terminación operan como instrumentos distributivos del riesgo que permite el reembolso de lo invertido cuando la operación se frustra por alguna de las causales definidas en el acuerdo. Con todo, han sido objeto de intenso debate cuando el reembolso se establece en favor del comprador por las repercusiones que pueden tener sobre la compañía objetivo, sus accionistas y el bienestar social. En esta línea, el Decreto 2555 de 2010 y la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia han optado por una solución restrictiva que proscribe los pagos asumidos por la compañía objetivo. Pese a las nobles intenciones que persigue la norma, ha llegado el momento de modificar la estrategia, pues no existe información que permita establecer de forma concluyente que la prohibición mejora la posición de los accionistas y, por el contrario, puede estar afectando el volumen de operaciones y los precios de venta. Teniendo esto presente, se propone la adopción de un modelo regulatorio que establezca de antemano los requisitos que deberán cumplir los administradores cuando los negocian.

PALABRAS CLAVE: ofertas públicas de adquisición (OPA), pagos por terminación, *breakup fees*, compañía objetivo, administradores.

* Fecha de recepción: 21 de octubre de 2021. Fecha de aceptación: 30 de junio de 2022.
Para citar el artículo: Carreño Mendoza, S., “*Breakup fees* o pagos por terminación en las Ofertas Públicas de Adquisición: ¿Por qué no los asume la compañía objetivo?”, *Revista de Derecho Privado*, n.º 44, enero-junio 2023, 275-309, DOI: <https://doi.org/10.18601/01234366.44.10>.

** Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia; profesor. Doctor en Derecho, Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, España. Contacto: s.carrenom@uniandes.edu.co Orcid: 0000-0003-1102-756X.

Breakup Fees in Takeover Bids. Why Doesn't the Target Take Them On?

ABSTRACT. Breakup fees function as allocating risk instruments that assure an investment reimbursement to the first offeror when the operation fails to complete attending to certain causes determined on the contract. However, they turn controversial whether target funded it. In this sense, Decree 2555 of 2010 and Basic Legal Circular of the Financial Superintendency of Colombia forbid target involvement in this kind of arrangement. Despite noble foundations, there is no conclusive evidence that supports the current solution; conversely, it could be affecting deal volumes and deal premiums. Consequently, this paper proposes an alternative approach based on a regulatory solution that establishes precise requirements when the target backs a breakup fee.

KEYWORDS: Takeover bids, tender offer, breakup fees, target, managers.

SUMARIO: Introducción. I. *Breakup fees* o pagos por terminación. II. *Breakup fees* en el Decreto 2555 de 2010. III. Práctica negocial en Colombia. Distribución de riesgos mediante preacuerdos. IV. Propuesta para el derecho colombiano. Conclusiones. Referencias.

Introducción

Los oferentes no pueden controlar el resultado de una oferta pública de adquisición (OPA). Por un lado, deben enfrentarse a la decisión de los accionistas, quienes pueden optar por mantenerse como negocio independiente. Por el otro, puede irrumpir una oferta competidora que frustre la adquisición¹.

Frente a este panorama, el primer oferente está interesado en incorporar salvaguardas que incrementen sus perspectivas de éxito y protejan las inversiones realizadas en el proceso. Desde la perspectiva del vendedor, la inclusión también podría convenirle teniendo en cuenta la disrupción en el giro ordinario de los negocios y los costes asociados a la pérdida de capital humano y de clientela².

Por razones históricas, los pagos por terminación se han consolidado como la salvaguarda por excelencia. En términos generales, se pueden definir como el pago que deberá realizar la parte asignada en caso de que la operación llegue a frustrarse por la ocurrencia de alguna de las causales establecidas en el acuerdo. Con todo, los pagos suelen distinguirse por razón del obligado. Cuando los paga el vendedor,

1 Coates IV, J. C. y Subramanian, G., "A Buy-Side Model of M & A Lockups: Theory and Evidence", *Stanford Law Review*, Stanford University, n.º 53, 2000, 310.

2 Afsharipour, A., "Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees", *Vanderbilt Law Review*, Vanderbilt University, n.º 63-5, 2010, 1213.

se denominan pagos por terminación o *break-up fees*; cuando es el comprador, se llamarán pagos por terminación inversa o *reverse break-up fees*³.

Los pagos por terminación asumidos por el vendedor despiertan mayor inquietud que sus congéneres; de hecho, el Decreto 2555 de 2010 y la Circular Jurídica Básica los proscriben expresamente cuando son asumidos por la compañía objetivo⁴. ¿La razón? Se busca proteger la libertad decisoria de los accionistas y que estos controlen el desenlace de la operación.

Teniendo esto en cuenta, el presente artículo indaga por la conveniencia o inconveniencia de la aludida prohibición. Para responder esta inquietud se acude principalmente al análisis normativo en Colombia y en el derecho comparado, así como a la revisión de la literatura relevante para el caso que nos ocupa. Como complemento, se revisan 43 prospectos de cuadernillos de OPA disponibles en la página de la Bolsa de Valores de Colombia⁵, correspondientes al período 2010-2019, lo que nos permite una mejor comprensión del fenómeno estudiado.

En este punto debe señalarse que todos los cuadernillos son examinados por nosotros, aunque no se haya formalizado la oferta. Por otro lado, se excluyen de la muestra los prospectos de emisión y las colocaciones, por cuanto exceden la pretensión del presente estudio. También excede de su objeto el análisis de otras limitaciones que pueden desincentivar la presentación de primeras ofertas o de ofertas competidoras (por ejemplo, la estrechez de plazo de aceptación y el acceso a la información para los competidores), que sin duda resultan relevantes en conjunto para profundizar y dinamizar el mercado.

Teniendo ello presente, lo que resta del trabajo se divide en cuatro secciones: la siguiente sección explora con mayor detalle los *breakup fees* o pagos por terminación asumidos por el vendedor (I). Después se analiza la regulación en Colombia, y los argumentos a favor y en contra de la prohibición (II). También se presentan los resultados obtenidos en la muestra recolectada y que dan cuenta de la práctica comercial; con estos insumos se propone un cambio de modelo en favor de la permisividad (III). La sección cuarta retoma el cambio de modelo y establece las bases de una propuesta para el derecho colombiano (IV). Por último, se presentan las conclusiones.

3 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones y gestión de la incertidumbre en las adquisiciones de empresa*, Bogotá, Universidad de los Andes, 2022, 138.

4 Sobre la validez de los pagos por terminación asumidos por los socios y su articulación con los deberes del socio mayoritario, cfr. Castillo Mayorga, F., “Deberes de administradores y socios en el contexto de una adquisición: ¿Qué tan aplicables son algunas instituciones y doctrinas estadounidenses en Colombia?”, en Laguado Giraldo, D. (coord.), *Derecho societario contemporáneo. Artículos*, Bogotá, Ibáñez - BU, 2021, 492 ss.

5 Cfr.: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Prospectos/Prospecto_Acciones?action=dummy [consultado el 16 de septiembre de 2021].

I. *Breakup fees* o pagos por terminación

Los *breakup fees* o pagos por terminación condensan el compromiso de reembolso en caso de que la operación llegue a frustrarse por la ocurrencia de alguna de las causales establecidas en el acuerdo⁶. Pese a su aparente sencillez, existe discusión frente a la naturaleza del pago. En Estados Unidos, por ejemplo, se debate si tratarle como contingencias contractuales, como opciones de retiro o como liquidación anticipada de perjuicios⁷. En España, por otro lado, suele tratársele como obligación condicional, dadas las dificultades prácticas que tienen los administradores para asegurar la aprobación de la operación por parte de los socios y la posible tensión que causaría con sus deberes fiduciarios⁸. También podría tratarse de una obligación facultativa o una cláusula penal. En última instancia, dependerá de los términos en que se redacte⁹.

Hecha la salvedad, los pagos por terminación operan como instrumentos distributivos del riesgo. Cada parte tiende a asumir el riesgo de sus propias inversiones, sin embargo, intenta trasladar algunos riesgos a su contraparte. Desde la perspectiva del comprador, que es el objeto del presente escrito, existen dos riesgos que le causan especial preocupación: 1. Que los socios de la sociedad objetivo rechacen la operación y decidan continuar como un negocio independiente y 2. Que la operación se frustrate por una mejor oferta.

Estos riesgos no son baladíes. A los costes propios de la negociación, por ejemplo, honorarios de abogados, asesores financieros, contables, *due diligence*, etc., deben sumarse los costes de oportunidad. Una vez se ha escogido el objetivo, el comprador debe aparcar posibles alternativas y la posibilidad de retomarlas con posterioridad no puede garantizarse de antemano. Esto resulta especialmente cierto en sectores oligopólicos, donde existen pocos actores o en sectores dinámicos, donde existe gran interés por la adquisición de compañías¹⁰.

6 Entre las causales convenidas suelen invocarse la mejor oferta de un tercero, el cambio de parecer de los administradores, el rechazo por parte de los socios de la compañía objetivo, la oposición de una autoridad gubernamental o problemas de financiación de la operación.

7 Como señala Coates IV, la liquidación anticipada de perjuicios puede ser una alternativa para lidiar con la dificultad asociada a la demostración de la existencia y cuantía del daño causado por la frustración de la operación. Sin embargo, la práctica comercial parece alejarse del incumplimiento y prefiere redactar estos pagos como contingencias u opciones de retiro. La jurisprudencia tampoco tiene una posición unánime, pero tiende a estudiarlas desde la perspectiva de la liquidación anticipada de perjuicios. Cfr. Coates IV, J. C., “Managing Disputes through Contract: Evidence from M&A”, *Harvard Business Law Review*, n.º 2, 2012, 313.

8 Gimeno Bevia, V., “Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 304, 2017, 269-294; Paredes Galego, C., “Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 249, 2003, 1101-1139.

9 Sobre las distintas formas de redactar el pago por terminación, véase Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 137-144.

10 Tarbert, H. P., “Merger breakup fees: A critical challenge to Anglo-American Corporate Law”, *Law & Policy in International Business*, n.º 34, 2003, 628-712.

También deben sumarse los costes reputacionales. Las fusiones y adquisiciones tienden a recibir gran atención mediática por los actores que participan, el monto de la operación y las consecuencias que podrían generar. El fracaso de la operación puede traer consecuencias negativas para el comprador, quien podría quedar en situación de debilidad por su incapacidad de llevar a cabo a la operación; esta debilidad se verá exacerbada si un tercero termina haciéndose con la compañía¹¹.

Así las cosas, el comprador está interesado en proteger su posición, atendiendo los elevados costes que deberá asumir en caso de que la operación no prospere. Para resguardarse, acude a los pagos por terminación.

Desde esta perspectiva, los pagos por terminación cumplen dos funciones primordiales. Por un lado, desincentivan la presentación de ofertas competidoras porque encarecen la operación, lo que, sin duda, mejora las perspectivas de éxito del primer oferente (efecto protector); y, por el otro, aseguran el reembolso de las inversiones realizadas por el comprador en caso de que la operación se frustre (efecto compensatorio).

Como señala Afsharipour, en presencia de los pagos por terminación, el comprador asegura un premio de consolación en caso de no completarse la operación por alguna de las circunstancias previstas¹². Esto resulta especialmente útil porque las partes conocen de antemano el monto del desembolso, o por lo menos, el tope máximo que será reconocido, reduciendo la incertidumbre del resultado en caso de controversia.

En términos generales, la literatura se ha mostrado favorable a su inclusión porque promueve la presentación de ofertas de adquisición o fusión que contribuyen al dinamismo del mercado. Como se ha dicho, en presencia de un pago por terminación se incrementa la probabilidad de hacerse con la compañía objetivo y, en el peor escenario, permite compensar las inversiones y los esfuerzos realizados por el primer oferente para la preparación de su oferta¹³.

11 Para los administradores también resulta inconveniente, porque el fracaso suele ser penalizado con su remoción. Lehn y Zhao, por ejemplo, encontraron una correlación entre el fracaso de la operación y la remoción de los administradores dentro de los cinco años siguientes. Cfr. Lehn, K. M. y Zhao, M., "CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidders Fired?", *The Journal of Finance*, n.º LXI-4, 2006, 1759-1811.

12 Afsharipour, A., *Transforming the Allocation*, cit., 1179.

13 Entre otros, Bates, T. W. y L. Lemmon, M. L., "Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes", *Journal of Financial Economics*, Elsevier, n.º 69-3, 2003; Burch, T. R., "Locking out rival bidders: The use of lockup options in corporate mergers", *Journal of Financial Economics*, n.º 60, 2001, 103-141; Officer, M. S., "Termination fees in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Elsevier, n.º 69, 2003, 431-467; Restrepo, F. y Subramanian, G., "The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom" [en línea], 2016, disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820434 [consultado el 16 de septiembre de 2021]; Saulsbury IV, A. O., "The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo- American Target Companies", *Delaware Journal of Corporate Law*, n.º 37, 2012, 115-161.

Sin perjuicio de lo anterior, despiertan recelo cuando son asumidos por la compañía objetivo. La desconfianza nace por posibles conflictos de interés en que podrían estar incurso los administradores de la sociedad cuando negocian los pagos por terminación, así como por la coacción que pueden sufrir los socios al evaluar las propuestas.

II. *Breakup fees* en el Decreto 2555 de 2010

El párrafo primero del artículo 6.15.2.1.6 del Decreto 2555 de 2010 prohíbe expresamente la inclusión de *breakup fees* en operaciones bursátiles en los siguientes términos:

Art. 6.15.2.1.6 Autorización.

[...]

Parágrafo 1. Cuando para la realización de la oferta pública de adquisición exista un preacuerdo, se deberá cumplir con las normas sobre sanos usos y prácticas y se deberá enviar copia del contrato celebrado o, si éste no consta por escrito, un documento que describa con precisión todo lo acordado.

El preacuerdo *no podrá contener cláusulas que contraríen las disposiciones de el [sic] presente decreto, incluyendo aquellas que impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas de la sociedad afectada en ofertas competidoras* (cursiva fuera del texto).

La norma, en esencia, pretende salvaguardar la libertad decisoria de los accionistas; por ello, proscribire cualquier acuerdo que erosione el ejercicio de sus derechos políticos cuando reciben una mejor oferta. No obstante, quedan dos dudas sin resolver: i. ¿Se pueden establecer pagos por terminación para hacer frente a otros supuestos?, y ii. ¿Se proscriben los pagos asumidos directamente por el socio?

La primera pregunta sigue sin respuesta; la segunda bien puede resolverse en sentido negativo. Ciertamente, la norma transcrita parece equiparar los preacuerdos suscritos por la sociedad y aquellos suscritos por los socios en nombre propio. De aceptarse dicha interpretación se estaría llegando a una contradicción. La norma pretende proteger la decisión final de los socios, pero impide que estos, por su propia cuenta, limiten su libertad.

Por fortuna, la Superfinanciera parece circunscribir la prohibición a los acuerdos suscritos por la compañía objetivo. En efecto, la Circular 002 de 2007 (antecedente de la norma en cuestión) establece:

4. Condiciones de las Cláusulas Compensatorias o “Break Fee”.

Se podrán pactar entre el vendedor de acciones y el oferente inicial en la OPA mecanismos de compensación que permitan indemnizar por terminación a los procedimientos de adquisición de compañías listadas en bolsa, *siempre que las características generales de dichos mecanismos se hayan informado en los términos establecidos en el párrafo segundo del artículo 4.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995 expedida por el Superintendente de Valores, y que se asegure que los recursos no provienen de la compañía ofertada sino directamente de sus accionistas*. En todo caso, se deberá dar cumplimiento a lo dispuesto en el párrafo primero del artículo 1.2.5.10 de la Resolución 400 de 1995.

En el evento en que los aceptantes de la oferta sean una persona jurídica, se requerirá aprobación de su Junta Directiva, o del órgano que haga sus veces, con la indicación de que la decisión de pactar la compensación se tomó procurando favorecer los mejores intereses de sus accionistas (cursiva fuera de texto).

En un sentido similar se refiere en la Circular Jurídica Básica¹⁴, donde se establecen ciertos requisitos para la inclusión de un pago por terminación: (1) Que cumpla una finalidad compensatoria; (2) Que sus características generales se hayan informado en los términos establecidos en el artículo 7.5.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010; (3) Que se asegure que los recursos para el pago provienen de los accionistas, no de la sociedad objetivo; (4) Que tales recursos no impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas en ofertas competidoras (art. 6.15.2.1.6. del Decreto 2555 de 2010), esto es, que no impidan o restrinjan la competencia en el mercado de valores, y (5) Que, cuando el aceptante sea una persona jurídica, sea aprobada por su junta directiva, o quien haga sus veces, con la indicación de que la decisión se toma procurando favorecer los mejores intereses de sus accionistas.

Esta posición viene a confirmarse en la OPA sobre Gas Natural de 2018¹⁵. En este caso, el adquirente suscribió un preacuerdo con el socio mayoritario que establecía un pago por terminación en favor del adquirente. Para la Superintendencia Financiera, no quedaba claro quién iba a asumir el pago, por lo que requirió a las partes para que se señalara expresamente que el reembolso sería asumido por el socio¹⁶.

14 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Jurídica Básica, Parte III, Título I, Capítulo II, numeral 2.4.

15 Disponible en: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Prospectos/Prospectos_Acciones?action=dummy [consultado el 16 de septiembre de 2021].

16 En una adenda aclaratoria, las partes manifestaron que “[l]a presente aclaración es resultado de una revisión integral de la estructura de compraventa establecida en el Acuerdo Marco de Adquisición, atendiendo la solicitud de la Superintendencia Financiera de Colombia a las Partes, y en aras del principio de libre concurrencia al mercado de valores en Colombia, en el marco de las operaciones proyectadas en el Acuerdo Marco de Adquisición.
“En desarrollo de lo anterior, se aclara y complementa la estructura de las operaciones establecidas en el Acuerdo Marco de Adquisición, en los siguientes términos [...]

Así pues, la prohibición se limita a la compañía objetivo que no podrá pactar ni rembolsar las inversiones realizadas por el comprador cuando la operación se frustré por la irrupción de una mejor oferta. En todo caso, podrá ser asumido directamente por los accionistas. ¿Pero es esta la mejor solución?

A. Argumentos en favor de la prohibición

En términos generales, los pagos por terminación despiertan preocupación por los efectos que pueden tener frente a los socios y al bienestar social. Estas preocupaciones, como señala Coates IV, se pueden clasificar en tres grandes grupos: competencia, problemas de agencia y menoscabo de la libertad decisoria de los accionistas¹⁷.

1. Problemas de competencia

Los pagos por terminación desincentivan la competencia. Cualquier interesado debe contemplar el pago por terminación en su oferta, lo que, sin duda, encarece la adquisición. Correlativamente, se reducen los beneficios asociados a la búsqueda de nuevas oportunidades de negocio porque el comprador deberá compartir parte de su ganancia con el primer oferente¹⁸. Ello, sin duda, supone una barrera de entrada para posibles competidores.

Esta pérdida de competitividad tiene implicaciones en términos de bienestar social. Por un lado, no se puede asegurar que la compañía quedará en manos de aquel que mejor la avalúe y podría darle un uso más eficiente, solo se sabe que quedará en manos del primer oferente¹⁹; en el segundo supuesto, podrá realizarse una reventa, pero no se pueden obviar los costes de transacción asociados. Por otro lado, no existe razón para pagar un precio mayor al que tendría que pagarse en una adquisición hostil²⁰.

“4.1. El *Break Fee* indemnizatorio tiene como propósito que el Vendedor, y no la Sociedad, indemnice al Comprador por la terminación del procedimiento de adquisición por la venta de las Acciones Restantes a un Tercero Oferente, y se ha calculado como una estimación anticipada de las erogaciones en que habría incurrido el Comprador en desarrollo del procedimiento de adquisición, tales como costos de capital, costos de financiación, costos de oportunidad, costos de garantías bancarias, riesgo de pérdida en tasa de cambio, entre otros”.

17 Coates IV, J. C., “M&A break fees: U.S. litigation versus UK regulation”, en Kessler, D. (coord.), *Regulation vs. Litigation: Perspectives from Economics and Law*, Chicago, University of Chicago Press, 2010, 246-247.

18 Aghion, P. y Bolton, P., “Contracts as a Barrier to Entry”, *The American Economic Review*, American Economic Association, n.º 77-3, 1987, 388-401; Diamond, P. A. y Maskin, E., “An equilibrium analysis of search and breach of contract, I: Steady States”. *The Bell Journal of Economics*, RAND, n.º 10-1, 1979, 282-316. Con serios matices, Schwartz, A., “Search Theory and the Tender Offer Auction”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, Oxford University Press n.º 2-2, 1986, 229-253.

19 Bebchuk, L. A., “The Case for facilitating Competing Tender Offers: A last Reply?”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, Oxford University Press, n.º 2-2, 1986, 265.

20 *Ibíd.*, 263.

Los problemas de pérdida de competitividad también se extienden a los accionistas, que verán disminuidos el retorno de su inversión. En estos casos recibirán un pago menor, en comparación con escenarios competitivos, y la mayor parte de la ganancia terminará quedando en manos del comprador²¹. Esta situación se exagera en sociedades con capital social disperso pues los costes de coordinación entre los accionistas impiden realizar una oposición efectiva a los administradores²².

2. Problemas de agencia

En sociedades dispersas, los administradores pueden direccionar el proceso de selección del comprador con relativa libertad, pues los accionistas tienen poco margen de maniobra. Solo ocupan un rol relevante durante la decisión final, cuando los administradores han decantado la operación; lo mismo puede decirse de los socios minoritarios en sociedades concentradas.

Con otras palabras, las negociaciones amistosas son escenarios fértiles para el surgimiento de conflictos de interés teniendo en cuenta el papel que cumplen los administradores. Aunque no toman la decisión final, su predisposición frente al acuerdo suele ser determinante. Por ejemplo, los accionistas individuales se caracterizan por la apatía societaria y la ausencia de conocimientos técnicos que les permitan reflexionar de forma crítica sobre los proyectos sometidos a su consideración. Por lo general, tienden a confiar en la opinión de los administradores²³.

Y no puede ser de otra manera, ya que el entendimiento de la propuesta requiere, entre otros aspectos, de la comprensión del valor presente y futuro de la compañía, a partir de información que no siempre está disponible. Sin embargo, los accionistas no en todos los casos están dispuestos a invertir en el análisis de la propuesta y pueden preferir optar por una aproximación pasiva basada en el recibo de premisas que les permita inferir la conveniencia o inconveniencia de la operación²⁴. Así pues, los administradores presentan la información de tal manera que elimine las dudas de los socios, controvierta las posturas críticas asumidas por algunos de ellos o simplemente confirme la favorabilidad inicial expresada por otros accionistas²⁵.

Siendo así, el comprador tiene incentivos para ganarse el favor de los administradores. Podría ofrecerles, por ejemplo, el pago de bonos de éxito por la compleción de la operación, una participación en la compañía adquirida o en la resultante, su continuidad en la compañía y el mantenimiento de beneficios preexistentes, entre otros. Este tipo de pagos no suelen afectar sustancialmente el precio de compra y podrían ser “asumidos” por un competidor con una mejor oferta a los accionistas. No

21 *Ibíd.*, 268-269.

22 Schwartz, A., *Search Theory*, cit., 250.

23 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 156.

24 Palmieri, R., *Corporate Argumentation in Takeover Bids*, Ámsterdam, John Benjamins, 2014, 68.

25 *Ibíd.*, 69.

obstante, pueden incidir en la estrategia seguida por los administradores, consiguiendo un menor precio de compra en comparación con el precio acordado mediante una “negociación dura” o en un proceso de audición²⁶.

En este contexto, las preferencias de los administradores pueden diferir de los intereses de la sociedad o de sus socios y podrían aprobar pagos por terminación que desincentiven la presentación de mejores ofertas. Ciertamente, los deberes fiduciarios imponen limitaciones efectivas en desarrollo de las funciones administrativas, sin embargo, desde la perspectiva de los socios su verificación resulta sumamente costosa.

3. Coacción indebida a los accionistas

La tercera preocupación centra su atención en la capacidad decisoria de los socios. En general se espera que los socios dispongan de suficiente tiempo e información para tomar una decisión informada. También se busca que los administradores expresen sus impresiones frente a la operación, incluyendo ventajas, desventajas y los efectos que podría tener sobre la compañía.

Llegados a ese punto, los socios deben estar en capacidad de evaluar las ofertas por sus virtudes intrínsecas. A partir de ahí, con base en la información disponible, podrían optar por seguir como negocio independiente o, por el contrario, transferir la propiedad a aquel que puede generar más valor.

Sin embargo, la inclusión de pagos por terminación puede condicionar de forma injustificada la posibilidad de rechazar la operación por las repercusiones que tendría en el patrimonio de la compañía. Por ejemplo, puede conducir a la disminución de los fondos disponibles de la compañía para desarrollar su objeto social sin que les reporte un beneficio claro a los accionistas²⁷. Y lo que es más grave, podrían verse forzados a aceptar una operación inconveniente para evadir el pago establecido por los administradores.

B. Argumentos en contra de la prohibición

1. Mejores precios de venta

Los pagos por terminación desincentivan la presentación de ofertas competidoras, pero reducen los problemas asociados al *free riding*²⁸ que desincentivan, en primer

26 Bainbridge, S. M., “Exclusive Merger Agreements and Lockups in Negotiated Corporate Acquisitions”, *Minnesota Law Review*, n.º 75, 1990, 274.

27 The Takeover Panel, *Consultation Paper Issued By the Code Committee of the Panel Review of Certain Aspects of the Takeover Bids* [en línea], Londres, 2010, disponible en: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201101.pdf> [consultado el 16 de septiembre de 2021].

28 El *free riding* se presenta cuando una persona se beneficia del esfuerzo de otros sin incurrir en costes, ni compartirlos.

lugar, la presentación de ofertas. En efecto, las OPA atraen la atención del mercado y terceros pueden estar interesados en participar en la puja (de hecho, la legislación lo reconoce y lo regula). En este punto, el competidor se encuentra en una mejor posición porque tiene a su disposición el precio de reserva de la compañía. A partir de ahí, podrá presentar su oferta a menor coste pues se habrá ahorrado los costes de investigación.

Los *breakup fees* no afectan de forma significativa el modelo porque el competidor puede seguir aprovechándose del precio de reserva y de los menores costes de preparación, pero, en este caso, deberá pagar por ello. En otras palabras, la existencia del pago por terminación dificulta la participación de los terceros, pero aquellos que decidan hacerlo deberán apostar en serio²⁹.

Por otra parte, no existe garantía de que una subasta produzca mejores retornos para el accionista en comparación con una adquisición no competitiva³⁰. En este sentido se pronuncian Coates y Subramanian³¹ tras haber realizado un estudio cuantitativo sobre operaciones realizadas en el estado de Delaware en un periodo de doce años. En su opinión, los mecanismos de protección del contrato pueden, por un lado, impedir que la compañía objetivo termine en manos del comprador que ofrece el mejor precio y, por el otro, incrementar los costes de agencia. Pese a ello, incrementan la probabilidad de compleción de la operación, lo que redundaría en una mejor distribución del resultado porque le permite al comprador recuperar sus inversiones cuando la operación se frustra por alguna de las contingencias establecidas en el acuerdo y contribuye a reducir la tasa de descuento³² que se aplica para la determinación del precio.

Burch³³, por su parte, reconoce los efectos restrictivos de los pagos por terminación, pero señala que, como contrapartida, contribuyen al reforzamiento de la posición negociadora de los administradores que se refleja en un mejor precio de venta. En similar sentido se pronuncian Bates y Lemmon³⁴, así como Officer³⁵, quienes encuentran una correlación entre pagos por terminación, tasas de compleción del acuerdo y mayores precios de venta.

Así pues, el incremento del precio viene dado por la estructuración de la operación. En ausencia de un *breakup fee*, el adquirente se encuentra en una posición de desventaja y asume un mayor riesgo. Este riesgo se ve reflejado en el precio porque el oferente aplicará un descuento que cuantifique la no consumación de la operación.

29 Saulsbury IV, A.O., *The availability*, cit., 664.

30 Burch, T.R., *Locking out*, cit., 111.

31 Coates IV, J.C. y Subramanian, G., *A Buy-Side Model*, cit., 377 ss.

32 La tasa de descuento es el factor financiero utilizado por el comprador o el inversor para determinar el valor actual de un pago que se proyectará en el futuro.

33 Burch, T.R., *Locking out*, cit., 139.

34 Bates, T.W. y L. Lemmon, M.L., *Breaking up*, cit.

35 Officer, M. S., *Termination fees*, cit.

Con la inclusión del pago, el riesgo disminuye y los administradores se encuentran en una mejor posición que les permite obtener un mejor precio. Saulsbury, por ejemplo, encontró que la inclusión de pagos por terminación incrementa las probabilidades de éxito entre un 15% y un 20%, y el precio pagado entre un 4% y un 6%, comparado con aquellas operaciones en las que no se incluye la aludida salvaguarda³⁶.

2. Medidas preventivas frente a los problemas de agencia y la indebida coacción de los accionistas

Como se ha visto, los administradores cumplen un papel protagónico cuando el adquirente negocia directamente con la compañía objetivo. Aunque la decisión final recae en los socios, ellos pueden escoger con quién negocian y los términos de la operación que serán presentados. Este modelo es un terreno fértil para los conflictos de interés.

En respuesta a esto se han desarrollado dos modelos de gestión del riesgo. Un primer modelo que propende por la proactividad de los administradores, con posterior control judicial. Y un segundo modelo que impone el deber de pasividad. En este último, las decisiones relevantes quedan sujetas a la aprobación de la asamblea de accionistas, salvo las hipótesis exceptuadas por la ley.

Los pagos por terminación han sido objeto de controversia en ambos sistemas, pero en términos generales han sido aceptados. ¿La razón? Son un instrumento útil que promueve la presentación de ofertas y su inclusión, bajo ciertos parámetros, no ejerce coacción indebida sobre los accionistas.

En otras palabras, los pagos por terminación son un instrumento reconocido, pero no son de libre confección; las limitaciones varían conforme el modelo de gestión. Sobre esto se volverá en la sección IV.

3. El caso británico

El caso británico resulta ilustrativo porque permite estudiar el comportamiento del mercado con pagos por terminación y sin ellos. Entre 1991 y 2011 fueron muy usados en la práctica negocial, pero con la reforma al *City Code on Takeovers and Mergers* de 2011 quedaron proscritos.

Antes del año 2011, los pagos por terminación se entendían como una excepción a la regla de pasividad reconocida en el derecho inglés que buscaba incentivar la presentación de ofertas ante la posibilidad de compensar los costes del proceso en caso de que este se frustrase. Con todo, existía preocupación por los efectos en términos de competencia y potestad decisoria de los accionistas, por lo que se establecieron reglas de obligatorio cumplimiento: i. Los pagos no podían superar el 1% de la operación negociada; ii. Esta debía ser aprobada por el consejo de administración;

36 Saulsbury IV, A.O., *The availability*, cit., 159-160.

iii. Los asesores financieros de la compañía debían confirmar por escrito su convicción sobre la conveniencia del pago, y iv. Debía incorporarse en el cuadernillo de la oferta.

La reforma, por su parte, prohibió el uso de los pagos por terminación (*inducement fees*, en el derecho inglés), salvo en tres casos, previa autorización del Panel³⁷:

1. Cuando se incluya en una oferta competidora que pretende hacerle frente a una adquisición hostil.

2. Cuando la compañía objetivo ha sido oficialmente puesta en venta.

3. Cuando la sociedad enfrenta problemas económicos y pretende atraer inversiones que inyecten capital que le permita operar y cumplir con sus obligaciones en el corto plazo.

En los tres casos se mantiene el límite del 1% establecido en los tiempos anteriores a la reforma.

La prohibición vino a ser la respuesta a la pérdida de competitividad en el mercado de las fusiones y adquisiciones. Si bien se reconoció que estos acuerdos podrían ser útiles para mejorar la posición negociadora de los administradores, terminaron beneficiando a los adquirentes. En la práctica, los administradores contaban con pocos recursos para oponerse al paquete de medidas de protección exigidas por los oferentes, haciendo más difícil la irrupción de ofertas competidoras y limitando la potestad consultiva de los administradores en detrimento de los intereses de la sociedad y de sus accionistas³⁸.

Sin desconocer las buenas intenciones que motivaron la reforma, las evidencias apuntan en una dirección contraria. En un estudio realizado por Restrepo y Subramanian³⁹ se constataron los nulos resultados de la reforma.

Por ejemplo, no se encontraron diferencias significativas entre la incidencia de ofertas competidoras, los *deal jumping*⁴⁰ y las tasas de compleción comparando los resultados pre y post reforma. Tampoco se evidenciaron beneficios apreciables para los accionistas, expresados, por ejemplo, en mejores precios de venta asociados a la mayor competencia que podía generarse en ausencia de las medidas de protección.

Por el contrario, se constató que el volumen de operaciones en el mercado de fusiones y adquisiciones decreció en el Reino Unido en comparación con la pre reforma y con los principales mercados europeos.

En resumen, a partir de la información disponible parece plausible afirmar que, en este caso, la prohibición de los pagos por terminación no incentivó la competen-

37 El Panel de fusiones y adquisiciones es un órgano independiente establecido en 1968 encargado de resolver las controversias que se presenten en desarrollo o con ocasión de una operación en la que participa una sociedad listada en bolsa; también cumple funciones de regulación y supervisión frente a lo dispuesto en el Código de Fusiones y Adquisiciones buscando asegurar la paridad de trato a los accionistas.

38 The Takeover Panel, *Consultation Paper*, cit., 80.

39 Restrepo, F. y Subramanian, G., *The Effect of Prohibiting*, cit.

40 *Deal jumping* hace alusión al fracaso de la operación por la irrupción de un tercero competidor.

cia como se había previsto; de hecho, parece tener poca incidencia. Tampoco generó mayores retornos a los accionistas en comparación con las operaciones protegidas por los pagos, como suele afirmarse.

III. Práctica negocial en Colombia. Distribución de riesgos mediante preacuerdos

La prohibición establecida en el Decreto 2555 de 2010, como se verá, no elimina las preocupaciones de los primeros oferentes, solo cambia la persona que está llamada a hacerles frente. En este caso, han sido los socios los llamados a proveer las salvaguardas; y el mismo fenómeno se observó en el mercado español hasta el año 2007, cuando se permitió que las compañías objetivo asumieran los pagos por terminación⁴¹.

Ello no sorprende, porque, ante la incertidumbre, las partes buscan proteger su inversión, y los preacuerdos suscritos con los accionistas de la compañía objetivo son uno de los instrumentos escogidos, como se constata en los cuadernillos de oferta pública publicados por la Bolsa de Valores de Colombia⁴² para el período 2010-2019:

Tabla 1. Operaciones que incluyen preacuerdos con los accionistas de la compañía objetivo

PERÍODO 2010-2019		
DESCRIPCIÓN	N.º	% OPERACIONES
Operaciones sin preacuerdo	28	65,12%
Operaciones con preacuerdo	15	34,88%
SUBPERÍODO 2010-2014		
DESCRIPCIÓN	N.º	% OPERACIONES
Operaciones sin preacuerdo	16	76,19%
Operaciones con preacuerdo	6	28,57%
SUBPERÍODO 2015-2019		
DESCRIPCIÓN	N.º	% OPERACIONES
Operaciones sin preacuerdo	12	57,14%
Operaciones con preacuerdo	9	42,86%

41 Uría Menéndez, “Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores” [en línea], 2007, disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2700/documento/GuiaUM.pdf?id=2927> [consultado el 16 de septiembre de 2021].

42 Cfr.: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Prospectos/Prospectos_Acciones?action=dummy [consultado el 20 de septiembre de 2021].

En el 34.88% de los casos el comprador suscribió preacuerdos con los accionistas; incluso, si la muestra se reduce al periodo comprendido entre 2015 y 2019, el porcentaje se incrementa al 42.86%. Este incremento también se constata en términos absolutos: seis operaciones con preacuerdos en el primer subperiodo, nueve en el segundo.

Esto resulta llamativo porque durante los primeros cinco años los preacuerdos fueron poco empleados (aproximadamente uno por cada tres operaciones), mientras que a partir de 2015 están presentes en casi la mitad de las operaciones. Esta situación, sin duda, pone de presente un cambio de modelo que concede mayor protagonismo a la negociación previa.

Los preacuerdos suscritos tienen una nota común. Además de establecer las bases de la operación, tienden a regular la situación en que quedarán las partes en caso de que la operación llegue a frustrarse:

Tabla 2. Preacuerdos suscritos entre 2010 y 2019

DESCRIPCIÓN	N.º	%
1. Preacuerdos suscritos	64	100%
2. Preacuerdos con reembolso	15	23,44%
3. Preacuerdos que regulan riesgos sin reembolso	45	70,31%
4. Preacuerdos que no regulan riesgos ni reembolsos	4	6,25%

En primer lugar, debe señalarse que los compradores, en promedio, negociaron con más de un accionista cuando escogieron la fórmula del preacuerdo (una media de 4.3 preacuerdos por operación).

En segundo lugar, quienes acuden a los preacuerdos también buscan regular el fracaso de la operación. En efecto, 60 preacuerdos (93.75%) se refirieron expresamente a la cuestión. Con todo, existen dos aproximaciones: por un lado, se recurre a la fórmula clásica según la cual cada parte asume el riesgo de sus propias inversiones. En este caso, las partes reconocen que la operación se puede frustrar por razones extrínsecas o intrínsecas, por ejemplo, la objeción de la autoridad competente, la irrupción de una oferta competidora o el cambio de parecer; pero de concretarse alguna de ellas, las partes quedan liberadas, sin que deban asumir pagos compensatorios. Por el otro lado, se reconoce la asunción de las propias inversiones, pero se exceptúan algunos supuestos en los que se deberá reembolsar las inversiones realizadas por la contraparte.

En términos generales, existe predisposición hacia el primer mecanismo de distribución pues se escogió en el 70% de los casos. El segundo mecanismo fue empleado en 15 ocasiones (23%). En estos casos, las condiciones de reembolso se orientaron a la irrupción de una mejor oferta o por el cambio de parecer del vende-

dor⁴³. Esta selección no sorprende teniendo en cuenta las preocupaciones del comprador.

En los 4 casos (6.25%) restantes las partes se abstuvieron de regular la cuestión⁴⁴.

En este punto surge una cuestión importante: ¿por qué el comprador no consigue proteger su posición a través de los pagos por terminación? La información disponible no permite responder esta pregunta, pero podrían aventurarse dos posibles explicaciones: en primer lugar, los pagos por terminación son una figura relativamente desconocida en el medio colombiano y no existe costumbre de negociarlos; en segundo lugar, la estructura del mercado favorece a los vendedores, quienes se muestran poco receptivos a la inclusión de este tipo de salvaguardas.

Sin perjuicio de lo anterior, la selección del modelo presenta una tendencia interesante cuando se estudia por subperíodos.

Tabla 3. Preacuerdos analizados, por subperíodos

2010-2014		
DESCRIPCIÓN	N.º	%
Preacuerdos suscritos	24	100%
Preacuerdos con reembolso	1	4,17%
Preacuerdos que regulan riesgos sin reembolso	20	83,33%
Preacuerdos que no regulan riesgos ni reembolsos	3	12,50%
2015-2019		
DESCRIPCIÓN	N.º	%
Preacuerdos suscritos	40	100%
Preacuerdos con reembolso	14	35,00%
Preacuerdos que regulan riesgos sin reembolso	25	62,50%
Preacuerdos que no regulan riesgos ni reembolsos	1	2,50%

Como se ve, los pagos por terminación fueron un instrumento excepcional en el primer subperíodo. En la mayoría de los casos (83%), las partes optaron por la asunción incondicional de sus propias inversiones. Incluso se prefirió no regular el fracaso

43 Conforme a la muestra, el cambio de parecer se establece en doble vía. No obstante, nos centraremos exclusivamente en los pagos asumidos por el vendedor, toda vez que se trata del objeto del presente trabajo.

44 En estos casos, el preacuerdo adopta la forma de una carta de intención no vinculante. El documento solo viene a recoger las intenciones de las partes, y carece de contenido obligacional.

(12.50%) antes que regularlo a través del reembolso (4.17%); solo un preacuerdo estableció un pago por terminación

No obstante, la proporción cambia sustancialmente en el segundo subperíodo. Por un lado, solo un preacuerdo (2.50%) guardó silencio frente al fracaso de la operación. Por el otro, se constata un incremento en el uso de los pagos por terminación, pactándose en 14 oportunidades (35%).

Si bien la asunción propia de la inversión sigue siendo la solución preferida por las partes, se constata una reducción significativa pues se pasa de una relación de 20 a 1 en el primer subperíodo, en comparación con el modelo del reembolso, a una de 2 a 1 en el segundo.

Finalmente, debe reiterarse que el reembolso, conforme a la información recaudada, fue establecido para dos supuestos específicos: la frustración de la operación por la irrupción de una mejor oferta y el cambio de parecer (habiéndose presentado la OPA, el vendedor se abstiene de vender por una causa distinta a la mejor oferta).

Tabla 4. Supuestos que dan lugar al reembolso, por subperíodos

SUBPERÍODO 2010-2014		
DESCRIPCIÓN	N.º	%
Preacuerdos con reembolso	1	100,00%
a. Reembolso por mejor oferta de tercero	0	0,00%
b. Reembolso por cambio de parecer	1	100,00%
c. Reembolso por mejor oferta y cambios de parecer	0	0,00%
SUBPERÍODO 2015-2019		
DESCRIPCIÓN	N.º	%
Preacuerdos con reembolso	14	100,00%
a. Reembolso por mejor oferta de tercero	4	28,57%
b. Reembolso por cambio de parecer	10	71,43%
c. Reembolso por mejor oferta y cambios de parecer	0	0,00%

Como se ve, las partes suelen reconocer el reembolso en dos eventos alternativos: mejor oferta o cambio de parecer. Hasta el momento no se ha constatado un escenario donde se haya reconocido el reembolso en los dos supuestos. Frente a la alternativa, el comprador tiende a asumir el riesgo por la irrupción de una mejor oferta y el vendedor hace lo propio con su cambio de parecer. Veamos dos ejemplos.

Uno Colombia SAS suscribió preacuerdos con varios socios de Biomax. En todos los casos, exceptuando la operación de 2013, se reguló la mejor oferta en los siguientes términos:

Cláusula III Aceptación de la OPA

[...]

(b). En el evento en que se presente una OPA competidora o concurrente, el Vendedor podrá abstenerse de presentar su aceptación a la OPA en los términos señalados en este Preacuerdo, sin que ello se considere un incumplimiento del presente Preacuerdo, o genere responsabilidad de cualquier tipo frente al Adquirente. El adquirente renuncia para tal efecto mediante la celebración del presente Preacuerdo a todas las acciones legales y contractuales a las que tenga derecho para exigir la presentación de dichas aceptaciones, incluyendo, pero sin limitarse a cualquier acción para exigir el cumplimiento del presente Preacuerdo, o para buscar la indemnización de cualquier perjuicio que crea haber sufrido.

Por otra parte, parece regular el cambio de parecer en los siguientes términos:

Cláusula IV Cláusula Penal

[...]

(c). Si el vendedor no presenta la aceptación a la OPA, el Vendedor deberá pagar al Adquirente a título de penalidad la suma de mil millones de pesos (COP\$1.000.000.000), sin perjuicio del derecho que tenga el Adquirente de (i) reclamar por los daños y perjuicios sufridos, (ii) el cumplimiento de las obligaciones pactadas en el acuerdo de accionista y/o (iii) de resolver el Preacuerdo. Dicha penalidad se pagará al día hábil siguiente al día en el cual el vendedor haya debido presentar la correspondiente aceptación conforme a la legislación vigente y a lo señalado en el Preacuerdo.

Una estructura similar se estableció en el preacuerdo suscrito por Mayagüez S.A. con los accionistas de Inesa:

CLÁUSULA CUARTA OFERTAS COMPETIDORAS

Los Aceptantes entienden y aceptan que el Oferente sólo estará obligado a adquirir las Acciones del Preacuerdo al precio establecido en el presente preacuerdo, y que por lo tanto no está obligado a aumentar dicho precio en el evento en que se presente una oferta concurrente o competidora. Por lo tanto, en estos eventos, el Oferente no estará obligado a mejorar las condiciones de la OPA.

El evento en el cual el Oferente decida no pujar, NO constituirá un incumplimiento al presente Preacuerdo, y los Aceptantes NO podrán reclamar ninguna compensa-

ción, costo, indemnización u otro, y renuncian a reclamar y/o aspirar a cualquier pago o compensación por parte del Oferente. En tal caso el Aceptante quedará liberado de los compromisos del presente preacuerdo, quedando en plena libertad de aceptar el precio superior de la oferta competidora.

Sin perjuicio de lo anterior, en caso de que el Oferente decida, a su entera disposición, podrá mejorar las condiciones de la OPA para competir.

En los demás supuestos se estableció una cláusula penal estimatoria equivalente al 1% de las acciones en venta⁴⁵.

Esto es muy interesante porque el mercado colombiano se aleja del reparto esperado en términos de eficiencia⁴⁶. Como se ha dicho, los pagos por terminación funcionan como mecanismos de salvaguarda frente al fracaso de la operación, en especial, la irrupción de ofertas competidoras.

Sin duda, la mejor oferta de tercero ocupa un lugar preponderante en el diseño de los preacuerdos; con todo, el comprador no consigue protegerse frente a las ofertas competidoras a través de los pagos por terminación. La información disponible no permite explicar el fenómeno, pero, de nuevo, puede señalarse que la estructura del mercado tiende a favorecer a los vendedores que prefieren mantenerse disponibles en caso de que surja una mejor oferta.

Sin perjuicio de lo anterior, existen ocasiones en que se ha optado por la solución contraria, es decir, el vendedor asume el riesgo de la mejor oferta y el comprador el cambio de parecer. Esto se constata, por ejemplo, en el preacuerdo suscrito por Gamper con los accionistas de Gas Natural:

4. *Break Fee Indemnizatorio*

[...]

4.1. El *Break fee* indemnizatorio tiene como propósito que el Vendedor, y no la Sociedad, indemnice al Comprador por la terminación del procedimiento de adquisición por la venta de las Acciones restantes a un Tercero Oferente, y se ha calculado como una estimación anticipada de las erogaciones en que habría incurrido el Comprador en desarrollo del procedimiento de adquisición, tales como costos de capital,

45 Con todo, debe señalarse que su redacción es confusa. La cláusula octava, que regula la cuestión, establece que el aceptante pagará a título de indemnización el valor acordado cuando no acepte la OPA cuando esté en capacidad jurídica de aceptarlo, salvo que se trate de los eventos descritos en la cláusula quinta. Al revisar la cláusula quinta no queda claro cuáles son los eventos excluidos.

46 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 153 ss.

costos de financiación, costos de oportunidad, costos de garantías bancarias, riesgo de pérdida en tasa de cambio, entre otros⁴⁷.

Frente al cambio de parecer el preacuerdo guarda silencio y parece trasladar el riesgo al comprador.

La misma situación se presenta en los preacuerdos suscritos por Sendas Distribuidora S.A. (Assai) con los accionistas del Éxito S.A. que se ocupa exclusivamente de la mejor oferta de tercero:

Artículo VI

Reembolso de costos y gastos

Si el Vendedor acepta y transfiere las Acciones del Vendedor en una OPA competidora o concurrente, que sea iniciada por un tercero a un precio por acción de la Compañía al menos 5% superior al Precio OPA durante el periodo de aceptación o el periodo de autorización, según aplique, y sujeto a la compensación y liquidación de tal OPA competidora o concurrente, según aplique, el Vendedor reembolsará al Comprador (en USD por transferencia bancaria con fondos inmediatamente disponibles) los costos y gastos razonables y debidamente documentados (incluyendo pero sin limitarse a los gastos de garantías, costos y gastos de financiación, y honorarios de los asesores legales y otros asesores) incurridos por el Comprador y sus afiliadas directamente en relación con la negociación y celebración de este Acuerdo, o directamente incurridos para adelantar cualquier acción necesaria para el cumplimiento y/o preparación de las obligaciones previstas en el presente Preacuerdo y requeridas para la OPA, hasta por un monto máximo de USD\$7.582.033⁴⁸.

En resumen, pese a la prohibición establecida en el Decreto 2555, los pagos por terminación han ido ganando relevancia en el mercado de OPA colombiano. Se insiste, las preocupaciones señaladas por la doctrina siguen existiendo, lo que ha cambiado es el canal para gestionarlas.

Así las cosas, convendría variar la estrategia seguida hasta el momento y permitirle el pago a la compañía objetivo. Como se ha señalado, no existen evidencias concluyentes que permitan deducir mayores beneficios para los accionistas cuando se prohíben los pagos por terminación. Por el contrario, los estudios disponibles parecen andar en la vía opuesta pues reconocen una mejor posición negociadora de los administradores que se traduce en mejores precios de venta.

47 En este caso se estableció un pago variable atendiendo la siguiente fórmula: un porcentaje del precio base por acción multiplicado por el número de acciones adquiridas por el tercero. En un comienzo, la fórmula establecía el 17.5% precio base por acción, sin embargo, por solicitud de la Superintendencia Financiera se redujo al 14.25%.

48 El monto máximo para pagar varía según el número de acciones que tengan. En este preacuerdo se fijó el monto señalado; en los restantes, correspondió a USD\$1.927.946 y USD\$490.021.

En este sentido, resulta ilustrativo el caso británico que prohibió estos pagos en 2011, buscando incentivar la competencia en un mercado de por sí dinámico. Pese a las intenciones del Panel, la prohibición no estimuló la competencia, ni mejoró los rendimientos de los accionistas, por el contrario, parece haber contribuido a la pérdida de dinamismo del mercado de fusiones y adquisiciones.

Con todo, el constreñimiento indebido a los accionistas y los costes asociados a la agencia y a la falta de competencia son una preocupación real, no obstante, pueden ser reducidos mediante mecanismos legales que limiten la libertad de configuración y racionalicen su uso, como lo demuestra la experiencia estadounidense y europea.

Tampoco puede olvidarse la poca profundidad y dinamismo del mercado bursátil colombiano, en comparación con los grandes mercados e, incluso, con los países que conforman el MILA⁴⁹. En este contexto, los pagos por terminación se presentan como un instrumento idóneo para incrementar la presentación de ofertas de adquisición y el volumen de operaciones asociadas.

En todo caso, debe señalarse que su reconocimiento no asegura una adopción plena. Como se ha visto, en Colombia no ha sido un instrumento preferente, aunque han venido ganado preponderancia con el paso del tiempo. La estructura del mercado parece favorecer a los vendedores, de ahí la dificultad del comprador de proteger su posición negociadora.

Con esto no se quiere decir que se trate de un instrumento inútil en el derecho colombiano. De permitirse podría ampliar el catálogo de instrumentos disponibles para las partes en la gestión de los riesgos asociados a la operación, porque seguiría disponible la negociación directa con los socios. También podría contribuir al incremento de los precios de venta, conforme lo muestra la experiencia.

Sin perjuicio de lo dicho hasta aquí, existe otra ventaja que la literatura tiende a pasar por alto: la reducción en los costes de negociación. A partir de la información recaudada, se puede constatar que en promedio se suscribieron 4.3 preacuerdos por operación; incluso se tienen dos casos en los que se suscribieron 20 y 24 preacuerdos. Si bien en estos casos se adoptó una proforma que simplificó la negociación, el adquirente debió contactarse con varios accionistas, convencerlos de las virtudes de la operación y negociar el preacuerdo propuesto.

Desde la perspectiva de los accionistas, la descoordinación permitió que una OPA se protegiera con distinta intensidad. Por ejemplo, en la adquisición de Biomax de 2016, los socios acordaron pagos por terminación que oscilaron entre el 3.15% y el 11.09% de la operación; en la de 2017, entre el 3.76% y el 26% y, en 2018, entre

49 Misión del Mercado de Capitales. Informe Final [en línea], Bogotá, 2019, 19 ss., disponible en: http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidePrimaryFile&revision=latestreleased [consultado el 16 de septiembre de 2021].

el 4.75% y el 6.51%. Por su parte, en la adquisición del Éxito de 2019 los socios acordaron pagos que se movieron entre el 0.71% y el 076%⁵⁰.

De haberse canalizado la negociación a través de los administradores, el comprador tendría que haberlos convencido en primera instancia, entendiendo que son quienes mejor conocen la compañía objetivo. De igual manera, se podría haber firmado un único preacuerdo, reduciendo tiempos y costes en la negociación, y los pagos por terminación tendrían que haberse ajustado a los parámetros permitidos a los administradores.

El escenario actual, por el contrario, ha permitido que se pacten pagos por terminación que bien podrían desbordar su función compensatoria e incluso tener efectos impositivos o restrictivos de la competencia en el mercado de valores⁵¹. En la OPA de Gas Natural, por ejemplo, se había establecido dicho pago en el 17.5% del valor del precio base, pero por requerimiento de la Superfinanciera se ajustó al 14.25%. ¿Puede tomarse esta decisión como indicativa del límite que le resulta aceptable? No parece claro.

En todo caso, como señala Castillo Mayorga, hasta el momento ningún pago por terminación ha sido sometido a escrutinio judicial⁵².

IV. Propuesta para el derecho colombiano

A. Paso previo: dos modelos de gestión

En la sección anterior se estudiaron los argumentos que defienden la prohibición y las razones que invitan a un cambio de modelo en Colombia que permita la asunción del pago por parte de la compañía objetivo. No obstante, queda pendiente responder cómo deberían gestionarse los impactos negativos que le acompañan.

Al respecto, debe señalarse que existen dos posibles modelos: regulación o litigio. El primero ha sido desarrollado en el Reino Unido y seguido en buena medida por los sistemas continentales europeos; el segundo, por Estados Unidos.

Conviene señalar, en todo caso, que la diferencia no es caprichosa pues ha sido el resultado de las particularidades históricas. En el Reino Unido, los inversores institucionales han cumplido un papel preponderante desde 1960. Esta situación, como señalan Armour y Skeel⁵³, se debió a circunstancias no intencionales. En efecto, el régimen tributario de la posguerra, que se extendió hasta 1979, optó por un modelo

50 En este caso, los tres accionistas correspondían al mismo beneficiario real.

51 Lo que estaría prohibido de conformidad con lo establecido en el artículo 1.º de la Ley 964 de 2005.

52 Castillo Mayorga, F., *Deberes de administradores*, cit., 506.

53 Armour, J. y Skeel, D., “Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The Peculiar Divergence of US and UK takeover regulation”, *The Georgetown Law Journal*, n.º 95, 2007, 1768 y 1769.

progresivo que estableció tipos marginales⁵⁴ extraordinariamente altos a los inversionistas individuales (alrededor del 90%). A la par, disminuyó los tipos para las inversiones colectivas, lo que benefició principalmente a los fondos de pensiones y las aseguradoras. Estos incentivos terminaron reconfigurando la composición accionaria de las compañías en favor de los inversores institucionales; también les confirió capacidad de incidencia en la configuración del modelo. En Estados Unidos, por el contrario, los inversores institucionales vinieron a ocupar un lugar preponderante en la década de 1990. Ante la dispersión o descoordinación de los accionistas, los administradores gozaron de relativa autonomía en la gestión de la sociedad, convirtiéndose en actores relevantes en el mercado.

Esta configuración explica en buena medida por qué el Reino Unido prefirió un modelo de autorregulación que se alinea con los intereses de los inversores institucionales y por qué Estados Unidos hizo lo propio con un modelo cuya construcción recae en buena medida en los jueces y termina beneficiando a los administradores dada la dificultad que tienen los accionistas para modificarlo⁵⁵.

Los pagos por terminación no son ajenos y su tratamiento varía en atención al modelo. En concreto, se han abordado desde dos perspectivas: fijando de antemano los topes admitidos, y demás requisitos que deberán cumplirse (regulación), o estableciendo ciertas pautas de comportamiento que podrán ser revisadas por vía judicial (litigio).

En España, por ejemplo, siguiendo la solución inglesa de la pre reforma, se reconoce la validez de los pagos por terminación siempre y cuando se cumpla con los siguientes requisitos⁵⁶:

- i. El monto acordado no podrá exceder el uno por ciento (1%) del importe efectivo de la operación.
- ii. El pago sólo será exigible cuando la operación se frustre por la aceptación de una oferta competidora.
- iii. El pago deberá ser aprobado por el Consejo de Administración de la compañía objetivo, previo informe favorable de los asesores financieros de la sociedad.
- iv. El pago deberá incluirse expresamente en el cuadernillo explicativo de la Oferta.

54 En materia tributaria viene a desarrollar el principio de progresividad mediante el establecimiento de unos tipos impositivos (tarifas) incrementales en atención a la base gravable. En Colombia, por ejemplo, el artículo 241 del Estatuto Tributario establece los siguientes tipos marginales para personas naturales: de 0 a 1.090 UVT será del 0%; de 1.091 a 1.700, del 19%; de 1.701 a 4.100, del 28%; de 4.101 a 8.670, del 33%; de 8.671 a 18.970, del 35%; de 18.971 a 31.000, del 37%; y, a partir de 31.001, del 39%. Tratándose de dividendos y participaciones pagadas a personas naturales, el artículo 242 del Estatuto Tributario establece dos tipos marginales: el 0% en el rango de 0 a 300 UVT y el 10% a partir de 301 UVT.

55 *Ibid.*, 1793 y 1794.

56 Real Decreto 1066/07, art.42-4.

En Estados Unidos, por su parte, los jueces en Delaware han establecido ciertas pautas, que han ido siendo adoptadas por otras jurisdicciones. En este sentido, *Brazen*⁵⁷ surge con la sentencia hito⁵⁸.

En este caso, Bell Atlantic y NYNEX acuerdan la fusión de las dos compañías y se establece un pago por terminación bilateral de dos niveles (*Two-tiered break-up fee*). Para el primer nivel se acuerda un pago de 200 millones de dólares en dos supuestos: i) la asamblea de accionistas de cualquiera de ellas se decanta por una oferta competidora, y ii) la vendedora desiste de la operación por cualquier motivo. En el segundo nivel se definió un pago adicional de 350 millones de dólares en caso de que alguna de las partes acordara una operación competidora dentro de los 18 meses siguientes a la terminación del acuerdo de fusión.

Uno de los socios de Bell Atlantic cuestionó la cláusula por considerar que el valor fijado era extraordinariamente alto, no se correspondía con los costes de la negociación y terminaba ejerciendo una coerción indebida sobre los socios. En lo que aquí interesa, la Corte Suprema de Delaware entendió que el pago por terminación era válido porque, si bien influía en la decisión de los socios, no tenía la capacidad de coaccionarlos indebidamente (correspondía al 2% de la operación proyectada). Por otro lado, entendió que era un valor razonable porque permitía cubrir las inversiones realizadas por el oferente (costes de negociación y redacción del contrato) y los costes de oportunidad asociados a la operación.

Los tribunales, por lo general, prestan especial atención al monto acordado y se muestran críticos con los valores excesivos que pueden desincentivar la presentación de ofertas competidoras. En la práctica, se ha venido entendiendo como razonable una *break-up fee* que oscile entre el 2% y el 4% del importe de la operación⁵⁹. Frente a los intentos de sobrepasar este rango, la Delaware Court of Chancery⁶⁰ ha alertado sobre sus efectos preclusivos y el mercado ha seguido dichas advertencias⁶¹.

Sin perjuicio de lo anterior, debe señalarse que ambos modelos ofrecen ventajas, pero también tienen limitaciones. Veamos.

57 *Brazen v. Bell Atlantic*, 695 A.2d 43 (Del. 1997).

58 Sin perjuicio de lo anterior, no pueden perderse de vista las reglas establecidas en *Unocal* y *Revlon* que regulan las adquisiciones hostiles y la búsqueda de ofertas competidoras. Por ejemplo, *Revlon* analiza con escepticismo la inclusión de salvaguardas en aquellas pujas donde se pagará en efectivo, pues en estos casos corresponde a los administradores la búsqueda del mejor precio.

59 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 165.

60 Entre otras, *In re Topps Co. Shareholders Litig.*, 926 A.2d.58 (Del.Ch, 2007), *In re Answers Corp. S'holders Litig.*, WL 1366780 (Del. Ch, 2011) e *In re Comverge, Inc. S'holders Litig.*, WL 6686570 (Del. Ch, 2014)

61 Restrepo, F. y Subramanian, G., "The new look of deal protection", *Stanford Law Review*, n.º 69, 2017, 1013-1074, 1026.

Regulación

– Ventajas

El modelo de regulación ofrece a los actores reglas claras de comportamiento que pueden adoptar y seguir con relativa sencillez. Las partes conocen qué se espera y los márgenes aceptados por el ordenamiento⁶².

Esta claridad, sin duda, reduce los costes de redacción dada la menor incertidumbre que acompaña la confección de la cláusula. En efecto, las partes no deben seguir pautas confusas, y hasta contradictorias, propuestas por la jurisprudencia, solo deben orientar sus esfuerzos al cumplimiento de los requerimientos exigidos.

Por otra parte, se reducen los incentivos de litigio porque los resultados serán previsibles. Si el pago cumple con los requisitos preestablecidos, difícilmente será reversado en sede judicial; si los incumple, los administradores verán invalidada la cláusula con los costes reputacionales asociados a la inobservancia de sus deberes fiduciarios. Desde esta perspectiva, el litigio solo genera costes para las partes.

– Limitaciones

La regulación favorece la previsibilidad porque de antemano se conocen los requisitos que deberán observarse para que los pagos por terminación sean válidos. Esta estabilidad, sin embargo, reduce la flexibilidad y adaptabilidad de los pagos por terminación. Desde esta perspectiva, las partes no podrán sobrepasar los topes establecidos, aunque estos se muestren insuficientes para proteger las inversiones del comprador. Como demuestra la experiencia, la jurisprudencia suele responder de forma más rápida a las prácticas negociales porque son los actores quienes someten al juez sus controversias. La regulación, por su parte, gestiona los cambios con mayor lentitud y solo se revisa cuando queda desueta. Tampoco puede desconocerse la incidencia que tienen los actores organizados en el diseño de la regulación.

Por otra parte, puede frustrar el desarrollo de experticia por parte de las autoridades. La experiencia británica, antes de la reforma, evidenció una pérdida de habilidad por parte del Panel para evaluar los efectos diferenciales que podrían tener los pagos por terminación⁶³. La valoración permite valorar las implicaciones que puede tener el pago en el caso concreto y de esta manera es posible ir afinando el modelo; la uniformidad impide el refinamiento.

62 Coates IV, J. C., *M&A break fees*, cit., 272.

63 *Ibíd.*, 273.

Litigio

– *Ventajas*

El modelo del litigio ofrece mayor flexibilidad para configurar el pago por terminación, lo que permite ajustar la salvaguarda a los intereses de las partes y a los costes de la negociación. Si bien puede resultar más costoso, hace posible la construcción conjunta del pago y una mejor correspondencia con la realidad; de esta manera se reduce el riesgo del sub-aseguramiento.

Esto queda patente cuando se contrastan la experiencia estadounidense y la británica antes de la reforma. En el Reino Unido, dada la claridad de la regla del 1%, las operaciones presentaron un comportamiento uniforme en la construcción del pago. En Estados Unidos, por el contrario, se evidencia una mayor dispersión en la determinación, dentro de los márgenes implícitos reconocidos por la jurisprudencia⁶⁴.

– *Limitaciones*

Tal vez la mayor limitación que presenta este modelo viene dada por la incertidumbre. La unificación jurisprudencial puede estar precedida de intensos debates, que envían mensajes confusos a los actores. Ello puede resultar cierto en tratándose de pagos por terminación donde se discute su incidencia en la competencia y en la libertad decisoria de los socios.

Si bien podrían desarrollarse mejores estándares que refinen el modelo, la experiencia en el estado de Delaware ha evidenciado lo difícil que puede resultar. Los tribunales, por ejemplo, podrían proponer unos montos orientativos que, en principio, podrían considerarse aceptables; superados, correspondería a las partes demostrar de forma incontestable que el oferente ha incurrido en mayores costes de los usuales. Sin embargo, se han rehusado a proponer este tipo de guías y prefieren mantener la discrecionalidad para evaluar la validez del pago caso por caso, lo que ha llevado a que determinado porcentaje sea aceptado en un caso y en otro sea prohibido a partir de consideraciones poco claras⁶⁵.

En la práctica, estas reglas terminan siendo poco útiles pues no establecen pautas que puedan ser seguidas con meridiana claridad.

Tampoco pueden olvidarse los costes de litigio en un modelo que incentiva la resolución de controversias por la vía judicial. Estos costes no son insignificantes, pues a los honorarios de los abogados y los demás gastos del proceso se deben sumar el tiempo de resolución de la controversia y la posibilidad de un error judicial.

64 *Ibíd.*, 260.

65 *Ibíd.*, 273.

B. Presentación de la propuesta

Sin perder de vista las ventajas y limitaciones asociadas a cada solución, debe señalarse que en Colombia debería preferirse el modelo regulatorio, pues el modelo litigioso podría generar dos consecuencias inconvenientes. En primer lugar, crea incentivos para litigar que podrían afectar la deseada dinamización; al incremento de los costes del litigio deberá agregarse la suspensión del proceso mientras se resuelve la controversia. Esta situación no sería halagüeña, en un mercado que en promedio presencia 3.8 OPA por año⁶⁶. Se insiste, debe propenderse por un mayor uso sin que aumente la probabilidad de litigio. En segundo lugar, los estándares permiten un mayor refinamiento del pago por terminación, pero, en mercados concentrados, podrían ser utilizados en contra de los socios minoritarios.

En este escenario, los administradores tienden a coincidir con los socios mayoritarios pues, en caso de divergencia, podrían ser removidos con relativa sencillez⁶⁷. En estas sociedades, como bien advierte Paz-Ares⁶⁸, el problema de agencia no suele originarse en un plano vertical (administradores y accionistas) porque sus intereses están alineados, por lo menos con los socios mayoritarios. El problema se presenta con mayor contundencia en el plano horizontal (socios que ostentan la mayoría y los minoritarios) pues la mayoría suele imponer su criterio con la connivencia o la inacción de los administradores.

Ciertamente, la ausencia de reglas claras juega en favor de la mayoría porque la incertidumbre del resultado puede desincentivar el uso de los recursos judiciales. A esto deben sumarse los costes del litigio y la dificultad de construir un caso “creíble”.

Así las cosas, resulta imprescindible incentivar la presentación de ofertas y aumentar el volumen de transacciones de adquisiciones y fusiones, sin incrementar los costes de litigio, pues el incremento de operaciones en mercado secundario contribuye al desarrollo económico y social del país⁶⁹.

Por otro lado, el diseño institucional vigente de las OPA se ajusta mejor al modelo regulatorio teniendo en cuenta que toda adquisición debe ser autorizada por la Superintendencia Financiera. La regulación, sin duda, simplifica la revisión de los pagos por terminación por parte de la autoridad competente, haciéndola más previsible. Esta certidumbre reduce los costes de redacción porque las partes deben adecuar la cláusula a las reglas expresamente establecidas.

66 En el período 2012-2019 se registraron 31 OPA. Información disponible en: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portaltbvc/Home/Empresas/Resultados_Emisiones?action=dummy [consultado el 26 de marzo de 2020].

67 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 157.

68 Paz-Ares Rodríguez, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 35, 2015, 43-65, 59.

69 Misión del Mercado de Capitales. *Informe Final*, cit., 15 ss.

También protege a los socios minoritarios porque la validez del pago se revisa por defecto, aunque no se haya expresado inconformidad, y será cuestionada, con mayor tasa de acierto, cuando se desconocen sus requisitos.

En vista de lo expuesto hasta el momento, se propone la siguiente modificación al artículo 6.15.2.1.6 del Decreto 2555:

Parágrafo 1. Cuando para la realización de la oferta pública de adquisición exista un preacuerdo, se deberá cumplir con las normas sobre sanos usos y prácticas y se deberá enviar copia del contrato celebrado o, si éste no consta por escrito, un documento que describa con precisión todo lo acordado.

El preacuerdo no podrá contener cláusulas que contraríen las disposiciones del presente decreto, incluyendo aquellas que impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas de la sociedad afectada en ofertas competidoras.

Sin perjuicio de lo anterior, la sociedad objetivo podrá acordar con el oferente la inclusión de un pago por terminación que le permita reembolsar los costos y gastos asumidos en la preparación y presentación de la oferta cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- i. El monto acordado no podrá exceder el tres por ciento (3%) del importe efectivo de la operación.
- ii. El pago sólo será exigible cuando la operación se frustre por la aceptación de una oferta competidora o por el rechazo de los socios. El pago, en el segundo caso, solo procederá cuando la oferta esté condicionada a un porcentaje mínimo de aceptación y el oferente no la haya liberado.
- iii. El pago deberá ser aprobado por la Junta Directiva de la compañía objetivo, previo informe favorable de los asesores financieros de la sociedad.
- iv. El pago deberá incluirse expresamente en el cuadernillo explicativo de la Oferta.

La propuesta en cuestión merece algunos comentarios. En primer lugar, podrá constatar que el monto sugerido se aparta de la ruta seguida, por ejemplo, en el derecho inglés antes de la reforma y del derecho español. Si bien los estudios realizados⁷⁰ sugieren que un pago por terminación equivalente al 1% de la operación contribuye al incremento del volumen de operaciones, parece ser insuficiente para proteger la posición del comprador. En este sentido, no resulta casual que en Estados Unidos

70 Restrepo, F. y Subramanian, G., *The Effect of Prohibiting*, cit., 17.

el 95% de los pagos hayan excedido dicho porcentaje (de hecho, menos del 2% se situó por debajo)⁷¹.

Esta situación permite inferir que costes asociados a la preparación y presentación de la oferta pueden superar el tope propuesto en Europa, lo que tiene sentido pues a los desembolsos directos de la negociación (honorarios de los asesores legales, financieros o de cualquier otra índole y los gastos de las garantías) deben sumarse los costes de oportunidad y los costes reputacionales presentes en este tipo de operaciones.

Por otra parte, los pagos que exceden el 4% tienden a sobre-compensar las inversiones realizadas por el comprador, aunque incorporen los rubros descritos anteriormente⁷².

En este orden de ideas, el nivel óptimo se sitúa entre el 1% y el 3%, pues dentro de este rango el pago por terminación cumple una función protectora del acuerdo, sin proscribir la competencia ni afectar de forma significativa la libertad decisoria de los accionistas⁷³.

En segundo lugar, se establecen dos hipótesis de reembolso: la mejor oferta de tercero y el rechazo de la oferta por parte de los socios. El pago por la mejor oferta de un tercero no sorprende, pues, como se ha visto, suele ser una preocupación real de los compradores.

El rechazo de los socios, no obstante, se aparta del “cambio de parecer” evidenciado en los preacuerdos analizados. Esto sucede porque en este modelo los accionistas solo se pronunciarán cuando el comprador presente la OPA. En ese momento, pueden rechazarla por inconveniencia o porque desean continuar como negocio independiente.

Si bien resulta manifiesta la intención de proteger su libertad decisoria y el que sean ellos quienes tengan la última palabra en operaciones que modifican la composición accionaria, debe señalarse que esta solución también les permite gestionar los riesgos inherentes a la operación. Piénsese, por ejemplo, en aquellos casos donde la operación deja de ser atractiva con posterioridad a la presentación de la OPA. En este supuesto, a los socios les bastará con esperar el agotamiento del periodo de aceptación. El comprador, por el contrario, no dispone del mismo recurso pues la oferta es irrevocable⁷⁴.

71 Coates IV, J. C., *M&A break fees*, cit., 272.

72 Restrepo, F. y Subramanian, G., *The Effect of Prohibiting*, cit., 17; Restrepo, F. y Subramanian, G., *The New Look*, cit., 1023 ss.

73 Coates y Subramanian, por ejemplo, lo sitúan en torno al 3%; Restrepo y Subramanian, en el 2-3%. Burch, por su parte, encontró que el porcentaje promedio en su muestra equivalía al 2.8% de la operación; y Officer, al 3.8%. Coates IV, J. C. y Subramanian, G., *A Buy-Side Model*, cit.; Burch, T.R., *Locking out*, cit.; Officer, M. S., *Termination fees*, cit.; Restrepo, F. y Subramanian, G., *The Effect of Prohibiting*, cit.

74 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 182 ss.

Como se ve, los accionistas cuentan con mejores recursos para gestionar el riesgo, de ahí la conveniencia de que la sociedad se comprometa a reembolsar las inversiones realizadas cuando la operación se frustra por la oposición de los socios; tampoco puede olvidarse la influencia que tienen los administradores en la decisión final⁷⁵.

En todo caso, deberán diferenciarse las ofertas puras y simples y las condicionadas a una aprobación mínima. En el primer caso, el comprador asume el riesgo de que la oferta no despierte el interés previsto y se termine adquiriendo un paquete accionario menor al que tenía proyectado. En el segundo, el rechazo en cascada frustrará la operación, pese a los esfuerzos realizados por el comprador; en consecuencia, el reembolso de los gastos y costos asociados podría tener cabida.

En tercer lugar, la imposición de requisitos adicionales permite gestionar posibles conflictos de interés. En este caso, se sigue la regla clásica sobre conflicto de interés: el administrador informa la existencia de un conflicto, ante lo cual la operación es aprobada por el órgano competente, sin la participación del administrador conflictuado⁷⁶.

La aprobación de la junta directiva y/o la presentación de un informe favorable por parte de un asesor financiero supone mayores cargas para la preparación de la propuesta, pero reduce el riesgo de comportamientos indebidos. Así las cosas, parece razonable que el representante legal someta a consideración de la junta aquellas propuestas que considere “ganadoras”, pues también se juega su reputación. La deliberación, por su parte, permite afinar los términos de la operación y podría reducir los riesgos de que se presente una operación inconveniente a los accionistas.

Señálase que este requisito no resulta extraño en el derecho colombiano pues, como ha dispuesto la Superfinanciera en la Circular Básica Jurídica⁷⁷, la aceptación de pagos por terminación por socios-persona jurídica requiere previa aprobación de su junta directiva, o del órgano que haga sus veces, resaltando expresamente que se pacta en procura de favorecer los mejores intereses de sus accionistas.

Asimismo, el informe favorable de un asesor financiero permite evaluar la conveniencia o inconveniencia del pago y su cuantía con base en criterios objetivos. En última instancia, favorece la adopción de decisiones informadas por parte de la junta directiva (deber de diligencia).

75 Para Tarbert, el pago por terminación, en este caso, cumple una función al de la opción negativa, pues permite que los socios descarten la operación convenida pagando un precio. Cfr. Tarbert, H.P., *Merger Breakup Fees*, cit., 640.

76 Paz-Ares Rodríguez, C. y Nuñez-Lago, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Sebastián Quetglas, R. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.^a ed., Las Rozas, Madrid, Wolters Kluwer, 2018, 271-304.

77 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Jurídica Básica, Parte III, Título I, Capítulo II, num. 2.4.

También se recomienda que en el acta quede constancia de las motivaciones y argumentos utilizados para aceptar su inclusión⁷⁸.

Finalmente, la publicidad es una exigencia legal establecida en los artículos 6.15.2.1.6, 7.5.2.1.1 y 7.5.2.1.2 del Decreto 2555 de 2010 orientada a fortalecer el control por parte de las autoridades competentes en defensa de los accionistas y de la competencia.

Sin perjuicio de lo anterior, esta cumple dos funciones adicionales. Por un lado, garantiza que los posibles interesados puedan conocer la situación real de la operación y, con base en ello, decidan si pujan o no por la compañía. Dentro de sus consideraciones deberán tener en cuenta el pago por terminación, pues de lo contrario no podrán presentar una oferta competitiva.

Por el otro lado, desempeña una función disuasiva porque los administradores no siempre están dispuestos a asumir los costes reputacionales de una operación que se percibe como sesgada o inconveniente para los intereses de la sociedad o de sus accionistas. Esto no impide su ejecución en todos los casos, pero contribuye al trato más equitativo de los socios minoritarios⁷⁹.

Dos comentarios finales. La presente propuesta se construye a partir de la arquitectura vigente sin desconocer las limitaciones que desincentivan la presentación de ofertas competidoras (por ejemplo, la estrechez en los plazos de aceptación y el acceso a la información para los competidores).

Ciertamente, la reconfiguración del mercado es uno de los grandes retos en el derecho colombiano que parece haber dado su primer paso con la Misión de Mercado de Capitales. En este contexto, la solución resulta relevante, pero tan solo es una de las medidas necesarias para conseguir la profundización y dinamización del mercado.

Por otra parte, la regulación propuesta no entra a valorar la naturaleza jurídica de los pagos por terminación. Sin embargo, como se evidenció en los ejemplos presentados, las partes suelen redactarla como cláusula penal o como obligación condicional. En un plano teórico, los administradores podrían optar por cualquiera de ellas⁸⁰, sin embargo, deberían alejarse de la primera.

En efecto, si optasen por ese camino, se estaría realizando una promesa por otro, pues asegura que los accionistas aceptarán la oferta de adquisición⁸¹. Ciertamente se antoja una garantía sumamente arriesgada e irresponsable dada la incertidumbre del resultado. Una alternativa más prudente sería el comprometerse a realizar sus

78 Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 180.

79 Paz-Ares Rodríguez, C., *Anatomía*, cit., 60; Sáez Lacave, M.I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *InDret*, 2016, 42 ss.

80 También puede estructurarse como obligación facultativa. Al respecto, Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones*, cit., 118.

81 Art. 1507 c.c.

mejores esfuerzos en pos de la aprobación del acuerdo, siempre que no se contraríen los deberes fiduciarios de los administradores, y asegurar el reembolso de las inversiones realizadas (en el monto prefijado) en caso de que la operación se frustre por la ocurrencia de alguna de las hipótesis reconocidas en el acuerdo⁸².

Conclusiones

Los *breakup fees* o pagos por terminación operan como instrumentos distributivos del riesgo que permiten el reembolso de lo invertido cuando la operación se frustra por alguna de las causales definidas en el acuerdo. Con todo, han sido objeto de intenso debate cuando el reembolso se establece en favor del comprador, esto por las repercusiones que pueden tener sobre la compañía objetivo, sus accionistas y el bienestar social.

En esta línea, el Decreto 2555 de 2010 y la Circular Jurídica Básica prohíben que los pagos sean asumidos por la compañía objetivo. Pese a las nobles intenciones que persigue la norma, ha llegado el momento de modificar la estrategia, pues no existe información que permita establecer de forma concluyente que la prohibición mejora la posición de los accionistas y, por el contrario, puede estar afectando el volumen de operaciones y los precios de venta. Los riesgos siguen presentes, solo ha cambiado el canal para gestionarlos.

Su aceptación, por el contrario, reduce los costes de negociación y contribuye al reforzamiento de la posición negociadora de los administradores que puede traducirse en mejores retornos para los accionistas. Pese a ello, el constreñimiento indebido a los accionistas y los costes asociados a la agencia y a la falta de competencia son una preocupación real; por ello, deben establecerse mecanismos que limiten su configuración y racionalicen su uso.

Teniendo esto presente, se propone la adopción de un modelo regulatorio que establezca de antemano los requisitos que deberán observarse cuando son asumidos por la compañía objetivo. En concreto, se proponen cuatro requisitos: (i) Que el monto acordado no exceda el 3% del importe efectivo de la operación; (ii) Que el pago solo sea exigible cuando la operación se frustre por la aceptación de una oferta competidora o por el rechazo de los socios; en este último, cuando la oferta se haya condicionado a un porcentaje mínimo de aceptación y el oferente no lo haya liberado; (iii) Que el pago sea aprobado por la junta directiva de la compañía objetivo, previo informe favorable de los asesores financieros de la sociedad, y (iv) Que el pago se incluya expresamente en el cuadernillo explicativo de la oferta.

De esta forma se pueden conseguir los beneficios esperados para la operación y para los socios y, a la par, se limitan los efectos negativos en términos de competencia, se reducen los costes de agencia y se protege la libertad decisoria de los accionistas.

82 Paredes Galego, C., *Sobre la admisibilidad*, cit., 1114.

Teniendo esto presente, las futuras investigaciones podrían estar orientadas al estudio del comportamiento de los preacuerdos y el reembolso que confirmen, ajusten o desmientan la proyección que aquí se anticipa, así como al examen de otras limitaciones que pueden desincentivar la presentación de primeras ofertas o de ofertas competidoras.

Referencias

- Afsharipour, A., “Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”, *Vanderbilt Law Review*, n.º 63-5, 2010, 1161-1240.
- Aghion, P. y Bolton, P., “Contracts as a Barrier to Entry”, *The American Economic Review*, n.º 77-3, 1987, 388-401.
- Armour, J. y Skeel, D., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, *The Georgetown Law Journal*, n.º 95, 2007, 1728-1794.
- Bainbridge, S. M., “Exclusive Merger Agreements and Lockups in Negotiated Corporate Acquisitions”, *Minnesota Law Review*, n.º 75, 1990, 239-334.
- Bates, T. W. y L. Lemmon, M. L., “Breaking Up Is Hard To Do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes”, *Journal of Financial Economics*, n.º 69-3, 2003, 469-504.
- Bebchuk, L. A., “The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Last Reply?”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, n.º 2-2, 1986, 253-271.
- Burch, T. R., “Locking Out Rival Bidders: The Use of Lockup Options in Corporate Mergers”, *Journal of Financial Economics*, n.º 60, 2001, 103-141.
- Carreño Mendoza, S., *Acuerdos de intenciones y gestión de la incertidumbre en las adquisiciones de empresa*, Bogotá, Universidad de los Andes, 2022.
- Castillo Mayorga, F., “Deberes de administradores y socios en el contexto de una adquisición: ¿Qué tan aplicables son algunas instituciones y doctrinas estadounidenses en Colombia?”, en Laguado Giraldo, D. (coord.), *Derecho societario contemporáneo. Artículos*, Bogotá, Ibáñez - BU, 2021, 461-510.
- Coates IV, J. C., “M&A Break Fees: U.S. Litigation versus UK Regulation”, en Kessler, D. (coord.), *Regulation vs. Litigation: Perspectives from Economics and Law*, Chicago, University of Chicago Press, 2010, 239-284.

- Coates IV, J. C., “Managing Disputes through Contract: Evidence from M&A”, *Harvard Business Law Review*, n.º 2, 2012, 295-343.
- Coates IV, J. C. y Subramanian, G., “A Buy-Side Model of M & A Lockups: Theory and Evidence”, *Stanford Law Review*, n.º 53, 2000, 307-396.
- Diamond, P. A. y Maskin, E., “An Equilibrium Analysis of Search and Breach of Contract, I: Steady States”, *The Bell Journal of Economics*, n.º 10-1, 1979, 282-316.
- Gimeno Bevia, V., “Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 304, 2017, 269-294.
- Lehn, K. M. y Zhao, M., “CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidders Fired?”, *The Journal of Finance*, n.º LXI-4, 2006, 1759-1811.
- Misión del Mercado de Capitales, *Informe Final* [en línea], Bogotá, 2019, disponible en: http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidePrimaryFile&revision=latestre leased [consultado el 16 de septiembre de 2021].
- Officer, M. S., “Termination Fees in Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, n.º 69, 2003, 431-467.
- Palmieri, R., *Corporate Argumentation in Takeover Bids*, Ámsterdam, John Benjamins, 2014.
- Paredes Galego, C., “Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (‘break-up fees’) en supuestos de ofertas públicas de adquisición”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 249, 2003, 1101-1139.
- Paz-Ares Rodríguez, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 35, 2015, 43-65.
- Paz-Ares Rodríguez, C. y Nuñez-Lago, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Sebastián Quetglas, R. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2.ª ed., Las Rozas, Madrid, Wolters Kluwer, 2018, 271-304.
- Restrepo, F. y Subramanian, G., “The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom” [en línea], 2016, disponible en: <https://>

papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820434 [Consultado el 16 de septiembre de 2021].

Restrepo, F. y Subramanian, G., “The New Look of Deal Protection”, *Stanford Law Review*, n.º 69, 2017, 1013-1074.

Sáez Lacave, M.I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *InDret*, 2016, 1-59.

Saulsbury IV, A.O., “The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo- American Target Companies”, *Delaware Journal of Corporate Law*, n.º 37, 2012, 115-161.

Schwartz, A., “Search Theory and the Tender Offer Auction”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, n.º 2-2, 1986, 229-253.

Tarbert, H.P., “Merger Breakup Fees: A Critical Challenge to Anglo-American Corporate Law”, *Law & Policy in International Business*, n.º 34, 2003, 628-712.

The Takeover Panel, “Consultation Paper Issued by the Code Committee of the Panel Review of Certain Aspects of the Takeover Bids” [en línea], Londres, 2010, disponible en: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201101.pdf> [consultado el 16 de septiembre de 2021].

Uría Menéndez, “Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores” [en línea], 2007, disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2700/documento/GuiaUM.pdf?id=2927> [consultado el 16 de septiembre de 2007].