

Cláusula de cambio material adverso en contratos de compraventa de acciones en Colombia

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/2022.647>

Resumen

En Colombia, las cláusulas de cambio material adverso, también denominadas cláusulas de efecto material adverso, son cada vez de más frecuente uso en contratos de compraventa de acciones y, en general, en operaciones de fusiones y adquisiciones. En el estudio que se presenta en este artículo se analizaron las funciones de estas cláusulas y, en particular, sus efectos a la luz del sistema jurídico colombiano; la interpretación por parte de la Corte de Cancillería de Delaware; las posibles similitudes con instituciones propias del derecho civil colombiano como la fuerza mayor; y, finalmente, un breve comentario de su implicación a la luz del COVID-19.

Palabras clave

Cambio material adverso, efecto material adverso, fusiones y adquisiciones, compraventa de acciones.

* Abogada de la Universidad de los Andes. LL.M. de la Universidad de Nueva York (NYU). Profesora de la Cátedra Obligaciones, de la Universidad de los Andes. Correo: paordoneza@gmail.com

Material adverse change provision in share purchase agreements in Colombia

Abstract

Material adverse change provisions, also known as material adverse effect provisions, are each time of more frequent use in share purchase agreements and in general in mergers and acquisitions in Colombia. The article analyzes the functions of these provisions through the lenses of the Colombian legal system. This article includes a study of the interpretation of material change provisions by the Delaware Chancery Court together with the study of possible parallels with Colombian civil law institutions such as force majeure. A brief comment is made in respect of the implications of material adverse change provisions *vis a vis* COVID-19.

Keywords

Material adverse change, material adverse effect, mergers & acquisitions, share purchases.

Introducción

La cláusula de cambio material adverso o efecto material adverso es de origen anglosajón y ha sido utilizada en el contexto de adquisiciones de empresas, principalmente. Se trata de una figura que no ha parado de evolucionar y hoy en día es comúnmente empleada en este tipo de transacciones comerciales. Su negociación es compleja por las importantes implicaciones prácticas que tiene en la distribución de riesgos en el contrato de compraventa¹.

De las adquisiciones de empresas privadas correspondientes a compañías no listadas en mercados públicos en Estados Unidos en 2016 y 2017, el 99 % de los contratos de compraventa de acciones incluía una cláusula de cambio material adverso². Las partes siguen incluyéndola cada vez más como parte de la distribución de riesgos propia del contrato de compraventa de acciones. A la fecha, en Colombia no existen estudios de mercado que permitan determinar el porcentaje de transacciones que la incluyen, sin embargo, es de uso común en el mercado. Esto se explica fácilmente por la fuerte influencia anglosajona en la manera de negociar y celebrar contratos de fusiones y adquisiciones en el país³.

La función principal de la cláusula de cambio material adverso es la de distribuir riesgos entre el comprador y el vendedor, es decir, resolver la pregunta sobre qué pasa si la empresa a ser adquirida, denominada empresa objetivo (empresa *target*), sufre un cambio o evento que la afecte materialmente⁴ antes del cierre o consumación de la transacción. Al principio este concepto parece extremadamente ambiguo, y aunque esta característica no desaparecerá del todo, su aplicación ha sido de gran utilidad en el mundo de las fusiones y adquisiciones.

- 1 En el presente artículo los conceptos ‘cambio material adverso’ y ‘efecto material adverso’ se emplearán como sinónimos, a pesar de que en el capítulo 2 se hacen algunas precisiones en relación con la redacción de esta cláusula y su definición. Véase Robert T. Miller, “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements” (50 Wm. & Mary L. Rev. 2007 (2009)) <https://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol50/iss6/4>, respecto de la distribución de riesgos sistémicos.
- 2 Para efectos comparativos, en el año 2008 el 92 % de los contratos de adquisición de empresas contenían una cláusula de cambio material adverso, en el año 2010 el 97 % y en el año 2014 el 99 %.
- 3 Véase Alberto Zuleta Londoño, “La influencia norteamericana en el derecho colombiano de contratos”, en *Estudios de derecho privado*, tomo II. Liber Amicorum en homenaje a César Gómez Estrada (Bogotá: Universidad del Rosario, 2009): 524-548.
- 4 El *Diccionario de la lengua española* define el adjetivo *materialmente* como “con materialidad”. En el presente contexto lo indicado sería “sustancialmente”, sin embargo, en la práctica, en Colombia se sigue haciendo referencia a esta institución como “cambio material adverso”.

Si bien se trata de una institución trasplantada del derecho anglosajón, lo cierto es que el problema que busca resolver ha estado presente en la práctica del derecho transaccional colombiano desde antes. De hecho, la ley colombiana prevé varios recursos aplicables en el evento en que el objeto de la compraventa sufra ciertas circunstancias fuera del curso normal. Por ejemplo, ante el descubrimiento de vicios ocultos, el comprador cuenta con una serie de acciones jurídicas para recuperar los daños causados por estos. Lo mismo ocurre cuando un comprador es desposeído del objeto de la compraventa por cuenta de un tercero que tiene un mejor derecho; en este caso las normas del saneamiento por evicción pueden protegerlo mediante una serie de elementos para resarcir su daño. Estas normas no son aplicables directamente en el caso de un contrato de compraventa de acciones, a no ser que los títulos mismos sufran del vicio oculto o sean evictas. Si algún detrimento le ocurriera a la sociedad que está representada en las acciones que el comprador adquirió, este no necesariamente contaría con una acción contra el vendedor, pues, técnicamente hablando, este transfirió el título de las acciones cumpliendo la obligación principal del contrato de compraventa. Así, uno de los más grandes retos ha sido distribuir riesgos propios de la compañía objetivo y su negocio entre las partes, a pesar de que el elemento esencial ‘objeto’ de la compraventa son las acciones y no una universalidad, como lo es la empresa. En respuesta a estos problemas jurídicos, la institución cambio material adverso ha surgido como una herramienta para que las partes distribuyan los riesgos y regulen los recursos legales que aplicarán. El éxito consiste, entonces, en que dicha figura permite a las partes crear protecciones contractuales que la ley no prevé de manera supletiva, ante el evento de que estas no lo incluyan expresamente en su contrato. De ahí la necesidad de esclarecer sus potenciales efectos a la luz del sistema jurídico colombiano.

En virtud de lo anterior, en este texto se explican las distintas funciones de la cláusula de cambio material adverso y su empleo dentro del contrato de compraventa. Inicialmente se hace un estudio de su similitud y diferencia con otras instituciones propias del derecho civil y comercial colombiano como la fuerza mayor. Seguidamente se analizan las diferentes posiciones en la negociación de esta cláusula entre compradores y vendedores, enfocadas en puntos neurálgicos. Posteriormente se examina la interpretación que la Corte de Cancillería de Delaware ha hecho de esta figura a través del análisis de los precedentes más relevantes en la materia, así como de los pocos laudos arbitrales que se han referido a la mencionada cláusula en Colombia.

1. Funciones de la cláusula de cambio material adverso

Tradicionalmente la cláusula de cambio material adverso ha cumplido tres funciones, a saber: (i) condición precedente para el cierre de la transacción; (ii) declaración y garantía autónoma; y (iii) calificador de otras declaraciones y garantías. A continuación, se explican estas tres funciones y sus respectivos efectos.

1.1. La cláusula de cambio material adverso como condición precedente al distribuir riesgos entre la firma y el cierre

La función principal de la cláusula de cambio material adverso en los contratos de compraventa de acciones es la de proteger al comprador frente a vicisitudes que se den entre la fecha de firma y la fecha de cierre, que puedan afectar negativamente la empresa que se pretende adquirir.

Normalmente, las transacciones de compraventa de acciones tienen dos momentos determinantes: la *firma* y el *cierre*. El período denominado *firma* es en el que las partes celebran el contrato de compraventa y contraen las obligaciones propias de este. Así, el comprador se obliga a transferir el precio de compra y el vendedor se obliga a transferir las acciones. Sin embargo, en dicha fecha las mencionadas transferencias no han ocurrido aún. El segundo momento, el *cierre*, es cuando ocurre la transferencia efectiva de las acciones y del precio de compra, es decir, cuando el comprador se convierte en el dueño de las acciones.

La razón por la cual suelen existir estos dos momentos es porque, por lo general, la complejidad de este tipo de transacciones exige que se deban cumplir ciertas condiciones suspensivas que las partes expresamente señalan en el contrato. Dichas condiciones suelen reflejar la necesidad de obtener cierto tipo de autorizaciones con anterioridad a la consumación de la transferencia. El caso paradigmático de una condición suspensiva de cierre es la obtención de autorización o no objeción por parte de las autoridades de competencia. A la fecha, la autoridad correspondiente en Colombia para obtener esta clase de autorizaciones es la Superintendencia de Industria y Comercio⁵. Otras condiciones comúnmente

5 De conformidad con la Ley 1340 de 2009, la Superintendencia de Industria y Comercio es la autoridad encargada de estudiar las integraciones empresariales y determinar si estas son procedentes o no, con el fin de evitar que se produzca una indebida restricción de la libre competencia, así como concentraciones de poder económico en el mercado que desequilibren el balance propio de la competencia y creen distorsiones que lleven a la coordinación de comportamiento o fortalezcan una posición dominante de la que se pueda abusar.

pactadas incluyen la obtención de autorizaciones por parte de terceros que, en caso de consumarse la transacción sin ellas, generaría un incumplimiento contractual por parte de la compañía objetivo, por ejemplo, en el marco de cláusulas de cambio de control que se encuentren vigentes.

No todas las transacciones requieren un periodo entre la firma y el cierre. Puede ser que por la particularidad del negocio o de la transacción concreta no se necesite obtener ningún tipo de autorización previa a la consumación, y por lo tanto no se requiera el cumplimiento de condiciones precedentes o suspensivas en el periodo interino. En tales casos las partes pueden celebrar el contrato y ejecutarlo instantáneamente sin necesidad de pactar una serie de condiciones suspensivas al cierre. En esta situación, la cláusula de cambio material adverso no tendrá la función de condición suspensiva para el cierre, pues no existiría un período entre la firma y este, en el cual los riesgos deban ser distribuidos entre las partes.

En aquellas transacciones en que existe el riesgo de que la compañía objetivo sufra algún cambio que la afecte de manera importante, es pertinente que haya una fecha de firma anterior a la fecha de cierre, es decir, un período interino. La cláusula de cambio material adverso busca distribuir dichos riesgos de cambios en la empresa objetivo durante el período interino. Así, es común encontrar en los contratos de compraventa de acciones una condición precedente⁶ a la obligación de cierre por parte del comprador, en términos como estos: *La obligación del Comprador de realizar las transacciones previstas en el presente Contrato de Compraventa se encuentra sujeta al cumplimiento de las siguientes condiciones por parte del Vendedor: (a) Ausencia de Cambio Material Adverso: Que entre la Fecha de Firma y la Fecha de Cierre no se haya producido un Cambio Material Adverso*⁷.

Si llegara a ocurrir un cambio material adverso entre la firma y el cierre, una de las condiciones precedentes al cierre no se cumpliría. Como consecuencia, el comprador no estaría obligado a cerrar o consumir la transacción, esto es, a pagar el precio como contraprestación de recibir el título de las acciones. En la práctica esto se traduce en que el riesgo por la ocurrencia de un cambio material adverso entre la firma y el cierre es asumido por el vendedor. En este evento la transacción no se consumará, a no ser que las partes decidan volver a negociar los términos de su acuerdo original o el comprador decida renunciar a la condición pactada a su favor y proceder con el cierre, es decir, la ejecución del contrato.

6 Normalmente en la práctica colombiana se habla de condiciones precedentes, según la traducción del inglés. Podría hacerse referencia a una condición suspensiva en los términos del artículo 1536 del Código Civil.

7 “Comprador”, “Fecha de Firma” y “Fecha de Cierre” suelen utilizarse con mayúscula inicial en el contrato de compraventa para indicar que son términos allí definidos.

En la cláusula anteriormente citada, ‘Cambio Material Adverso’ aparece con mayúsculas iniciales, lo que quiere decir que es un término que las partes han definido en el contrato. Como se mencionó antes, esta no tiene un origen legal, sino eminentemente contractual. Al ser una figura atípica, corresponde a las partes determinar qué constituye un ‘cambio material adverso’ o ‘efecto material adverso’ bajo su contrato.

Una traducción libre de la definición de cambio material adverso ofrecida por el sitio web Practical Law, es la siguiente:

“Efecto Material Adverso” significa cualquier evento, acontecimiento, hecho, condición o cambio que afecte o razonablemente se espere que se convierta, individualmente o en el agregado, en materialmente adverso a (a) el negocio, resultado de las operaciones, condiciones (financieras o de otro tipo) o los activos de la Compañía, o (b) la habilidad del Vendedor de consumar las transacciones aquí contempladas de manera oportuna [; bajo el entendido de que “Efecto Material Adverso” no incluirá ningún evento, acontecimiento, hecho, condición o cambio, directo o indirecto, que surja de o sea atribuible a (i) condiciones políticas o económicas generales; (ii) condiciones que afecten generalmente las industrias en que la Compañía opera; (iii) cualquier cambio en el mercado financiero o de valores en general; (iv) actos de guerra (declarados o no), hostilidades armadas o terrorismo o su intensificación; (v) cualquier acción requerida o permitida por este acuerdo (...); (vi) cualquier cambio en las leyes aplicables o en los principios contables; o (vii) el anuncio público o la consumación de las transacciones contempladas en este Acuerdo; bajo el entendido de que cualquier evento, ocurrencia, hecho, condición o cambio a los que se refieren las secciones (i) a (iv) anteriores deberán ser contempladas para determinar si ha ocurrido un Efecto Material Adverso en la medida en que dicho evento, acontecimiento, hecho, condición o cambio haya tenido un efecto desproporcionado en la Compañía en comparación con otros participantes en la industria en que la Compañía desarrolla sus negocios]. [Cursivas originales].

La anterior es una definición común de cambio material adverso. Esta definición en particular es cualitativa, lo que implica que no existe una medida específica que determine si se configura un cambio material adverso o no. Esto, en oposición a una cláusula cuantitativa que sí definiría, por ejemplo, un valor de pérdidas ocasionadas por la situación que desate el cambio material adverso, o un porcentaje de desviación con respecto a la valoración de la compañía objetivo o alguna otra métrica financiera. Las cláusulas de cambio material adverso cualitativas son más comunes que las cuantitativas⁸. Por ejemplo, el estudio de transacciones de la

8 Christopher Harrison, *Make the Deal: Negotiating Mergers and Acquisitions* (Hoboken: Bloomberg Financial, 2016), 162.

American Bar Association 2016-2017 mostraba que, en contratos de compraventa de acciones de empresas privadas no listadas en mercados públicos, celebrados en Estados Unidos, solo el 2 % de las definiciones de cambio material adverso incluían referencia a una suma cuantitativa de dinero específica, mientras que el 98 % tenía una definición cualitativa⁹. Lastimosamente no ha sido posible incluir en este texto datos de transacciones en Colombia, pues no existen a la fecha estudios publicados con datos pertinentes del mercado colombiano.

El principal problema con la cláusula de cambio material adverso cualitativa es que la ocurrencia o no del supuesto dependerá de la interpretación que las partes, y posteriormente el juez o árbitro en caso de conflicto, hagan de lo que el término “material” quiere decir. Así, la definición señalada arriba tiene el problema de ser tautológica e inevitablemente ambigua en su interpretación. Con el paso del tiempo las definiciones de cambio material adverso se han vuelto más y más complejas, lo que dificulta su comprensión. En el capítulo 2 de este texto se hace un análisis de las diferentes posiciones en la negociación de la definición de cambio material adverso y las distintas repercusiones de cambios menores en su redacción.

Los riesgos que normalmente pueden configurar un cambio material adverso son: cambios en el mercado que afecten el apetito por los productos o servicios que la compañía produce, vende u ofrece; incremento de costos de producción; cambio en las circunstancias económicas que afecten la industria particular o la industria de manera general; cambios macroeconómicos; escándalos de corrupción o de otro tipo que afecten negativamente la reputación de la compañía; cambios de leyes locales o extranjeras o de políticas públicas; casos de fuerza mayor como hechos de la naturaleza, hechos por terceros que afecten los inventarios o las relaciones con clientes o proveedores clave, entre muchos otros.

1.2. La cláusula de cambio material adverso como declaración y garantía, y el *bringdown*

Hasta el momento el análisis se ha centrado en la función principal de la cláusula de cambio material adverso: proteger al comprador por cambios entre la firma y el cierre de la transacción.

Sin embargo, esta tiene otros usos importantes en el contrato de compraventa de acciones: el de declaración y garantía autónoma, por ejemplo, en que opera como

9 American Bar Association, *Private Target M&A Deal Point Study*. American Bar Association, Mergers and Acquisitions Committee, 2017. https://www.americanbar.org/digital-asset-abstract.html/content/dam/aba/administrative/business_law/deal_points/2017_private_study.pdf

mecanismo de protección y asignación de riesgos entre el comprador y el vendedor. Principalmente, ante un incumplimiento de una declaración y garantía otorgada por una parte, la otra parte puede alegar dicho incumplimiento y en tal medida acceder a la indemnización de perjuicios estipulada en el contrato. Así, si el vendedor declara y garantiza al comprador que no ha ocurrido un cambio material adverso en la compañía objetivo y luego se puede constatar que sí se produjo, el comprador podría acceder a la indemnización pactada en el contrato de compraventa y forzar al vendedor a resarcir los perjuicios que la falta de veracidad de dicha declaración y garantía le causó¹⁰. Por ello es común incluir una declaración y garantía en los siguientes términos: *El Vendedor declara y garantiza que desde el 31 de diciembre de 2019, la Compañía no ha sufrido ningún Cambio Material Adverso.*

Podría darse el caso, por ejemplo, en que un comprador no tiene conocimiento de que en efecto se había configurado un cambio material adverso entre el 31 de diciembre de 2019 y la fecha de cierre. Como consecuencia, dicho comprador consuma la transacción pagando el precio de compra y recibiendo a su favor el título de las acciones de la compañía objetivo. Desde un punto de vista práctico, el comprador no puede alegar que la condición de ausencia de cambio material adverso no se cumplió, pues el haber consumado la transacción se podría interpretar como una renuncia a dicha condición. En este ejemplo, a pesar de que el comprador ya no podría retrotraer la consumación de la compraventa, sí tendría derecho a una acción en contra del vendedor, dado que técnicamente habría existido una falta de veracidad en la declaración y garantía. Esto le permitiría al comprador solicitar la indemnización de perjuicios correspondiente, dentro del marco de la cláusula de indemnización del contrato.

También es común que el contrato de compraventa incluya una condición precedente que establezca que todas las declaraciones y garantías otorgadas al momento de la firma son veraces al momento del cierre. La mecánica de esta condición permitiría a un comprador abstenerse de cerrar o consumir la transacción si ha ocurrido un cambio material adverso, pues dicha condición no se cumpliría. Esto es lo que comúnmente se conoce como *bringdown*, y que constituye otra vía de defensa para el comprador, quien puede alegar que no está obligado a cerrar la transacción porque las declaraciones y garantías no se cumplen a la fecha de cierre. Se debe tener en cuenta que, normalmente, un comprador que alega no estar obligado a consumir la transacción por la ocurrencia de un cambio material

10 Paola Ordóñez Arias, "Validez y efectos de cláusulas de limitación de responsabilidad en contratos de compraventa de acciones en Colombia", *Revista de Derecho Privado* n.º 49, (2013): 11. https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri473.pdf

adverso, puede invocar la condición precedente autónoma explicada en el apartado anterior o el *bringdown* de las declaraciones y garantías.

1.3. La cláusula de cambio material adverso como calificador de las declaraciones y garantías

La cláusula de cambio material adverso es empleada también en los contratos de compraventa de acciones como un término para calificar algunas de las declaraciones y garantías que las partes hacen en el contrato. Por ejemplo, no es excepcional encontrar una declaración y garantía en el siguiente sentido: *Cumplimiento de Ley: La Compañía ha cumplido con todas las leyes aplicables para la operación de su negocio, salvo que el incumplimiento de dichas leyes represente un Cambio Material Adverso.*

La implicación práctica, desde un punto de vista de indemnización de esta declaración y garantía, es que, si la compañía incumple alguna ley en una magnitud que alcance lo establecido en la definición de cambio material adverso del contrato, el vendedor está incumpliendo la declaración y garantía, y como consecuencia se vería obligado a indemnizar por los daños que se deriven de dicho incumplimiento de ley. Si por el contrario, la compañía incumpliera alguna ley, pero dicho incumplimiento no cumpliera los supuestos de la definición de cambio material adverso, el comprador asumiría tal riesgo y no podría reclamar una indemnización al vendedor. Lo anterior, porque técnicamente no existiría una falta de veracidad en la declaración y garantía, y como consecuencia no se accionaría el derecho a la indemnización a favor del comprador. Esta forma de calificar una declaración y garantía, por supuesto, tiene el mismo problema interpretativo de qué constituye un cambio material adverso a la luz del contrato en particular, de manera que es imposible prever los supuestos exactos que darían lugar a que se cumpliera con los parámetros establecidos en la definición de esta figura.

2. Posiciones de las partes en la negociación de la cláusula de cambio material adverso

Evidentemente, de la naturaleza de la cláusula de cambio material adverso como una disposición que pretende la distribución de riesgos entre comprador y vendedor se desprende que su negociación sea compleja. Corresponde a las partes crear una definición que se ajuste a la distribución de riesgos que ellas pretenden. A la luz

del derecho colombiano, las partes son libres de pactar la distribución de riesgos que deseen siempre que no vulneren el orden público. En virtud de este principio de la autonomía de la voluntad privada, las partes tienen libertad para crear cláusulas a su medida de conformidad con sus acuerdos de negocio.

A continuación, se señalan los principales aspectos que las partes deberían tener en cuenta al momento de negociar esta cláusula, teniendo presente lo que los precedentes tanto nacionales como de la Corte de Cancillería de Delaware han señalado.

2.1. Cláusula de cambio material adverso cuantitativa o cualitativa

Las cláusulas modelo normalmente incluyen una definición cualitativa de efecto material adverso, lo que quiere decir que corresponde a las partes y en últimas al juez del contrato determinar si este se configura o no. Inevitablemente estas definiciones cualitativas son ambiguas y deben ser interpretadas, contrario a lo que ocurre con las definiciones cuantitativas que sí incluyen una cifra concreta de lo que constituye el concepto “material”. Un ejemplo sería el siguiente: *“Efecto Material Adverso” significa cualquier evento, acontecimiento, hecho, condición o cambio que afecte o razonablemente se espere que se convierta, individualmente o en el agregado, en materialmente adverso al negocio, resultado de las operaciones, condiciones (financieras o de otro tipo) o los activos de la Compañía en una proporción igual o mayor al diez por ciento (10 %).*

Aunque una cláusula cuantitativa puede tener la ventaja de facilitar la determinación del efecto material adverso, este pacto puede ser limitativo y no reflejar una distribución de riesgos adecuada en ciertos escenarios. Por ejemplo, las partes pueden pactar que solo se entenderá como cambio material adverso un evento que represente un detrimento de más del 10 % de las utilidades de la compañía, en línea con la cláusula arriba señalada. En el evento en que el presidente de dicha compañía se viera envuelto en algún escándalo, este podría tener repercusiones reputacionales en ella, que no necesariamente se verían representadas en la suma o porcentaje pactados por las partes, pero que en el largo plazo representarían una disminución del valor de la compañía objetivo. En este escenario la cláusula de cambio material adverso habría tenido una distribución de riesgos inadecuada para el comprador, simplemente por el hecho de haber sido redactada en términos exclusivamente cuantitativos que no eran demostrables a la fecha de cierre¹¹.

11 Incluso, a pesar de que una cláusula cuantitativa pueda parecer menos ambigua que una cualitativa, en ocasiones determinar un impacto cuantitativo puede apenas superar un mero ejercicio aritmético, dando como resultado una amplitud para la interpretación de la cláusula y de los insumos para realizar dicha estimación.

2.2. Inclusión de excepciones o *carve-outs*

La práctica actual en Colombia y en contratos bajo la ley de Nueva York es la de incluir una lista de eventos que se encuentran exceptuados de ser considerados un cambio material adverso. Esta lista varía de transacción a transacción y se ajusta a las necesidades de las partes, sin embargo, en términos generales, incluye eventos atribuibles a cambios generales en la economía, en las leyes o normas, en las prácticas contables, en las industrias en que operen las compañías objetivo y los que resulten del anuncio de la transacción pactada entre las partes. En la definición de cambio material adverso, el vendedor tratará de incluir un listado largo y genérico de excepciones, mientras el comprador, por su parte, tratará de no incluir ninguna excepción o, de hacerlo, buscará que estas estén redactadas de manera restrictiva buscando limitar su alcance. Otra práctica común es la de incluir el listado de excepciones, pero señalar que, si el evento afecta de manera desproporcionada a la empresa objetivo, este dejará de ser considerado una excepción y, por tanto, constituirá un cambio material adverso.

2.3. Carga de la prueba de la ocurrencia del cambio material adverso

Con base en los precedentes de la Corte de Cancillería de Delaware, las partes pueden distribuir la carga de la prueba de la ocurrencia o no de un cambio material adverso. En el evento en que las partes no determinen expresamente en el contrato si la parte compradora o vendedora es la encargada de probar tal ocurrencia, será el comprador quien deba probar dicho evento. Los pocos precedentes colombianos disponibles no analizan este aspecto de la carga de la prueba, sin embargo, considerando la máxima procesal “quien alega prueba” y lo dispuesto en el artículo 167 del Código General del Proceso, corresponde a la parte que alegue probar el supuesto de hecho de las normas que consagran el efecto jurídico que ellas persiguen. Lo anterior sin perjuicio de que las partes pacten algo distinto en su contrato. Así, la regla general es que la parte que alegue la ocurrencia de un cambio material adverso será la encargada de probarlo. En la práctica esto se traduce en que normalmente es el comprador quien alega la ocurrencia de dicho evento, pues la condición de no ocurrencia de un efecto material adverso es una condición pactada a su favor. Como se ha explicado anteriormente, se trata de una condición suspensiva para que nazca la obligación del comprador de cerrar la transacción. En caso de que a pesar de ocurrir un cambio material adverso el comprador siga

interesado en consumir la transacción, este podría perfectamente hacerlo renunciando a dicha condición, dado que está pactada a su favor.

2.4. Alcance de los efectos del cambio material adverso

Es conveniente que las partes determinen si los efectos del cambio material adverso deben haberse configurado al momento del análisis del cumplimiento de las condiciones precedentes o si puede hacerse una estimación a futuro, así estos no se hayan presentado. Por ejemplo, en la cláusula modelo de Practical Law, la definición de cambio material adverso no se limita a efectos al momento de determinar si se cumple o no la condición, sino también a otros que razonablemente se espere que puedan constituir un efecto material adverso en el futuro. Esto es consecuente con la naturaleza dinámica de las empresas, entendidas como un conjunto productivo que puede no estarse viendo afectado al momento preciso del análisis, pero que, dentro de una razonabilidad normal, se sabe que puede ocurrir en el futuro. Compradores y vendedores normalmente negocian la redacción concreta de su acuerdo de negocios y son libres de incluir eventos futuros o no, o limitarlos a un periodo más concreto, por ejemplo.

En el alcance del efecto material adverso también se puede analizar la duración de este. Al respecto, como se estudió antes, la Corte de Cancillería de Delaware ha establecido que debe ser a largo plazo. Las partes, sin embargo, podrían modificar este requisito determinando expresamente qué efectos materiales de corto plazo pueden ser también considerados como tales. Nuevamente, la distribución de riesgos depende de la voluntad de las partes y solo ellas acuerdan qué tipo de intensidad y de duración es la que afectaría su transacción. Este es uno de los aspectos de mayor negociación entre las partes a la hora de redactar la definición de cambio material adverso, pues sus efectos son fundamentales en la distribución del riesgo.

3. Interpretación de la Corte de Cancillería de Delaware de la cláusula de cambio material adverso

Existe amplia controversia frente a la manera en que las cortes estadounidenses han interpretado las cláusulas de cambio material adverso. Parte de la doctrina y la

academia crítica consideran restrictiva la interpretación que la Corte de Cancillería de Delaware ha hecho históricamente de estas provisiones contractuales, puesto que no les ha dado los efectos que las partes buscaban otorgarle a dichas cláusulas¹². Es de resaltar, sin embargo, que esta posición fue modificada por el último precedente en la materia, el cual se estudia en este capítulo. En el litigio *Akorn v. Fresenius*, la Corte de Cancillería de Delaware en el año 2018 falló por primera vez en la historia, que efectivamente había ocurrido un cambio material adverso. Se han elegido los fallos de la mencionada Corte en razón de su protagonismo en la interpretación de las cláusulas de cambio material adverso, debido a que Delaware es el estado más avanzado en materia de derecho corporativo de los Estados Unidos y uno de los foros de disputa preferidos por los contratantes sofisticados.

Es importante resaltar que, al igual que en Colombia, la cláusula de cambio material adverso es de naturaleza contractual y no se encuentra codificada bajo las leyes del estado de Nueva York o del estado de Delaware. De esta manera su aplicación solo se dará en la medida en que las partes expresamente pacten su inclusión en sus contratos y le den los efectos que expresen en ellos. De ahí la relevancia de la interpretación que las cortes han hecho de esta figura que tiene, por supuesto, un efecto en su ámbito de aplicación.

3.1. Caso *In re IBP Shareholders Litigation*

El primer fallo que estudió la ocurrencia o no de un cambio material adverso fue *In re IBP Shareholders Litigation*¹³. Tyson Foods, como comprador, firmó un contrato de fusión para adquirir IBP (compañía objetivo). Tyson Foods trató de dar por terminado el contrato de adquisición antes del cierre alegando que se había configurado un efecto material adverso. El argumento consistió en que el desempeño de IBP había disminuido en el último trimestre de 2000 y el primer trimestre de 2001, y adicionalmente DFG Foods, una de las subsidiarias de IBP, evidenciaba irregularidades contables. Sumando ambas causales, Tyson consideraba que se había presentado un efecto material adverso a la luz del contrato de fusión¹⁴, y en

12 Schwartz, “A “standard clause analysis”.

13 *In Re: IBP, Inc. Shareholders Litigation*.

14 En Estados Unidos es más común que en Colombia ver adquisiciones estructuradas como fusiones en lugar de compraventa de acciones. En la mayoría de los casos, a pesar de que se trate de una fusión, es fácil determinar por la estructura y el precio o valor de intercambio que se pacta cuál de las dos entidades que se fusiona actúa como la “compradora” y cuál como la “vendedora”. En este caso, aunque se trataba de una fusión, Tyson Foods estaba realmente comprando a IBP, la empresa objetivo o el objeto del contrato, junto con todas sus subsidiarias.

esta medida alegaba que no estaba obligado a consumir la transacción, pues no se satisfacía la condición precedente de “ausencia de configuración de un efecto material adverso”.

La Corte de Cancillería determinó que, en los términos en que las partes lo habían pactado en su contrato de adquisición, no había ocurrido tal efecto material adverso y en tal medida Tyson Foods había incumplido el contrato de adquisición al haberse negado a consumir la transacción en la fecha inicialmente pactada. La Corte fue enfática en señalar que Tyson era quien tenía la carga de demostrar la configuración del cambio material adverso, y en su concepto esta no había sido satisfecha.

La Corte también señaló que el concepto de qué es *material* dependía del contexto de la transacción. Para el caso concreto, analizó la evidencia relativa a la negociación del contrato de adquisición y revisó en detalle aquello a lo que las partes habían prestado atención e importancia durante la contratación. A pesar de que el juez no determinó una suma precisa a partir de la cual se configuraría un cambio material adverso en el caso concreto, sí señaló que se debía tratar de un evento que amenazara *sustancialmente* el potencial general de ingresos de la compañía objetivo y de una manera significativa en términos de duración. Sin embargo, la Corte no aclaró qué se entendía por ‘amenaza sustancial’ ni a cuáles ingresos se refería. En palabras de la Corte: “Un tropiezo de corta duración en los ingresos no es suficiente; el Efecto Material Adverso debe ser material desde una perspectiva a largo plazo por parte de un adquirente razonable” [traducción libre]¹⁵.

Otro punto álgido dentro del fallo de la Corte fue el de la incidencia del conocimiento por parte del comprador de los eventos que podían dar lugar a la configuración del efecto material adverso. Al respecto señaló que, a pesar de que la definición de efecto material adverso era muy amplia en el contrato, la interpretación más adecuada era la de entender que un efecto material adverso se configura cuando ocurren eventos desconocidos. En el caso particular, la Corte consideró que el comprador tenía suficiente conocimiento de cómo se estaba llevando la contabilidad de DFG Foods y, por consiguiente, habría podido hacer una asignación de estos riesgos de manera expresa en el contrato, lo cual no ocurrió, denotando que no se pretendía asignar el riesgo de una manera particular. Finalmente, la Corte decidió acceder a la pretensión de IBP y ordenó a Tyson Foods consumir la transacción, llevando a cabo el cierre como estaba previsto originalmente.

15 “A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquiror.”

Este fallo constituye un importante precedente en la interpretación de la figura en comento, pues se trata de una Corte exigente en los supuestos fácticos para conceder que se ha dado un cambio material adverso y excusar al comprador de cerrar la transacción. El hecho de que se imponga la carga de la prueba al comprador hace que esta institución que surgió para protegerlo exija ciertos parámetros que hacen más difícil su utilización. Lo mismo sucede en relación con la cobertura de hechos conocidos por los contratantes. Como se explicó anteriormente, la cláusula de cambio material adverso funciona como un instrumento de distribución y asignación de riesgos entre las partes. Al ser una figura construida por estas, tales riesgos pueden ser perfectamente conocidos por ambas antes o durante el proceso de negociación de los contratos de adquisición. Esto no obsta para que entre ellas determinen cuál de las dos partes corre con dicho riesgo. Restringir la autonomía de la voluntad de las partes a hechos exclusivamente exógenos o desconocidos parece una intromisión del juez ante una cláusula expresa y libremente pactada por ellas en términos amplios y generales.

3.2. Caso *Frontier Oil Corporation v. Holly Corporation*

En el 2005 la Corte de Cancillería volvió a tener la oportunidad de referirse a la cláusula de cambio material adverso en el caso *Frontier Oil Corporation v. Holly Corporation*¹⁶. Frontier Oil y Holly firmaron un contrato de fusión el 30 de marzo de 2003. En el contrato de adquisición Frontier declaraba y garantizaba que desde el 31 de diciembre de 2002 no había ocurrido ningún evento, condición o suceso que razonablemente pudiera tener un efecto material adverso en Frontier a la fecha de cierre o en el futuro. En el periodo interino, Frontier fue demandada en una acción de responsabilidad civil extracontractual, lo que la exponía a una potencial obligación de indemnización por una suma cuantiosa. Frontier declaró unilateralmente que Holly había repudiado el contrato alegando la ocurrencia de un cambio material adverso.

La Corte en esta decisión cita el precedente de *In Re IBP*, lo trae a colación en sus consideraciones y lo interpreta diciendo que este dejó sentada una protección a una parte/socio de una fusión, ante la ocurrencia de factores desconocidos (o no revelados), que justificaría su retiro de la transacción [traducción libre]¹⁷. Adi-

16 *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*, 2005 WL 1039027 (Del. Ch. Apr. 29, 2005).

17 “It may be more useful to consider the standard drawn from *IBP* as one designed to protect a merger partner from the existence of unknown (or undisclosed) factors that would justify an exit from the transaction.”

cionalmente señala que, con base en In Re IBP, la carga de probar la ocurrencia del cambio material adverso la tiene el contratante que quiere desistir del negocio y no consumir la transacción. Dice así mismo que en el caso In Re IBP esta decisión era conocida en el momento en que las partes negociaron su propio contrato de adquisición, y en tal medida habrían podido asignar contractualmente la carga de a quién le correspondía probar tal ocurrencia y sin embargo no lo hicieron. Al no existir una estipulación contractual particular en relación con la carga de la prueba, le correspondía a Holly probar la ocurrencia de un cambio material adverso o de potencial ocurrencia en los términos pactados en su acuerdo. Esta regla jurídica es importante, pues aclara que las partes son libres de asignar la carga de la prueba a quien ellas contractualmente determinen y que, al hacerlo expresamente, su voluntad prima sobre la interpretación que el juez del contrato pueda hacer. Es importante resaltar que en Holly el contrato de fusión no solo contenía una declaración y garantía que señalaba que no había ocurrido un efecto material adverso hasta la fecha de cierre (el *bringdown* de las declaraciones y garantías), sino que también incluía otra declaración y garantía autónoma en que Frontier garantizaba que no se había dado un litigio que pudiera causar un efecto material adverso. En este sentido, la definición de efecto material adverso tenía dos propósitos: el de condición precedente para el cierre y el de calificador a la declaración y garantía relativa a los litigios de Frontier.

En punto al cambio material adverso, la Corte de Cancillería determinó que Holly no pudo satisfacer la carga de probar que el litigio contra Frontier constituyera o fuera a constituir un efecto material adverso. El resultado del caso fue a favor de Holly, puesto que Frontier declaró unilateralmente que esta había repudiado el contrato y, en consecuencia, dejó de cumplir con las obligaciones adquiridas. La Corte consideró, entonces, que Frontier había incumplido el contrato de adquisición, a pesar de que no se había configurado un efecto material adverso en los términos en que las partes lo habían pactado. Así mismo, se resalta que la Corte nuevamente se volvió a referir al cambio material adverso como un evento desconocido por las partes.

3.3. Caso *Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.*

En este caso, Hexion, quien era el comprador en el contrato de adquisición, interpuso una demanda con el propósito de obtener una declaración por parte de la Corte de que no estaba obligado a cerrar la fusión, por cuanto la compañía objetivo

había sufrido un efecto material adverso al encontrarse en estado de insolvencia¹⁸. Huntsman (el vendedor) se opuso a las pretensiones señalando que Hexion había incumplido el contrato de fusión al negarse a consumar la transacción. Siguiendo los precedentes antes estudiados, la Corte de Cancillería determinó que la compañía objetivo no había sufrido un efecto material adverso y en tal medida el comprador había incumplido el contrato de fusión al negarse a satisfacer las obligaciones del cierre.

La Corte señaló que para determinar si se configura o no un efecto material adverso se debe hacer un análisis en el cual, si no hay pacto específico o contrario de las partes, se puede asumir que el adquirente busca comprar la empresa objetivo como parte de una estrategia a largo plazo. Por lo tanto, se debe determinar si ha ocurrido un cambio adverso en el negocio de la empresa objetivo que tenga consecuencias sobre sus ingresos a largo plazo, en un período “comercialmente razonable”, que deberá ser medido en términos de años y no de meses. Al efecto cita el caso *In Re IBP* como precedente y señala que la carga del contratante que alega la ocurrencia del efecto material adverso es alta, por cuanto si se dan resultados negativos en la compañía objetivo estos tienen que ser más allá de meros tropiezos y deben persistir de manera significativa en el futuro para poder constituir un cambio material adverso.

Hexion alegó que la carga de la prueba recaía en Huntsman, pues correspondía al vendedor demostrar que todas las condiciones precedentes a la obligación de cierre se habían configurado para que el comprador estuviera efectivamente obligado a cerrar la transacción, a diferencia del caso *In Re IPB* donde el demandante alegaba el incumplimiento de la declaración y garantía de ausencia de efecto material adverso. La Corte respondió a este argumento señalando que las partes tienen autonomía para distribuir la carga de la prueba entre ellas y que, ante la ausencia de una asignación contractual, a pesar de tratarse de una condición precedente y no del incumplimiento de una declaración y garantía, correspondía a Hexion probar la ocurrencia de un efecto material adverso. Lo anterior teniendo en cuenta que fue Hexion quien demandó para obtener una sentencia declaratoria de que efectivamente ocurrió tal efecto.

Una vez agotada la discusión sobre la carga de la prueba, la Corte se centró en determinar los parámetros para saber si efectivamente un cambio adverso cumple con el criterio de materialidad requerido. Recordemos que en las decisiones pasadas la Corte había sido escueta en la manera de reconocer la materialidad

18 *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008).

del evento adverso. Así, en IBP había señalado que el criterio de materialidad se estudiaba con base en una amenaza sustancial al potencial general de ingresos de la compañía objetivo, sin aclaración alguna en relación con cuáles ingresos debían ser analizados. En *Hexion v. Huntsman* la Corte estableció que la medida debe hacerse utilizando la métrica de EBITDA¹⁹, pues esta es independiente a la estructura de capital de la compañía objetivo. Señaló la Corte que, adicionalmente, esta fue la métrica en que las propias partes confiaron más fuertemente durante sus negociaciones y en la modelación de la transacción. Tras realizar el análisis del EBITDA de Huntsman, la Corte llegó a la conclusión que, aunque el desempeño de la compañía no era el esperado y era al contrario decepcionante, este no era lo suficientemente desfavorable para determinar que se configuró un cambio material adverso.

3.4. Caso *Akorn v. Fresenius*

En el 2018, varios años después del primer caso en que la Corte de Cancillería revisó una situación de efecto material adverso, esta emitió el primer fallo en el que tras reconocer su ocurrencia, se excusaba al comprador de cerrar la transacción. En el caso *Akorn v. Fresenius* las partes pactaron una definición de efecto material adverso altamente complicada²⁰. A pesar de ser extensa, se incluye una traducción libre de dicha cláusula a efectos de apreciar su complejidad:

“Efecto Material Adverso” significa cualquier efecto, cambio, evento o acontecimiento que, individualmente o en conjunto (i) pudiera evitar o retrasar materialmente, interferir con, impedir o dificultar la consumación de las Transacciones o del cumplimiento por parte de la Compañía de sus obligaciones bajo este Contrato o que (ii) tenga un efecto material adverso sobre el negocio, los resultados de las operaciones o la condición financiera de la Compañía y sus subsidiarias consideradas en conjunto; sin perjuicio de lo anterior, ninguno de los siguientes efectos, cambios, eventos o acontecimientos que surjan o resulten de lo siguiente constituirá o será tenido en cuenta para la determinación de si un Efecto Material Adverso ha ocurrido, está ocurriendo o se espera razonablemente que ocurra: cualquier efecto, cambio, evento o acontecimiento (A) que afecte de manera general (1) la industria en que la Compañía y sus subsidiarias operan o (2) la economía, los mercados financieros, de crédito o de capital en los Estados Unidos o en cualquier otro lugar del mundo, incluyendo cambios en las tasas de cambio o tasas de interés, política monetaria o inflación, o (B) en la medida que surjan, resulten de o sean atribuibles a (1) cambios

19 Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization.

20 *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, 2018 WL 4719347 (Del. Ch. Oct. 1, 2018).

o posibles cambios en la Ley o en los Principios Generales de Contabilidad o en los estándares contables, u otros cambios o posibles cambios en la interpretación y ejecución de cualquiera de los anteriores, o cualquier cambio o posibles cambios en general en las condiciones legales, regulatorias, políticas o sociales, (2) la negociación, perfeccionamiento, anuncio o ejecución de este Contrato o la consumación de las Transacciones (excepto para los fines de cualquier declaración y garantía contenida en las Secciones 3.03 (c) y 3.04), incluyendo el impacto de las mismas en las relaciones contractuales o de otro tipo con clientes, proveedores, distribuidores, socios, empleados o entidades reguladoras, o cualquier litigio que surja de reclamaciones de incumplimiento de cualquier deber fiduciario o violación de la Ley relacionada con este Contrato o las Transacciones, (3) actos de guerra (declarados o no declarados), actividad militar, sabotaje, desobediencia civil o terrorismo, o cualquier incremento o deterioro de tales actos de guerra (declarados o no declarados), actividad militar, sabotaje, desobediencia civil o terrorismo, (4) pandemias, terremotos, inundaciones, huracanes, tornados u otros desastres naturales o eventos relacionados con el clima, eventos de fuerza mayor u otros eventos similares, (5) cualquier acción tomada por la Compañía o sus Subsidiarias que sea requerida por este Contrato o por solicitud escrita de sus Matrices, (6) cualquier cambio o posible cambio en las calificaciones crediticias de la Compañía, (7) cualquier disminución en el precio de mercado, o cambio en el volumen de operaciones, de las acciones de la Compañía o (8) cualquier incumplimiento de las proyecciones internas o públicas, pronósticos, orientaciones, estimaciones, hitos, presupuestos o pronósticos financieros u operativos internos o publicados de ingresos, ganancias, flujo de caja o posición de caja (entendiéndose que las excepciones en las cláusulas (6), (7) y (8) no impedirán ni afectarán de otra manera la determinación de que la causa subyacente de cualquiera de dichos cambios, declinaciones o fallas a las que se hace referencia dentro de cualquiera de las excepciones provistas por la cláusula (A) y las cláusulas (B) (1) a (8) de este documento es un Efecto Material Adverso); sin embargo, siempre que cualquier efecto, cambio, evento o acontecimiento a que se hace referencia en la cláusula (A) o las cláusulas (B) (3) o (4) se podrá tener en cuenta para determinar si ha habido, o sería razonable esperar la ocurrencia de un Efecto Material Adverso en la medida en que tal efecto, cambio, evento o acontecimiento tenga un efecto adverso desproporcionado en la Compañía y sus Subsidiarias, en su conjunto, en comparación con otros participantes en la industria en la que la Compañía y sus Subsidiarias operan (en cuyo caso, el impacto o los impactos desproporcionados incrementales se pueden tener en cuenta para determinar si se ha producido, o se espera razonablemente que ocurra un Efecto Material Adverso). [Cursivas originales].

La definición anterior no es extraña en el mercado de las fusiones y adquisiciones, particularmente en Estados Unidos, pues se usan definiciones cada vez más completas e intrincadas. La sección 6.02 del acuerdo de fusión celebrado entre

Akorn y Fresenius contenía una condición precedente a la obligación de fusionarse, consistente en que desde la fecha del acuerdo de fusión no hubiera ocurrido o estuviera ocurriendo ningún efecto, cambio, evento, ocurrencia que, individualmente o en el agregado, tuviera o razonablemente pudiera esperarse que tuviera un efecto material adverso. En su análisis, la Corte de Cancillería llegó a la conclusión de que dicha condición no se cumplió y en tal medida Fresenius, como comprador, estaba facultado para rehusarse a consumar la transacción.

La Corte señala que el primer paso para analizar si ha ocurrido un efecto material adverso es determinar si su magnitud es material o no. Para esto, recurre a los precedentes anteriores, en particular a *In re IBP*, resaltando que un simple contratiempo no es suficiente y que el efecto tiene que ser material, visto desde la perspectiva de un comprador razonable, y a largo plazo. Aclara a renglón seguido que esta es una medida de años y no de meses, citando el caso *Hexion* también como precedente. La Corte cita distintos casos en que se ha estudiado la materialidad de un efecto adverso y concluye que dicha condición dependerá del contexto particular de la empresa y la adquisición. En el caso concreto de Akorn, la Corte se basó en la opinión del experto que señaló que los rendimientos financieros de Akorn habían declinado materialmente desde la fecha de firma del acuerdo de fusión y que las causas de dicho declive eran de una duración significativa.

Como parte de este punto, la Corte debatió también la métrica a utilizar en el análisis de materialidad. Mientras Akorn arguyó que la determinación de si hubo pérdida de valor o no debe hacerse comparando el valor de la compañía previo a la fusión, frente a la entidad resultante de esta, lo que capturaría implícitamente la sinergia de la operación, la Corte consideró que esta no era la métrica adecuada y que el examen debía hacerse de manera independiente, esto es, comparar el desempeño de Akorn en el pasado con el que estaba teniendo al momento del análisis de si se configuró o no un efecto material adverso, y el que se esperaba en el futuro desde ese mismo momento. Al respecto, la Corte fue enfática en que las partes tenían plena autonomía para establecer una métrica distinta, como por ejemplo, la medida contra la entidad resultante de la fusión. Dado que no lo hicieron en su contrato, la Corte aplicó la métrica de Akorn independientemente de la entidad que iba a resultar de la fusión. Akorn también trató de argumentar que a pesar de la disminución del desempeño de la empresa a la fecha, Fresenius iba a poder obtener ganancias como resultado de la fusión, esto es, sin considerar las sinergias propias resultantes y, en tal medida, Fresenius no tenía justificación para no consumar la transacción. La Corte rechazó este argumento también explicando que la definición de efecto material adverso no hace referencia a la capacidad de generación de

ganancias, sino exclusivamente al valor de la compañía objetivo. Nuevamente, la Corte resaltó que las partes podrían perfectamente haber negociado un estándar o criterio distinto, y al no haberlo hecho así, el argumento de Akorn no era de recibo.

La Corte explicó, además, la diferencia entre la cláusula de efecto material adverso y la doctrina del derecho común de la frustración del propósito del contrato (*frustration of purpose*), que provee un escape al comprador si la compañía objetivo sufre una catástrofe durante el periodo interino, esto es, entre la firma y el cierre de la transacción. La Corte de Cancillería consideró que la cláusula de efecto material adverso pactada entre las partes no cumple la función de reiterar una figura que aplica en virtud de la ley, pues esto no solo sería superfluo, sino que las partes sofisticadas no se tomarían el tiempo y el trabajo de discutirlo y negociarlo para incluirlo en sus contratos, si ya existiera una solución jurídica frente al evento de un cambio material adverso antes de la fecha de cierre. Las partes, en virtud del principio de la autonomía de la voluntad privada, pueden perfectamente pactar otro estándar más bajo, tal como el de “materialidad”, para efectos de tener un escape a la obligación del cierre de la transacción, sin necesidad de cumplir con el alto estándar requerido en la teoría de la frustración del propósito del contrato. En otras palabras, la voluntad de las partes les permite prever en sus contratos que existan cambios que, a pesar de no constituir base suficiente para invocar la doctrina de la frustración del propósito, sí son suficientes para calificar una situación como un cambio material adverso y, por tanto, objeto de sufrir los efectos que decidan pactar en su contrato.

La Corte afirma que es una práctica común en la industria de las fusiones y adquisiciones que los riesgos endógenos, en particular los relativos a la conducción del negocio, sean atribuidos al vendedor, mientras que los riesgos exógenos son asumidos por el comprador. Dice la Corte que usualmente esta distribución se logra a través de una definición general de lo que constituye un efecto material adverso, y a renglón seguido establecer los supuestos exceptuados. Bajo la definición específica de efecto material adverso del contrato de fusión, Fresenius asumía los riesgos de industria que pudieran afectar a Akorn, sin embargo la Corte concluyó que el desajuste en los rendimientos de Akorn no fue fruto de un riesgo de industria y, en esta medida, no se encontraba exceptuado de la definición de cambio material adverso del contrato. Al no estar exceptuado expresamente, era Akorn quien corría con dicho riesgo.

Finalmente, la Corte hace un análisis de si Fresenius había tenido conocimiento y aceptado los riesgos que llevaron a que se produjera el efecto material adverso. Este aparte del fallo es de gran importancia, pues la Corte señala que la

autonomía de la voluntad privada es un pilar del sistema jurídico, en particular del de Delaware, y por consiguiente no corresponde al juez interferir en los pactos de los contratantes y desconocer el contrato cuando las partes han manifestado su voluntad. Al respecto se refiere expresamente a los precedentes de *In re IBP* y *Hexion*, y señala claramente que estas decisiones judiciales no pretendían establecer un único estándar que gobernara la interpretación de todas las cláusulas de efecto material adverso. Con esto, abre la puerta a discusiones nuevas e interpretaciones distintas por parte de la Corte.

La definición de efecto material adverso era utilizada en otra sección del contrato como un calificador de la declaración y garantía relativa al cumplimiento de normas regulatorias que fueran aplicables a la compañía objetivo. En palabras de la Corte, esta hace un análisis de si también se configuró un efecto material adverso “regulatorio”. El aparte pertinente de la declaración y garantía (sección 3.18) señalaba que Akorn y sus subsidiarias se encontraban en cumplimiento de las leyes aplicables en materia regulatoria “excepto en los casos en que no se esperara razonablemente que dicho incumplimiento, individualmente o conjuntamente, pudiera causar un Efecto Material Adverso”. A su vez, la sección 6.02(a) del contrato establecía que las declaraciones y garantías del vendedor, expuestas en la sección 3.18, debían ser ciertas a la fecha de cierre, esto es, el *bringdown* de las declaraciones y garantías. Así, la mecánica del contrato implicaba que si esta declaración y garantía no era cierta, entonces no se cumplía con una de las condiciones precedentes para la obligación del cierre del comprador y, por tanto, este era libre de negarse a cerrar o consumir la transacción.

Lo que se evidencia en el fallo es que parte de los hallazgos de Fresenius en el periodo interino muestran que la declaración y garantía anterior se estaba incumpliendo por parte de Akorn. La Corte, entonces, analizó si dicha declaración y garantía se había incumplido o no. Para hacer dicho análisis, el estándar aplicable fue el mismo de la definición de efecto material adverso contenido en el contrato, pues se trataba de una declaración y garantía calificada por este mismo estándar. La Corte llegó a la conclusión de que, efectivamente, Akorn había incumplido dicha declaración y garantía y determinó:

Al agregar el calificativo de EMA [Efecto Material Adverso], las partes no cambiaron la naturaleza de la declaración ni su función como distribución de riesgo; el calificativo en cambio se refería al grado de desviación de la declaración que es permisible antes de que la declaración sea considerada como inexacta. [Traducción libre].

La Corte señaló que el hecho de que el comprador tenga conocimiento de un potencial incumplimiento no le impide que lo alegue, pues lo que importa es que las partes hayan asignado dicho riesgo a la declaración y garantía para que, en caso de incumplimiento de esta, ciertos derechos del contrato se desencadenen y pongan en efecto.

La interpretación restringida que la Corte de Cancillería venía haciendo había sido ampliamente criticada por la doctrina porque le restaba efectos a la voluntad de las partes. Con este pronunciamiento se abrió el debate nuevamente, pues la Corte se mostró como un foro más consciente de las necesidades que las partes buscan suplir a través de la cláusula de cambio material adverso, lo cual ha sido decisivo para futuros contratantes.

3.5. Comentario frente a la cláusula de cambio material a la luz de la crisis del COVID-19

La crisis generada por la pandemia del COVID-19 plantea varias preguntas en relación con la aplicación de la cláusula de cambio material adverso. En general, las transacciones celebradas con posterioridad al inicio de la pandemia han abordado los efectos de esta de manera clara y expresa en la redacción de los contratos. Así, fue común que contratos celebrados en el 2020 incluyeran una distribución de los riesgos derivados de dicha situación y determinaran que, por ejemplo, los efectos de la pandemia o las medidas adoptadas por las entidades regulatorias para enfrentarla no constituirían un cambio material adverso. También las partes han optado por incluir ciertas declaraciones y garantías en las cuales reconocen la ocurrencia de la pandemia y de posibles efectos para las partes o la compañía objetivo, así como algunas excepciones a las cláusulas de manejo de la empresa y de actividades permitidas durante el periodo interino. La precisión en la redacción de este tipo de cláusulas y sus excepciones es por supuesto fundamental, pues a la hora de interpretación ante una eventual disputa el juez del contrato se guiará por lo estipulado por las partes.

La pregunta álgida es qué pasa en el caso de aquellas transacciones que se habían firmado antes de la pandemia y estaban destinadas a cerrar con posterioridad. A la fecha no hay precedentes colombianos disponibles ni por parte de las cortes ni de los tribunales de arbitramento, de manera que es difícil tratar de predecir qué pasaría ante un eventual litigio en este sentido. Naturalmente, por el carácter eminentemente contractual, la interpretación de si la pandemia causada por el virus del COVID-19 constituye o no un cambio material adverso dependerá de cada contrato de adquisición.

La Corte de Cancillería de Delaware tuvo la oportunidad de pronunciarse en el caso *In AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC*²¹, donde estableció que los efectos de la pandemia no constituían un efecto material adverso bajo un contrato celebrado por las partes, ya que la definición de este incluía la palabra “calamidades” como una de las exclusiones para la aplicación de esta figura y, por tanto, el comprador no podría invocar que esta se había configurado y, en consecuencia, no cerrar la transacción. A renglón seguido la Corte de Cancillería señaló que, a pesar de que no se configuró un efecto material adverso, el comprador de todas maneras podía terminar el contrato de fusión en razón de que la empresa objetivo había violado ciertas obligaciones con respecto a las acciones permitidas para realizar en el período interino. A pesar de ser un precedente extranjero, este pronunciamiento puede servir como guía de lo que una corte nacional o un tribunal de arbitramento buscaría estudiar ante un escenario similar.

En un pronunciamiento posterior²², la Corte de Cancillería estableció que los compradores no tenían derecho a terminar un contrato de compraventa de acciones firmado el 6 de marzo de 2020 alegando que había ocurrido un efecto material adverso, pues consideró que en la realidad este no había ocurrido y que la compañía objetivo seguía operando en su curso normal de negocios a pesar de la pandemia. Señaló, además, que para que el comprador pudiera terminar el contrato de compraventa de acciones válidamente, debió haberse probado que había o que era razonable esperar que hubiera un cambio adverso sobre un periodo comercialmente razonable, trayendo a colación lo dicho en *Hexion Specialty Chems. Inc. vs Huntsman Corp.* Adicionalmente, determinó que en este caso existía una excepción a los eventos de efecto material adverso si la pandemia no afectaba de manera desproporcionada a la empresa objetivo, comparada con otras de la misma industria, lo cual no era el caso.

En este momento (agosto 2022) los efectos de la pandemia hasta ahora se están empezando a vislumbrar y es posible que en los meses siguientes haya mayor indicación de sus posibles implicaciones en el marco de la cláusula de cambio material adverso.

21 *AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC*, 2020 WL 7024929 (Del.Ch., 2020)

22 *Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc, et al.*, C.A. No. 2020-0282-KSJM (Del. Ch. April 30, 2021) (McCormick, V.C.)

4. Cláusula de cambio material adverso a la luz del sistema jurídico colombiano

Como se ha señalado a lo largo de este texto, la institución cambio material adverso es de naturaleza contractual y no aplica supletivamente en el evento de que las partes no la incluyan expresamente en su contrato. Esto es cierto no solo en los estados de Nueva York y Delaware como se describió anteriormente en detalle, sino también bajo la ley colombiana. En este entendido, a continuación se analiza la diferencia que existe entre la cláusula de cambio material adverso y otras propias del derecho civil como la fuerza mayor, y la interpretación y alcance que las cortes o tribunales arbitrales colombianos han hecho de esta figura jurídica.

4.1. La cláusula de cambio material adverso y el concepto de fuerza mayor

El concepto de fuerza mayor se encuentra definido en el artículo 64 del Código Civil colombiano, subrogado por el artículo 1 de la Ley 95 de 1890 como “el imprevisto a que no es posible resistir, como un naufragio, un terremoto, el apresamiento de enemigos, los autos (sic) de autoridad ejercidos por un funcionario público, etc.” La figura fuerza mayor ha sido estudiada ampliamente por la jurisprudencia, en particular por la Corte Suprema de Justicia, quien interpretando la norma citada ha determinado que los elementos para la configuración de la fuerza mayor son los siguientes: (i) la imprevisibilidad del evento, esto es, que el suceso no haya podido ser racionalmente previsto; (ii) la irresistibilidad del evento, es decir, que el suceso ponga al deudor de la obligación en una situación absoluta de no poder cumplir con su prestación; y (iii) que el evento no sea imputable al deudor o la parte que pretenda invocarla²³.

Con una simple lectura de la definición anterior y de la forma como ha sido interpretada y glosada por las cortes colombianas, es claro que la cláusula de efecto material adverso es completamente distinta de la de fuerza mayor. En principio parece haber gran similitud, pues la fuerza mayor también es una figura de distribución de riesgos entre las partes. Sin embargo, esta distribución de riesgos es de carácter legal y ha sido interpretada como una causal de exoneración de responsabilidad civil, que exige que se cumplan en su totalidad los tres presupuestos

23 Véase Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, sentencias del 13 de diciembre de 1962, del 23 de junio de 2000 y del 29 de abril de 2005.

anteriormente mencionados. Lo anterior en contraposición a una institución netamente contractual que depende de la autonomía de la voluntad de los contratantes.

El concepto de cláusula de cambio material adverso no se basa en la imposibilidad o imprevisibilidad del hecho sobreviniente. Justamente las partes son conscientes y pactan expresamente qué eventos son considerados cambios materiales adversos y las consecuencias en caso de que estos se configuren. En los precedentes estudiados en este aparte hemos visto cómo un impacto en la utilidad operacional de la empresa objetivo puede ser considerado un cambio material adverso, a pesar de que dicho evento no imposibilitaba realizar la transferencia de las acciones al comprador. Como se explicó anteriormente, la función principal de la cláusula de cambio material adverso es la de distribuir posibles riesgos entre la firma y el cierre, por eventos que le ocurran a la empresa objetivo, a través de la satisfacción o no de una condición suspensiva. A la hora de aplicar la condición las partes solo deben verificar si, en efecto, se configuró un cambio material adverso o no según la definición propia del contrato de compraventa, mas no deben revisar necesariamente si dicho cambio genera o no una situación que imposibilite cerrar el contrato o haber sido previsto por las partes.

4.2. Interpretación de tribunales arbitrales en Colombia

Al igual que en Estados Unidos, en Colombia la institución cambio material adverso es de naturaleza contractual y no aplica supletivamente en el evento de que las partes no la incluyan expresamente en su contrato. No existe una norma que establezca los mismos efectos de distribución de riesgos que realiza esta cláusula. En el apartado siguiente se analizan las potenciales similitudes de este concepto con figuras propias del derecho civil, pero antes corresponde examinar si las cortes colombianas se han referido a la mencionada cláusula.

A pesar de que la cláusula de cambio material adverso es de común utilización en el contexto de las fusiones y adquisiciones en Colombia, no es corriente que este tipo de transacciones termine en las cortes o en tribunales de arbitramento, por lo cual la interpretación y estudio que las cortes y los tribunales han hecho de esta institución y de otras propias de este tipo de contratos no es abundante, solo se han podido identificar dos laudos de tribunales de arbitramento que se han pronunciado al respecto. El primer tribunal fue el de *Bancolombia S.A. contra Jaime Gilinski Bacal*²⁴. En dicho laudo se transcribe parte del contrato de promesa

24 *Bancolombia S.A. v. Jaime Gilinski Bacal*, laudo arbitral del 30 de marzo de 2006, Cámara de Comercio de Bogotá.

de compraventa de acciones, sin embargo el fallo no analiza ningún problema jurídico directamente relacionado con la definición de efecto material adverso y los efectos de dicha cláusula. Posteriormente, en el laudo *Cadena S.A contra Legislación Económica S.A. - LEGIS S.A. y otros*, el tribunal de arbitraje sí discutió esta institución de fondo²⁵. Cadena, la convocante o la compradora de las acciones de Logoformas (empresa objetivo), demandó a los vendedores alegando que se le debían indemnizar perjuicios por incumplimiento del contrato de compraventa, pues existían irregularidades contables en la compañía objetivo que generaban un efecto material adverso en los términos del contrato. El tribunal analizó la ocurrencia o no de un efecto material adverso de conformidad con lo que las partes pactaron en su contrato y con especial apego a la definición que estas habían incluido en su acuerdo. El problema jurídico planteado por el tribunal fue si las variaciones en el patrimonio o las utilidades operacionales de la compañía objetivo producían o no un efecto material adverso en los términos previstos en el contrato de compraventa. Al efecto utilizó la ayuda del peritaje financiero para comparar las cifras, cuantificar el efecto real de la variación en el patrimonio y el impacto en la utilidad de las operaciones en la compañía, luego de lo cual concluyó que la variación en el patrimonio fue de menos del 5 % del valor de la compañía, lo que en términos relativos representaba solo el 0.6 %. Como consecuencia, la variación en el patrimonio no se consideró constitutivo de un efecto material adverso por parte del tribunal. El impacto en la utilidad operacional fue del 7.42 %, lo que superaba el umbral del 5 % pactado por las partes y, por tanto, sí constituyó un efecto material adverso bajo el contrato. Lastimosamente el laudo no transcribe la definición de efecto material adverso, lo que no permite entender la totalidad del análisis que llevó a cabo el tribunal con la ayuda del peritaje financiero. Al parecer, la cláusula incluía un elemento cuantitativo que sirvió de guía al tribunal para determinar la “materialidad” o “sustancialidad” del efecto en las utilidades operacionales.

Como consecuencia de lo anterior, el tribunal señala que la condición precedente pactada, consistente en la no ocurrencia de un efecto material adverso, no se cumplió a la fecha de cierre, lo cual de haberse identificado en su momento habría impedido el nacimiento de las obligaciones de cierre que emanaban del contrato y, en consecuencia, Cadena no habría estado obligada a consumir la transacción²⁶.

25 Cadena S.A v. Invertlc S.A.S, Poetac Cano y Cía S en C, Pesaj Inversiones Limitada, Asesores Gerenciales Tcal S.A., Amalia Caldas C.G. y Cía S en C, Invermcc S.A.S., Inverpcc S.A.S, Legislación Económica S.A. Legis S.A., Inver Roberca S.A.S., Inversiones DCG Ltda., Jesús María Beltrán Polo, Consuelo Caldas Cano, Luz Ángela Caldas Cano, Roberto Caldas Cano y Salomón Tobar Díaz, laudo arbitral del 5 de septiembre de 2012, Cámara de Comercio de Bogotá.

26 Ibid., 100 y ss.

Dado que la transacción ya se había consumado al momento del fallo del tribunal arbitral, el recurso existente para la parte convocante era la solicitud de indemnización de perjuicios en los términos del contrato. El tribunal procedió con la estimación de perjuicios y condenó a los vendedores a pagar una suma por tal concepto.

A pesar de contar con un solo precedente relevante, en este se aplica la mecánica adecuada para el análisis de la cláusula de cambio material adverso, sin embargo, como el cierre ya había ocurrido, esta perdió su mayor función como condición precedente, aunque dio lugar a que la convocante pudiera obtener una indemnización de perjuicios. Finalmente es de resaltar que, en este caso, el tribunal arbitral no asoció la figura efecto material adverso a ninguna otra propia del sistema jurídico colombiano.

Conclusiones

A pesar de su origen anglosajón y de derecho común, la cláusula de cambio material adverso ha permeado la práctica de fusiones y adquisiciones en Colombia. Poco a poco esta institución está siendo empleada en más contratos que se rigen por la ley colombiana y ya no solo se circunscribe al ámbito de las fusiones y adquisiciones, sino que se empieza a ver de manera recurrente en operaciones de crédito, garantías, contratos sofisticados de construcción, entre otros.

Las distintas funciones de esta cláusula hacen que sea de mayor uso, pues puede tener efectos distintos según la voluntad de las partes contratantes. En ocasiones, en una misma operación o contrato se ven pactadas todas las funciones que se han examinado en este texto, mientras en otras se ve reflejada solo una o algunas de estas, lo que pone en evidencia la flexibilidad de esta institución para amoldarse al acuerdo contractual.

A pesar del amplio desarrollo doctrinal y jurisprudencial en otras jurisdicciones, como es el caso particular del estado de Delaware, en Colombia existe muy poco material doctrinal y menos aún jurisprudencial que permita entender sus efectos en el sistema jurídico colombiano, y la interpretación que jueces y árbitros harían de ella en situaciones de disputa entre contratantes. Corresponde a la academia seguir estudiando esta y otras figuras similares con orígenes foráneos que son de uso cada vez más común en contratos regidos por la ley colombiana, con el ánimo de brindar claras interpretaciones frente a las posibles consecuencias jurídicas de este tipo de pactos. Finalmente, las partes no están más que distribuyendo

riesgos entre ellas en el marco de la autonomía de su voluntad privada, principio fundamental de nuestro ordenamiento de derecho privado.

Asimismo, al momento de redactar o interpretar la cláusula de cambio material adverso es importante mantener siempre en mente la diferencia entre esta y otras instituciones que pueden parecer similares a primera vista como, por ejemplo, la fuerza mayor. Según se explicó a lo largo de este artículo, el concepto de cláusula de cambio material adverso no se basa en la imposibilidad o imprevisibilidad del hecho sobreviviente como lo hace la fuerza mayor, demostrando la diferencia fundamental entre ambas. En atención a que la cláusula de cambio material adverso es netamente contractual, atípica e importada de otros sistemas jurídicos, las partes deben ser absolutamente claras en sus contratos respecto a cuál es el efecto en el evento en que se configure tal situación. De lo contrario, un juez o árbitro quedará en la oscuridad al momento de interpretarla y determinar los posibles efectos. La redacción de la definición, la aplicación y los efectos de un cambio material adverso serán determinantes para fines de interpretar la verdadera voluntad de las partes al momento de distribuir los riesgos en sus contratos.

Es posible que, como consecuencia de la emergencia ocasionada por el COVID-19, se sigan dando litigios sobre la ocurrencia o no de cambios materiales adversos que afecten el cumplimiento o la ejecución de ciertos contratos. En la medida en que esto ocurra existirá un cuerpo de jurisprudencia y laudos arbitrales más abundante para seguir con el estudio de esta figura jurídica.

Bibliografía

AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC, 2020 WL 7024929 (Del.Ch., 2020).

Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG, 2018 WL 4719347 (Del. Ch. Oct. 1, 2018).

“2017 Private Target M&A Deal Point Study. A Project of the Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee of the Mergers & Acquisitions Committee.” *American Bar Association*, https://www.americanbar.org/digital-asset-abstract.html/content/dam/aba/administrative/business_law/deal_points/2017_private_study.pdf

Bancolombia S.A. v. Jaime Gilinski Bacal. Laudo arbitral del 30 de marzo de 2006. Cámara de Comercio de Bogotá.

Cadena S.A v. Invertlc S.A.S, Poetac Cano y Cia S en C, Pesaj Inversiones Limitada, Asesores Gerenciales Tcal S.A., Amalia Caldas C.G. y Cia S en C, Invermcc S.A.S., Inverpcc S.A.S, Legislación Económica S.A. Legis S.A., Inver Roberca S.A.S., Inversiones DCG Ltda., Jesús María Beltrán Polo, Consuelo Caldas Cano, Luz Ángela Caldas Cano, Roberto Caldas Cano y Salomón Tobar Díaz. Laudo arbitral del 5 de septiembre de 2012. Cámara de Comercio de Bogotá.

Cárdenas, Juan Pablo. "Causa extraña como eximente de responsabilidad." En *Derecho de las Obligaciones*. Bogotá: Universidad de los Andes-Temis, 2018.

Colombia. Código Civil.

Colombia. Código de Comercio.

Colombia. Código General del Proceso.

Colombia. Ley 1340 de 2009.

Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia del 13 de diciembre de 1962.

Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia del 23 de junio de 2000.

Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia del 29 de abril de 2005.

Frontier Oil Corp. v. Holly Corp., 2005 WL 1039027 (Del. Ch. Apr. 29, 2005).

Gilson, Ronald J. and Alan Schwartz. *Understanding Macs: Moral Hazard in Acquisitions*. February 2004, <https://ssrn.com/abstract=515105>

Harrison, Christopher. *Make the Deal: Negotiating Mergers and Acquisitions*. Hoboken: Bloomberg Financial. 2016.

Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp., 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008).

In Re: IBP, Inc. Shareholders Litigation, 789 A.2d. 14 (Del. Ch. 2001).

Kotran, Stephen M. "Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions." *Practical Law*. 2021, [https://practicallawconnect.thomsonreuters.com/Document/I03f4d93deee311e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?productData=categoryPageUrl%3AHome%2FPracticalLawConnect%2FCorporateandMA160%2FCorporateandMAPrivateEquity%2FPrivateEquityDraftNegotiateAcquisitionDocumentsforBuyoutPrivateTarget%2FDraftNegotiateAcquisitionDocumentsforBuyoutPrivateTargetDraftNegotiateAcquisitionAgreements&navId=54364496FF5C978625FFCB9A44458DAE&transitionType=CategoryPageItem&contextData=\(sc.Default\)](https://practicallawconnect.thomsonreuters.com/Document/I03f4d93deee311e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?productData=categoryPageUrl%3AHome%2FPracticalLawConnect%2FCorporateandMA160%2FCorporateandMAPrivateEquity%2FPrivateEquityDraftNegotiateAcquisitionDocumentsforBuyoutPrivateTarget%2FDraftNegotiateAcquisitionDocumentsforBuyoutPrivateTargetDraftNegotiateAcquisitionAgreements&navId=54364496FF5C978625FFCB9A44458DAE&transitionType=CategoryPageItem&contextData=(sc.Default))

Mercantil Galerazamba y Cia S.C.A. y Gabriel Hernán Rafael Echavarría obregón v. Muñoz Merizalde & CIA. S. en C. y Fernando Daniel Muñoz Merizalde. Laudo arbitral del 24 de septiembre de 2020. Cámara de Comercio de Bogotá.

Miller, Robert T. “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements.” *William. & Mary Law Review* 50, (2009), <https://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol50/iss6/4>

Ordóñez Arias, Paola. “Validez y efectos de cláusulas de limitación de responsabilidad en contratos de compraventa de acciones en Colombia.” *Revista de Derecho Privado*, n.º 49, (2013): 1-33. <https://repositorio.uniandes.edu.co/bitstream/handle/1992/47633/clausulas-limitacion-responsabilidad-contratos-compraventa-acciones-colombia.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Schwartz, Andrew A. “A “standard clause analysis” of the frustration doctrine and the material adverse change clause.” *UCLA Law Review* 57, n.º 9-15 (2010). <https://scholar.law.colorado.edu/articles/451>

Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc, et al., C.A. No. 2020-0282-KSJM (Del. Ch. April 30, 2021) (McCormick, V.C.).

Zuleta Londoño, Alberto. “La influencia norteamericana en el derecho colombiano de contratos.” En *Estudios de derecho privado*, tomo II. Liber Amicorum en homenaje a César Gómez Estrada. Bogotá: Universidad del Rosario, 2009.