

# Inversión ESG y M&A: impactos en las declaraciones y garantías desde la perspectiva legal inglesa y colombiana

DOI: <http://dx.doi.org/10.19053/26652714.06.04>

## Resumen

La inversión sostenible se ha incrementado en los últimos 30 años, es ahora una tendencia y se espera que crezca aún más en el futuro próximo. Si bien los lineamientos voluntarios siguen siendo importantes, el marco legal vinculante para la inversión ESG se está intensificando en Europa, y trae nuevos estándares, más estrictos, vinculantes y exigibles que buscan principalmente aumentar la transparencia a través de obligaciones de reporte de información de ESG. Los contratos de M&A se verán afectados por la inversión ESG, entre otras, por potenciales variaciones en cláusulas como las declaraciones y garantías. Las garantías específicas de ESG se verán con más frecuencia en los contratos de M&A y, su crucial relevancia en ciertas operaciones con factores determinantes en ESG, justifican un análisis en relación con las consecuencias jurídicas derivadas de su incumplimiento en derecho anglosajón (*common law*), como el inglés, y en derecho continental (*civil law*), como el colombiano.

## Palabras clave

Inversión ESG, sostenibilidad corporativa, fusiones y adquisiciones, declaraciones y garantías, derecho comercial, derecho contractual.

\* Abogado de la Universidad CES, especialista en Derecho Comercial de la Universidad del Rosario y LLM con distinción en Corporate & Commercial Law de University of Dundee. Actualmente es asociado del equipo de derecho corporativo y M&A de Serrano Martínez CMA. Correo electrónico: [sergioarias17@hotmail.com](mailto:sergioarias17@hotmail.com).

## ESG investment and M&A: impacts on representations and warranties from the English and Colombian legal perspectives

### Abstract

Sustainable investment has increased over the past 30 years, now emerging as a trend and expected to further grow in the near future. While voluntary guidelines remain significant, the legal framework for ESG investment is strengthening in Europe, introducing new, stricter, binding, and enforceable standards primarily aimed at enhancing transparency through ESG-related reporting obligations. M&A contracts will be affected by ESG investment, among others, due to potential variations in clauses such as representations and warranties. ESG bespoke warranties will be more commonly seen in M&A contracts, and their crucial relevance in certain ESG-oriented transactions justifies an analysis regarding the legal consequences arising from their breach in Anglo-Saxon law (common law), such as English law, and in continental law (civil law), such as Colombian law.

### Keywords

ESG investment, corporate sustainability, mergers and acquisitions, representations and warranties, commercial law, contractual law.

## 1. Introducción

Los asuntos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG por sus siglas en inglés) han cobrado mayor relevancia en la última década a partir de la inclusión de estrategias ESG por parte de empresas en las que se destacan objetivos relacionados con, entre otras, la reducción de emisiones nocivas para el medio ambiente, la diversidad y la protección de sus empleados y la implementación de prácticas de buen gobierno.<sup>1</sup> El reporte de datos ESG (*ESG reporting*) ha aumentado en los últimos años como resultado de una expansión de las reglas de revelación voluntaria y obligatoria, así como de las actividades de reporte por parte de empresas que han sido requeridas para divulgar información no financiera por parte de la comunidad inversionista.<sup>2</sup> Ahora, la inversión sostenible (también llamada *ESG investment*) es considerada una tendencia y se ha convertido en una de las principales prioridades en la gestión y administración de activos.<sup>3</sup> En un análisis reciente de fusiones y adquisiciones (M&A por sus siglas en inglés) en el Reino Unido, la selección de activos *target* basada en factores ESG y las implicaciones negativas de tener un mal desempeño ESG para las oportunidades de financiamiento fueron reconocidas como tendencias relevantes en M&A.<sup>4</sup>

La inversión sostenible y M&A pueden coexistir en transacciones donde el comprador tiene como objetivo adquirir los activos o acciones del vendedor con el propósito de mejorar su desempeño ESG. Esta fusión entre la inversión ESG y M&A resulta en una transacción de M&A orientada a ESG, es decir, una operación de M&A en la que el principal o uno de los impulsores más importantes es el desempeño ESG del activo *target*. Desde 2020 ya se anticipaba que el crecimiento de las revelaciones de información ESG y el interés de los inversionistas en el desempeño ESG afectarían todos los aspectos de M&A, incluida la selección de activos *target* y la debida diligencia.<sup>5</sup> Más tarde, en 2021, la predicción se confirmó, las

- 1 David Freiberg *et al.*, "How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors". *Harvard Business School*, Working Paper n.º 20-056 (2020): 4.
- 2 George Serafeim y Aaron Yoon, "Understanding the Business Relevance of ESG Issues". *Journal of Financial Reporting* n.º 7 (2022): 207.
- 3 Doron Avramov *et al.*, "Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty". *Journal of Financial Economics* n.º 145 (2022): 642.
- 4 Shearman & Sterling LLP, "Private Mergers and Acquisitions in the UK: Overview". *Thomson Reuters* (2022): 2-4.
- 5 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, "The Coming Impact of ESG on M&A". *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz* n.º W/3669991 (2020): 1-2.

inversiones ESG alcanzaron nuevos récords. Se lograron nuevos avances regulatorios en términos de divulgación y cumplimiento, y se previó que se desarrollarían “inversiones contractuales” en cláusulas como las declaraciones y garantías (R&W por sus siglas en inglés) para mitigar riesgos ESG.<sup>6</sup>

Actualmente, los criterios ESG son considerados una de las prioridades más importantes que impactan la política, el derecho, la economía, las finanzas, así como los asuntos sociales y ambientales.<sup>7</sup> Los desafíos del cambio climático han llevado a la Unión Europea (UE) a introducir políticas y regulaciones relacionadas con ESG con el fin de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero a cero neto para el año 2050.<sup>8</sup> Esto ha creado el ambiente y la atmósfera ideales para promover la inversión ESG e incentivar a las corporaciones a operar de manera sostenible.

En Colombia, la práctica de fusiones y adquisiciones ha sido influenciada por las jurisdicciones anglosajonas, al incorporar las R&W —de origen anglosajón— en los contratos adquisitivos, seguidas típicamente por *remedies* indemnizatorios a través de cláusulas de indemnidad. De esta forma, ante la falsedad o inexactitud de alguna R&W, se activa la obligación de pagar pérdidas que se generen derivadas de dicha falsedad o inexactitud, sin que sea usual que exista algún derecho de terminación del contrato ante esta ocurrencia. No obstante, podría preguntarse qué ocurre con las R&W que, de acuerdo con su naturaleza y relevancia en el contrato, resulten fundamentales para la operación particular. Al respecto, es cierto que es común que los contratos en M&A incluyan una sección de R&W fundamentales y que su tratamiento en la sección de indemnidad es especial, pues normalmente no están sujetas a ningún límite cuantitativo ni temporal. Sin embargo, bien podrían también existir R&W que, a pesar de no estar clasificadas como fundamentales, lo sean en realidad según el contexto de la operación respectiva. Así, por ejemplo, podría ocurrir que una R&W orientada a ESG, incluso estando dentro de las garantías generales sin gozar de ningún atributo especial en el contrato, resulte determinante para un comprador cuyo objetivo al realizar la operación es mejorar sus estándares de sostenibilidad corporativa o simplemente invertir en un activo estratégico desde la perspectiva de ESG.

6 Andrew Brownstein y Carmen Lu, publicado en “ESG and M&A in 2022: From Risk Mitigation to Value Creation”. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, enero 24 2022, <https://corp.gov.law.harvard.edu/2022/01/24/esg-and-ma-in-2022-from-risk-mitigation-to-value-creation>.

7 Paul Watchman, “What is ESG and why does it matter? or what’s ESG got to do with it?”. *Scottish Planning and Environmental Law* (2022): 1.

8 William Fletcher y Craig Smith, *Reaching Net Zero: What It Takes to Solve the Global Climate Crisis* (Amsterdam: Elsevier, 2020), 9-10.

Estos antecedentes justifican el análisis de la estructura de los contratos de M&A utilizados en inversión ESG para, además de explicar y detallar el estado del arte en la materia, determinar si, a través de un análisis de derecho comparado entre el derecho inglés y el colombiano, la falsedad o inexactitud de una R&W orientada a ESG puede generar la terminación del contrato de M&A. Mediante la investigación legal enfocada en R&W y la revisión de los impactos de las operaciones de M&A orientadas a ESG, este análisis podría servir para anticipar posibles consecuencias legales que pueden diferir de las transacciones de M&A tradicionales.

Para poder resolver esta pregunta, el autor ha considerado fundamental (i) explicar y desarrollar el contexto actual en materia de inversión ESG, pues es este en el que se enfocará el análisis legal; (ii) determinar si efectivamente existe un nexo entre la inversión ESG y los contratos de M&A, pues en tanto las R&W por evaluar son orientadas a ESG, será necesario entender cómo se relacionan la industria de inversión sostenible o ESG y este tipo de contratos; y (iii) evaluar la naturaleza jurídica de las R&W bajo las leyes inglesa y colombiana, de acuerdo con decisiones judiciales y arbitrales relevantes, pues será a través de este análisis que se podrán dar conclusiones jurídicas en relación con la pregunta por resolver, teniendo en consideración el contexto en el que se analiza.

Este artículo está dividido en seis capítulos, a saber: (i) introducción; (ii) inversión ESG; (iii) la interacción de la inversión ESG con las fusiones y adquisiciones; (iv) las declaraciones y garantías bajo la ley inglesa y la ley colombiana; (v) garantías sobre ESG en contratos de M&A: ¿su incumplimiento puede dar lugar a la terminación del contrato?; y (vi) conclusión.

## 2. Inversión ESG

### 2.1. Concepto general

A diferencia de las inversiones tradicionales, que se centran únicamente en la búsqueda de rendimientos financieros, la inversión ESG, también llamada “inversión sostenible”, ha sido definida como una actividad que proporciona tanto rendimientos financieros como sociales.<sup>9</sup> Se realiza evaluando información no financiera y determinando en qué medida una empresa está comprometida con los factores

9 Tadahiro Nakajima *et al.*, *ESG Investment in the Global Economy* (Singapore: Springer, 2021), 1.

ESG.<sup>10</sup> Se ha considerado que existen tres tipos de selección al utilizar factores ESG para el proceso de toma de decisiones de inversión.<sup>11</sup> Primero, la selección pasiva, en la que las decisiones de inversión se toman con base en índices que incorporan puntos de referencia ESG. Segundo, la selección positiva, que determina ciertas características que deben cumplirse antes de incluir una inversión en un portafolio. Algunas de esas características podrían ser una buena gobernanza corporativa, un rendimiento ambiental superior y relaciones laborales sólidas. Finalmente, la selección negativa, que busca excluir empresas de acuerdo con su desempeño ESG, por ejemplo, excluyendo empresas dentro de las industrias del tabaco o el alcohol, o empresas con estándares laborales deficientes.<sup>12</sup>

Durante los últimos 30 años se ha marcado una expansión y desarrollo de la inversión sostenible en los principales mercados globales. En 1992, se llevó a cabo la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Medio Ambiente y Desarrollo en Río de Janeiro, Brasil. Como resultado, se emitió la Agenda 21, un programa mediante el cual el mundo se estaba preparando para los desafíos del siglo XXI, y que marcó el inicio de un nuevo acuerdo global para el desarrollo sostenible.<sup>13</sup> Un objetivo claro de la Agenda 21 es integrar las preocupaciones ambientales en la toma de decisiones,<sup>14</sup> para lo cual las corporaciones multinacionales deben priorizar la gestión ambiental,<sup>15</sup> y los gobiernos deben fomentar que el sector privado establezca fondos de *venture capital* para participar en proyectos de desarrollo sostenible.<sup>16</sup>

De esta manera, el papel social de las empresas a finales del siglo XX evolucionó. La ficción legal de las sociedades adquirió más fuerza y las compañías comenzaron a ser vistas como miembros de la sociedad. Esto provocó, en general, que las compañías se identificaran no solo como entidades económicas, sino también como participantes en la vida del mundo y la comunidad humana, y, por lo tanto, como responsables de los impactos de sus actividades en el planeta.<sup>17</sup>

10 Stefan Leins, “ ‘Responsible Investment’: ESG and the Post-Crisis Ethical Order”. *Economy and Society* n.º 49 (2020): 72.

11 Freshfields Bruckhaus Deringer, “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” *Freshfields Bruckhaus Deringer* (2005): 25.

12 *Ibíd.*

13 United Nations Conference on Environment & Development Rio de Janeiro, Brazil, 3 to 14 June 1992.

14 *Ibíd.*, 4.

15 *Ibíd.*

16 *Ibíd.*, 291.

17 James Weber y David Wasieleski, *Corporate Social Responsibility* (Bingley: Emerald Publishing, 2018), 21.

## 2.2. El papel de los fondos de pensión en la historia de la inversión sostenible

Uno de los hitos que estableció un antes y un después para la inversión ESG a gran escala fue la *Calvert Letter* de 1998 en Estados Unidos. Calvert Group Ltd. solicitó, ante el Departamento de Trabajo de Estados Unidos, una opinión consultiva en relación con la aplicación de las reglas de responsabilidad fiduciaria del *Employee Retirement Income Security Act of 1974* (ERISA),<sup>18</sup> que fue promulgada después de algunas acusaciones contra los fiduciarios del plan de inversión, quienes presuntamente estaban llevando a cabo actividades cuestionables, como manipulación de acciones y cobro de costos administrativos excesivos, aprovechándose de la débil regulación de los planes privados de pensiones y bienestar.<sup>19</sup>

Calvert Group Ltd. solía trabajar como un fondo socialmente responsable. En resumen, el fondo evaluaba primero las inversiones potenciales desde una perspectiva financiera y luego tenía en consideración ciertos criterios sociales para tomar una decisión de inversión.<sup>20</sup> Sin embargo, según ERISA, la principal responsabilidad de los fiduciarios es ejecutar prudentemente el plan “*for the exclusive purpose of providing benefits and paying plan expenses*”<sup>21</sup> y, por esa razón, surgieron algunas preguntas sobre la responsabilidad fiduciaria de este tipo de fondos. Una de esas preguntas fue la planteada por Calvert Group Ltd., con el fin de verificar si el fondo estaba legalmente autorizado para incluir el componente social en su análisis de inversión. El Departamento de Trabajo de Estados Unidos señaló en este caso que ERISA no prohibía considerar beneficios colaterales.<sup>22</sup> Sin embargo, dicha entidad destacó que los beneficios colaterales (en este caso, beneficios sociales) solo pueden ser concluyentes para realizar una inversión si el fiduciario determina que es probable que la inversión con beneficios colaterales proporcione rendimientos equivalentes a las inversiones alternativas expuestas a los mismos riesgos.<sup>23</sup> Esta interpretación ha sido considerada el camino legal para la implementación de la inversión sostenible en Estados Unidos por parte de los fondos de pensiones.<sup>24</sup>

18 Advisory Opinion 1998-04A of the U.S. Department of Labor, 28 de mayo de 1998.

19 Charles Blakinger, “Fiduciary Standards under the Employee Retirement Income Security Act of 1974”. *Geo LJ* n.º 63 (1975), 1112.

20 *Ibíd.*

21 U.S. Department of Labor, *Fiduciary Responsibilities*, acceso el 28 de marzo de 2024, <https://www.dol.gov/general/topic/retirement/fiduciaryresp>.

22 Advisory Opinion 1998-04A of the U.S. Department of Labor, 28 de mayo de 1998.

23 *Ibíd.*

24 Nakajima *et al.*, “ESG Investment”, 3.

En Reino Unido, las facultades de inversión de los fondos de pensiones (*trustees*) se regularon de manera más amplia en 1995.<sup>25</sup> La *Pensions Act 1995* estableció que los fideicomisarios deben asegurarse de que se prepare y mantenga una declaración de principios de inversión para el esquema de fideicomiso.<sup>26</sup> La declaración de principios de inversión es un documento que contiene los principios que rigen las decisiones sobre inversiones.<sup>27</sup> Adicionalmente, las *Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* establecieron que la declaración de principios de inversión debe incluir, entre otros, “*the extent (if at all) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments*”.<sup>28</sup> En cuanto a los factores financieros que los fideicomisarios pueden considerar para el proceso de toma de decisiones de inversión, *The Law Commission* ha señalado que los factores ESG se consideran factores financieros y deben tenerse en cuenta siempre que sean financieramente relevantes para el rendimiento de una inversión específica.<sup>29</sup>

Teniendo en cuenta lo anterior, podría decirse que, de alguna manera, la legislación referenciada que se ha expedido en relación con la actividad de los fondos de pensiones, así como los avances de las prácticas llevadas a cabo por este tipo de actores del mercado, han fijado una ruta para invertir a largo plazo, en la medida en que, al analizar los factores ESG para tomar decisiones de inversión, se estima que podría establecerse una conexión entre dichos factores y el éxito a largo plazo derivado de las inversiones.<sup>30</sup>

### 2.3. El camino hacia la inversión sostenible en el siglo XXI

En cuanto a la aparición de los factores ESG en Europa, podría decirse que los criterios sociales y ambientales fueron introducidos mediante la emisión del *Green Paper* sobre la promoción de un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas en 2001, donde se determina cómo la UE puede promover la

25 UK's Pensions Act 1995.

26 *Ibíd.*, section 35 (1).

27 UK's Pensions Act 1995, section 35 (2).

28 The UK's Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005, section 2 (3).

29 The Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries* (London: Controller of Her Majesty's Stationery Office, 2014): 112.

30 Susie Daykin, “Pension Scheme Investment: Is it Always Just About The Money? To What Extent Can or Should Trustees Take Account of Ethical or ESG Factors When Investing?”. *Trust Law International* n.º 28 (2014): 166.



responsabilidad social corporativa en Europa y a nivel internacional.<sup>31</sup> El *Green Paper* estableció que la responsabilidad social corporativa implica que las empresas contribuyan a una sociedad mejor y a un medio ambiente más limpio mediante la integración de criterios ambientales y sociales en su funcionamiento de manera voluntaria.<sup>32</sup>

La Comisión de las Comunidades Europeas recopiló y resumió los resultados de la consulta llevada a cabo a través del *Green Paper* y, de esta manera, la UE anticipó tempranamente la relevancia de mejorar las divulgaciones y la transparencia de las empresas y desarrollar contenido de responsabilidad social corporativa a nivel mundial. También se identificó que algunos Estados miembros de la UE habían promulgado legislación (como lo hizo Estados Unidos), en virtud de la cual los fondos de pensiones debían divulgar cómo gestionaban los factores ambientales, sociales y éticos para el proceso de toma de decisiones de inversión.<sup>33</sup> El hecho de que los fondos de pensiones comenzaran a solicitar más información relacionada con cuestiones ambientales y sociales incentivó a las empresas a aumentar la transparencia mediante la revelación de este tipo de datos.<sup>34</sup>

Ahora bien, se ha argumentado que el término “*ESG investment*” fue utilizado por primera vez en 2004 dentro del *Global Compact*,<sup>35</sup> y luego incluido en los Principios para la Inversión Responsable (PRI por sus siglas en inglés),<sup>36</sup> los cuales se publicaron por el secretario general de las Naciones Unidas (ONU), Kofi Annan, en 2006.<sup>37</sup> Según la misión de los PRI, se requiere un sistema global sostenible para crear valor a largo plazo.

Este desarrollo fue acompañado por la aplicación de los principios de conducta corporativa responsable, establecidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos – OCDE, de conformidad con los *OECD Guidelines*

31 Green Paper (EC) COM(2001) on promoting a European framework for Corporate Social Responsibility, 366, final.

32 *Ibíd.*, 6.

33 Communication from the Commission (EC) COM(2002) concerning Corporate Social Responsibility: A business contribution to Sustainable Development, 347, final.

34 *Ibíd.*

35 John Hill, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: a Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio* (Cambridge: Academic Press, 2020), 13.

36 Betsy Atkins, “Demystifying ESG: Its History & Current Status” *Forbes*, 8 de junio de 2020, <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2020/06/08/demystifying-esgits-history--current-status/?sh=651d351a2cdd>.

37 United Nations, “Secretary-General Launches ‘Principles For Responsible Investment’ Backed By World’s Largest Investors” *United Nations*, 26 de abril de 2006, <https://press.un.org/en/2006/sg2111.doc.htm>.

for *Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*, que buscan principalmente que las empresas contribuyan de manera positiva al avance económico, ambiental y social de los países donde tienen operaciones. Mientras que la versión actualizada de 2011 de los lineamientos introdujo cambios en cuanto a debida diligencia, la gestión responsable de la cadena de suministro y los derechos humanos,<sup>38</sup> la versión de 2023 insertó algunas recomendaciones en línea con los desafíos del cambio climático y en relación con la divulgación de información sobre conducta empresarial responsable.<sup>39</sup>

Tras lo anterior, podría decirse que las políticas y regulaciones emitidas por organizaciones internacionales como la OCDE y Estados de diferentes continentes han impulsado la expansión de la inversión ESG. Un ejemplo razonable podría estar dentro de la industria de capital privado, en la que se ha evidenciado un crecimiento en el interés por activos ESG y en las actividades de promoción de sostenibilidad corporativa. Un estudio actualizado a diciembre de 2023 ha mostrado las diez principales firmas de capital privado cuyos negocios consisten principalmente en adquirir participaciones accionarias de empresas con una perspectiva de inversión a largo plazo (típicamente entre 5 y 7 años).<sup>40</sup> Todas las firmas principales mencionadas en ese estudio (incluida The Blackstone Group Inc., que encabeza la lista con USD 1,04 billones en activos bajo administración)<sup>41</sup> han incorporado estrategias ESG en sus objetivos corporativos.<sup>42</sup> Por ejemplo, mientras que

38 OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2011), 3-4.

39 OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2023), 3.

40 Mark Kolakowski, “10 Top Private Equity Firms by Total Equity” *Investopedia*, 18 de diciembre de 2023, <https://www.investopedia.com/articles/markets/011116/worlds-top-10-private-equity-firms-apo-bx.asp#citation-6>.

41 Matt Schifrin, “Así es la oportunidad de 80 billones de dólares de Blackstone” *Forbes*, 6 de febrero de 2024, <https://forbes.co/2024/02/06/negocios/asi-es-la-oportunidad-de-80-billones-de-dolares-de-blackstone>.

42 Blackstone, “Environmental, Social and Governance (ESG) Policy” (2022).

KKR, “Responsible Investment Policy” (2023).

CVC Capital Partners, “Responsible Investment Policy” (2023).

Carlyle, “Impact Review 2021” (2021).

Thomabravo, “2021 ESG Report” (2021).

EQT, “Responsible Investment and Ownership Policy” (2022).

Vista Partners, “Vista’s Commitment to Responsible Investing” (2021).

TPG Capital, “TPG’s Annual ESG Review” (2022).

Warburg Pincus, “2022 ESG Report” (2022).

KKR & Co. Inc. cree que la inversión sostenible es clave para crear valor y la forma en que invierten busca aportar valor a largo plazo para sus clientes y accionistas;<sup>43</sup> The Carlyle Group Inc. integra datos de riesgos relacionados con ESG dentro de los procesos de debida diligencia, aplicando los *SASB Standards*<sup>44</sup> estructurados para armonizar la divulgación de problemas de sostenibilidad, incluyendo 77 industrias.

Así las cosas, los datos revisados permiten concluir que el impacto de la inversión sostenible en la inversión global no es insignificante. De hecho, las cifras muestran que, en los últimos años, los flujos de capital están moviéndose hacia activos ESG. Los activos globales de inversión sostenible aumentaron un 55 % entre 2016 y 2018.<sup>45</sup> En 2020, los activos sostenibles bajo administración alcanzaron los USD 35,3 billones en Europa, Estados Unidos, Canadá, Australasia y Japón, lo que representa el 35.9 % del total de activos globales bajo administración.<sup>46</sup> Adicionalmente, se espera que los activos ESG financieros globales superen los USD 50 billones en 2025.<sup>47</sup>

## 2.4. Marco legal de la inversión ESG en Europa: principales avances

Aunque, como se ha explicado, el auge de la inversión ESG comenzó a finales de la década de 1990, su marco legal ha sido desarrollado principalmente en Europa durante los últimos cinco años. Se podría decir que, al publicar el Plan de acción para la financiación del crecimiento sostenible en 2018, la UE comenzó a cambiar el curso de los flujos de capital en Europa hacia la sostenibilidad. De hecho, el plan de acción respondió a dos necesidades relevantes identificadas por algunos expertos. En primer lugar, implementar factores ESG en el proceso de toma de decisiones de inversión para reforzar la estabilidad financiera; y, en segundo lugar, financiar las necesidades a largo plazo de la sociedad para mejorar la influencia de las finanzas en el crecimiento sostenible e inclusivo.<sup>48</sup>

43 KKR, “Responsible Investment Policy”. (2023): 1.

44 Carlyle, “Impact Review 2021”. (2021): 18.

45 Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020”. (2021): 9.

46 *Ibíd.*

47 Fernanda Bravo, “El aumento de los activos ESG estimula la demanda de datos y análisis financieros” *Bloomberg*, 1 de junio de 2022, <https://www.bloomberg.com/latam/blog/el-aumento-de-los-activos-esg-estimula-la-demanda-de-datos-y-analisis-financieros/>.

48 Communication from the Commission (EC) COM(2018) Action Plan: Financing Sustainable Growth.

En 2019, la UE lanzó el *European Green Deal* con el fin de abordar los desafíos climáticos y ambientales, y se comprometió plenamente a alcanzar emisiones netas de gases de efecto invernadero equivalentes a cero para 2050.<sup>49</sup> La comunicación mencionó que se requerirían EUR 260.000.000.000 de inversión adicional anual para alcanzar los objetivos energéticos y climáticos para 2030, los cuales deben mantenerse con el tiempo.<sup>50</sup> Además, aunque se consideraron importantes los esfuerzos del sector público para alcanzar las necesidades de inversión, incluido un objetivo del 25 % del presupuesto de la UE para cuestiones climáticas en todos los programas; se estimó fundamental el apoyo del sector privado para financiar la transición verde.<sup>51</sup>

Como se anunció en el plan de acción, se desarrolló y promulgó una taxonomía de la UE. Al publicar el Reglamento (UE) 2020/852, la UE estableció un marco legal para facilitar la inversión sostenible, incluyendo cuatro condiciones que una actividad económica debe cumplir para considerarse ambientalmente sostenible.<sup>52</sup> La taxonomía de la UE ha sido considerada uno de los avances más importantes en el marco del Plan de Acción para facilitar la inversión sostenible y proteger a la comunidad del *greenwashing*, mediante la armonización de normas y medidas para evaluar las actividades sostenibles dentro del pilar ambiental.<sup>53</sup>

El plan de acción también mencionó la importancia de fortalecer la revelación de información sobre ESG, incluidas las divulgaciones relacionadas con cómo los gestores de activos e inversionistas institucionales evalúan los factores de sostenibilidad para el proceso de toma de decisiones de inversión. El marco legal sobre divulgación se destaca por el Reglamento (UE) 2019/2088 sobre revelaciones relacionadas con la sostenibilidad en el sector de servicios financieros, el cual respondió a la falta de requisitos para informar datos indispensables para informar adecuadamente a los inversionistas finales sobre el impacto sostenible de sus inversiones en productos financieros con características ESG.<sup>54</sup>

49 Communication from the Commission (EC) COM(2019) The European Green Deal.

50 *Ibíd.*, 16.

51 (EC) COM(2018) Action Plan, 15-16.

52 Council Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment.

53 Freshfields Bruckhaus Deringer, *A Legal Framework for Impact – Sustainability impact in investor decision-making* (2021): 274.

54 Council Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

Sumando a lo anterior, la UE promulgó la Directiva de Informes de Sostenibilidad Empresarial (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*), que entró en vigor en enero de 2023 y tiene efectos respecto de información desde el 1 de enero de 2024. Esta nueva regulación tiene como objetivo crear un nuevo conjunto de normas que modernicen y refuercen el marco legal de informes de sostenibilidad en el ámbito de la UE, con la intención de proporcionar más datos y resolver problemas de asimetría de información dentro de la comunidad inversionista.<sup>55</sup> La regulación en comento hace alusión a la aplicación del principio de *double materiality*, el cual implica que las compañías obligadas deben reportar información cuando la misma sea necesaria para (i) entender los impactos de la compañía en asuntos de sostenibilidad, o (ii) cómo los asuntos de sostenibilidad afectan el desarrollo, rendimiento y posición de la compañía.<sup>56</sup> Por otro lado, en la medida en que la CSRD no prevé cómo las compañías deben reportar la información sobre sostenibilidad requerida, la comisión de la UE tuvo que adoptar nuevos estándares para el reporte de información que deben ser tenidos en consideración por las compañías al momento de elaborar su informe de sostenibilidad. El 31 de julio de 2023 la Comisión de la UE aprobó la primera versión de los *European Sustainability Reporting Standards – ESRS*, aplicables a ejercicios sociales desde el 1 de enero de 2024.<sup>57</sup>

El marco legal de la inversión ESG (*hard law*), la regulación voluntaria como los PRI y los lineamientos de la OCDE (*soft law*), y la regulación proyectada por la UE en el marco del plan de acción y el *European Green Deal* crean un entorno propicio para la expansión de la inversión ESG en Europa e impulsan las inversiones sostenibles para el futuro. Se podría decir que las políticas públicas implementadas y el apalancamiento del sector privado hacia inversiones sostenibles han expandido la inversión ESG en Europa e incentivado a otras jurisdicciones, como la colombiana, en la que ya se han visto los primeros avances con la taxonomía verde en 2022 y el marco legal para el reporte de sostenibilidad aprobado por la Superintendencia de Sociedades en 2023, para fortalecer sus políticas y ley aplicable en materia de sostenibilidad. En consecuencia, podría confirmarse que, considerando la información proporcionada por estudios y expertos y las políticas públicas establecidas dentro de Europa, la inversión ESG es ahora una tendencia y su influencia dentro del ecosistema de inversión ha ido aumentando en los últimos años.

55 Council Directive (EU) 2022/2464 on corporate sustainability reporting.

56 Clifford Chance, “The New Sustainability Reporting Standards Entered Into Force” *Clifford Chance* (2023): 5.

57 Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772.

### 3. La interacción de la inversión ESG con las fusiones y adquisiciones

#### 3.1. Contexto general

El crecimiento en la inversión ESG implica que varios aspectos del proceso de inversión resulten afectados. Por ejemplo, la información relacionada con ESG reportada por las empresas, o la medición de datos que debe producirse, recopilarse y analizarse dentro de la estrategia ESG para obtener una evaluación integral de posibles activos objetivos (por ejemplo, datos relacionados con la diversidad y remuneración de los empleados, e información sobre consumo de energía o recursos),<sup>58</sup> y los contratos mediante los cuales los inversionistas y los objetivos acuerdan los términos de las inversiones.

Así mismo, es posible que una inversión ESG sea considerada como una operación de M&A (una transacción de M&A orientada a ESG) y, por lo tanto, las partes de la transacción utilicen la técnica y prácticas propias de las operaciones de M&A para llevar a cabo la operación, incluida la estructura del contrato. Como se explica a continuación, un ejemplo de esto se puede ver en la industria del petróleo y el gas, donde grandes corporaciones han completado adquisiciones significativas en busca de sus estrategias sostenibles. Pero este tipo de adquisiciones no se llevan a cabo sin seguir el proceso adquisitivo más ortodoxo. Comúnmente incluyen un proceso de debida diligencia que es clave para revisar registros e instalaciones y cuyo resultado es una fuente relevante para redactar R&W en el contrato.<sup>59</sup>

Algunos de los procesos de debida diligencia previos a las adquisiciones pueden integrar temas ESG para medir y considerar los riesgos relacionados con ESG en la evaluación de posibles objetivos de inversión. Por ejemplo, la *Institutional Limited Partners Association* (que apoya a *limited partners* para mejorar su rendimiento al realizar inversiones en capital privado y proporciona el cuestionario estándar de debida diligencia para la industria del *private equity*) ha incorporado una sección completa de ESG en su plantilla,<sup>60</sup> y ahora los fondos de capital privado pueden utilizarla para llevar a cabo una debida diligencia de ESG.

58 Cristina Alfonso-Ercan, “Private Equity and ESG Investing”, en *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting*, ed. Daniel Esty y Todd Cort (Londres: Palgrave Macmillan, 2020), 133.

59 Donald DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (Cambridge: Academic Press, 2015), 185-187.

60 Institutional Limited Partners Association, “Due Diligence Questionnaire 2.0”. (2021): 36.

Adicionalmente, estudios recientes han identificado que, en primer lugar, las empresas que realizan transacciones de M&A ahora están más interesadas en los puntajes en ESG y en cómo los grupos de interés ven su desempeño sostenible; y, en segundo lugar, las corporaciones tienen más probabilidades de alcanzar un mejor desempeño ESG después de una transacción de M&A.<sup>61</sup> Así, por ejemplo, un estudio que analizó una muestra de 100 transacciones de M&A cerradas entre 2003 y 2017 en Europa, donde el desempeño ESG era un impulsor corporativo, y tanto el adquirente como el *target* estaban incluidos en la base de datos de ESG de Thomson Reuters, concluyó que el valor de mercado post-adquisición de los adquirentes tiende a aumentar.<sup>62</sup>

Lo anterior, junto con el hecho de que la actividad de M&A se considera una herramienta relevante para las empresas que implementan estrategias ESG para obtener ventajas en ciertos mercados o consolidarse como líderes en ESG,<sup>63</sup> crea el escenario adecuado para analizar algunas implicaciones del impulso de la inversión ESG en relación con los contratos de M&A.

### **3.2. Desempeño ESG y M&A: implicaciones en el proceso debida diligencia y en las declaraciones y garantías**

Desde 2020 se previó la incorporación del desempeño ESG en la valoración de las empresas y el análisis de riesgos, con un impacto directo en las operaciones de M&A.<sup>64</sup> Ahora, con la inclusión de riesgos e información relacionados con ESG en los procesos de debida diligencia de transacciones sostenibles o acuerdos de inversión ESG cuyo principal objetivo es la adquisición de activos o acciones, las R&W de los contratos de M&A pueden verse afectados.

Las R&W se insertan en los contratos de adquisición para divulgar información relevante de ambas partes (comprador y vendedor).<sup>65</sup> No obstante, las R&W del vendedor suelen ser más discutidas y complejas de negociar que las del com-

61 Victor Barros *et al.*, “M&A Activity as a Driver for Better ESG Performance”. *Technological Forecasting & Social Change* n.º 175 (2022): 1-7.

62 Ioannis Tampakoudis y Evgenia Anagnostopoulou, “The Effect of Mergers and Acquisitions on Environmental, Social and Governance Performance and Market Value: Evidence from EU Acquirers”. *Business Strategy and The Environment* n.º 29 (2020): 1870-1873.

63 Alfonso-Ercan, “Private Equity...”, 132-133.

64 Andrew Brownstein *et al.*, “The Coming Impact of ESG on M&A”. *Insurance Advocate* n.º 131 (2020): 21.

65 Felix Lessambo, *U.S. Mergers and Acquisitions: Legal and Financial Aspects* (Gewerbstrasse: Springer Nature, 2021), 20.

prador, toda vez que el primero proporciona datos relacionados con los activos o acciones que serán adquiridos por el segundo<sup>66</sup> y los problemas evidenciados durante el proceso de debida diligencia comúnmente se gestionan incluyendo, excluyendo o calificando información en las R&W del vendedor, asignando así los riesgos de la transacción.<sup>67</sup>

Actualmente, es poco común ver cláusulas específicas relacionadas con ESG en contratos de M&A diferentes de las tradicionales R&W relacionadas con temas ambientales, laborales, prevención del lavado de dinero, soborno y corrupción. Una de las razones de esta situación es que el principal marco legal, como los lineamientos de la OCDE y los PRI son de obligatorio cumplimiento.<sup>68</sup> Sin embargo, considerando las mejoras actuales y la intención de reforzar el marco legal en Europa a través de regulación efectivamente vinculante (*hard law*), la expansión de la inversión ESG y el interés de los inversionistas y fondos de capital privado en los asuntos de ESG, se espera ver la inclusión de cláusulas específicas relacionadas con ESG en contratos de M&A,<sup>69</sup> así como una armonización en la documentación de adquisición que incluya R&W y, eventualmente, indemnidades especiales relacionadas con ESG.<sup>70</sup>

Este escenario requiere una atención particular en relación con las R&W tradicionales existentes, como el “cumplimiento de la ley”, en tanto este tipo de garantías no siempre cubren suficientemente los riesgos relacionados con ESG y su generalidad podría generar incertidumbre en cuanto a una falsedad o inexactitud específica.<sup>71</sup> Los acuerdos de inversión mediante los cuales una parte adquiere cualquier activo, acciones o empresas de otra parte con el propósito especial de mejorar su desempeño ESG, podrían desencadenar la necesidad de construir R&W específicas de ESG además de las garantías tradicionales.<sup>72</sup> Es relevante que la R&W de ESG sea lo más precisa y detallada posible para, entre otras cosas, brindar certeza sobre el riesgo cubierto y cuándo se produce una falsedad o inexactitud

66 Ibid.

67 Davis Polk & Wardwell LLP, “Private M&A – United Kingdom – Q&A guide”. *Lexis PSL* (2021): 9-10.

68 Eversheds Sutherland LLP, “Sponsored briefing: The impact of ESG on M&A transactions”. (2022): 5.

69 Dentons, “The impact of ESG on M&A transactions: Key takeaways for market participants”. (2022): 2.

70 Roland Montfort *et al.*, “ESG Considerations in M&A Transactions”. *The Corporate Governance Advisor* n.º 31 (2023): 20.

71 John Buttanshaw, “ESG in private equity transactions: practical considerations” *Practice Notes Thomson Reuters* (2022): 8-9.

72 Ibid.



objetiva.<sup>73</sup> También vale la pena mencionar que, dado que la regulación europea respecto a ESG ha estado evolucionando y se espera ver más cambios en el futuro, las garantías relacionadas con ESG podrían estar sujetas a variaciones de acuerdo con las mejoras de los estándares de ESG.

En cuanto a los temas que se están incluyendo dentro del proceso de debida diligencia para fines de desempeño ESG, se ha identificado que el cambio climático, los derechos humanos, la diversidad, el gobierno corporativo y el tratamiento de datos personales son los temas clave a considerar por parte de los adquirentes.<sup>74</sup> Existen herramientas disponibles en el mercado para determinar el desempeño ESG, como los “*ESG ratings*”, que se utilizan en el proceso de inversión y han cobrado más importancia últimamente.<sup>75</sup> Agencias de *ESG rating* como MSCI y Sustainalytics miden el desempeño ESG de las empresas proporcionando una puntuación que muestra cómo una empresa está gestionando los riesgos y las oportunidades ESG y, por lo tanto, su desempeño no financiero.<sup>76</sup> Para efectos ilustrativos, se puede identificar que las calificaciones ESG de MSCI califican a las empresas utilizando una escala que va desde CCC (*laggard*) hasta AAA (*leader*),<sup>77</sup> y emplean, entre otros, una metodología basada en reglas e inteligencia artificial.<sup>78</sup>

Frente a las agencias de *ESG rating*, es relevante señalar, en primer lugar, que las calificaciones ESG y el mercado de datos ESG han estado creciendo debido al aumento del interés de los inversionistas en la información relacionada con ESG. Estos servicios proporcionados por las agencias generalmente son pagados por los inversionistas en lugar de la compañía *target* para evitar conflictos de intereses. Así mismo, las agencias de *ESG rating* se consideran relevantes dentro del ecosistema de inversión ESG, en la medida en que son una de las principales fuentes objetivas e imparciales para determinar el desempeño ESG de las compañías.

En segundo lugar, si bien es clara la relevancia de las agencias de *ESG rating* dentro del ecosistema de inversión ESG, es importante señalar que todavía existen problemas por resolver, como la falta de métricas y criterios estandarizados para medir el desempeño ESG. Por ejemplo, se ha identificado que mientras MSCI (con sede en Nueva York, EE. UU.) utiliza 37 criterios, Sustainalytics (con sede en

73 Buttanshaw, “ESG in private...”, 9.

74 Latham & Watkins LLP, “ESG on the Rise in M&A Transactions”. (2022).

75 Dane Christensen et al., “Why Is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings”. *The Accounting Review* n.º 97 (2022): 150.

76 *Ibíd.*

77 MSCI, “How does MSCI ESG Ratings work”. (2023).

78 MSCI, “MSCI ESG Ratings” (2020): 3.

Ámsterdam) utiliza 155 y FTSE Russell (con sede en Londres) utiliza 300.<sup>79</sup> Además, recientemente se ha considerado que el mercado de agencias de ESG *rating* es inmaduro en Europa, y se destaca la complejidad y falta de transparencia de las metodologías utilizadas por los proveedores de calificación y datos ESG.<sup>80</sup> Al respecto, se confirmó un acuerdo entre el Consejo y el Parlamento europeos sobre la propuesta de regulación para la actividades de ESG *rating*.<sup>81</sup> Bajo la propuesta, estas agencias tendrán que estar previamente autorizadas para operar y se encontrarán vigiladas por *European Securities and Markets Authority* – ESMA. Una vez aprobada la regulación, se espera que se incremente la confianza por parte de los inversionistas en las actividades de ESG *rating*.<sup>82</sup>

Este panorama permite concluir que, hasta tanto se publiquen estándares para evaluar el desempeño ESG asegurando una mayor certeza sobre la medición que se efectúe, la evaluación del desempeño ESG será problemática. Se requerirá una debida diligencia más exhaustiva en esta materia y se deberá prestar especial atención a las R&W sobre ESG elaboradas a la medida, especialmente si el puntaje proporcionado por las agencias de ESG *rating* determina en gran medida la decisión de inversión.

### 3.3. Adquisiciones y desinversiones estratégicas en ESG dentro de la industria del petróleo y el gas

La relevancia de la industria del petróleo y el gas en el sector energético es bastante clara. Los combustibles fósiles representaron el 80 % del suministro total de energía en el mundo en 2020, con el petróleo en un 29 % y el gas en un 24 %.<sup>83</sup> Sin embargo, esta industria se ha visto directamente afectada por los desafíos actuales del cambio climático. Las operaciones de petróleo y gas generan impactos

79 Mónica Billio *et al.*, “Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance”. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management* n.º 28 (2021): 1429-1430.

80 European Securities and Markets Authority, “Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU”. (2022): 2-4.

81 Council of the European Union Proposal for a Regulation of the European Regulation and the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities, and amending Regulation (EU) 2019/2088, 6254/24 (2024).

82 Johanna Store, “Environmental, social and governance (ESG) ratings: Council and Parliament reach agreement”. *Council of the European Union*, 14 de febrero de 2024, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>.

83 International Energy Agency, “Greenhouse Gas Emissions from Energy Data Explorer”. (2021).

y riesgos ambientales,<sup>84</sup> producen la mayor cantidad de emisiones de metano del sector energético,<sup>85</sup> y sus emisiones representaron alrededor del 53,9% de las emisiones globales de gases de efecto invernadero en 2020.<sup>86</sup> Según el Panel Intergubernamental sobre Cambio Climático (IPCC), para aliviar el aumento excesivo de la temperatura global en el mundo, las emisiones netas de CO<sub>2</sub> tienen que reducirse a cero, y para lograrlo, se deben realizar varios cambios y acciones, como desarrollar más fuentes de energía renovable.<sup>87</sup>

Esta situación ha llevado a las empresas más grandes del sector de petróleo y gas a implementar proyectos y políticas relacionadas con ESG en sus objetivos y planes a corto, mediano y largo plazo, incluyendo adquisiciones y desinversiones estratégicas. Algunos sostienen que el punto de partida de la tendencia por la cual las compañías de petróleo y gas decidieron limpiar sus operaciones más contaminantes para cumplir con los compromisos de cero emisiones netas, fue la venta de la participación de Shell, Total y Eni en el campo petrolífero Umuechem en Nigeria en 2021.<sup>88</sup> Sin embargo, la desinversión no ha sido la única estrategia para perseguir los objetivos de cero emisiones netas por parte de los gigantes del petróleo y gas. Las compañías energéticas han estado trabajando en invertir en energías renovables como parte de su estrategia ESG y los acuerdos alcanzados han implicado el cierre de contratos de M&A, como se explica a continuación.

A través de una de sus subsidiarias, Shell p.l.c. adquirió el 100% de las acciones de Nature Energy Biogas A/S, un productor de gas natural renovable con sede en Dinamarca, pagando una contraprestación de EUR 1.900.000.000. La transacción se llevó a cabo para acelerar la transición de Shell a cero emisiones netas y para hacer crecer de manera rentable la producción de combustibles de bajo carbono.<sup>89</sup> El acuerdo se completó en febrero de 2023 y, junto con la adquisición del grupo de energía solar y eólica Spring Energy en India en 2022, fortaleció el negocio de energía renovable de Shell.<sup>90</sup>

84 Carlo Bellavite *et al.*, *Climate Change Adaptation, Governance and New Issues of Value: Measuring the Impact of ESG Scores on CoE and Firm Performance* (Gewerbstrasse: Springer, 2022), 128.

85 International Energy Agency, "Methane Emissions from Oil and Gas Operations". (2022).

86 International Energy Agency, "Greenhouse Gas Emissions from Energy Data Explorer". (2021).

87 Intergovernmental Panel on Climate Change, "Global Warming of 1.5°C". (2019): 161.

88 John Armour *et al.*, "Dark and Dirty Assets: Greening Climate-Driven Asset Partitioning". *OBLB*, 14 de junio de 2022, <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/06/dark-and-dirty-assets-greening-climate-driven-asset-partitioning>.

89 Shell Global, "Shell to acquire renewable natural gas producer Nature Energy". (2022).

90 Shell, "Shell Annual Report and Accounts 2022". (2022).

Por su parte, BP p.l.c., la multinacional británica con sede en Londres y una de las mayores compañías de petróleo y gas del mundo, cerró la adquisición de Archaea Energy Inc., un proveedor de gas natural renovable, en diciembre de 2022.<sup>91</sup> Siguiendo su ruta hacia las emisiones cero netas, BP está desarrollando sus “motores de crecimiento de transición”, donde espera invertir entre USD 55 y 65.000.000.000 entre 2023 y 2030.<sup>92</sup>

En Colombia la puja por activos ESG tampoco ha pasado desapercibida, Ecopetrol, la empresa integrada de petróleo y gas más grande de Colombia, adquirió el 51,4 % de las acciones de ISA, la compañía colombiana que realiza actividades comerciales en energía, carreteras y telecomunicaciones en América del Sur y América Central. El monto de la transacción fue de USD 3.580.000.000, y se ha asegurado que la adquisición fue un hito fundamental en la transición energética de Colombia.<sup>93</sup>

## 4. Las declaraciones y garantías bajo la ley inglesa y la ley colombiana

### 4.1. El racional para elegir dos jurisdicciones diferentes: Inglaterra y Colombia

Antes de que la primera ola de fusiones y adquisiciones tuviera lugar entre 1897 y 1904, que involucró principalmente a competidores concentrados en los sectores de metales, transporte y minería de los Estados Unidos,<sup>94</sup> la naturaleza legal de las declaraciones y garantías ya había sido debatida por los tribunales ingleses, como se explica a continuación. En este sentido, al igual que en otros asuntos legales como el derecho tributario internacional,<sup>95</sup> estos tribunales han sido pioneros en debatir asuntos legales que afectan crucialmente a las empresas. En consecuencia,

91 BP, “BP completes acquisition of Archaea Energy”. (2022).

92 BP, “Net zero ambition progress update”. (2023).

93 “Colombia’s Ecopetrol to buy government stake in ISA for \$3.58 billion” *Thomson Reuters*, 12 de agosto de 2021, <https://www.reuters.com/article/us-ecopetrol-colombia-isa-idUSKBN2FD024>.

94 DePamphilis, “Mergers, Acquisitions,...”, 18.

95 Luca Cerioni, “The ‘Place of Effective Management’ as a Connecting Factor for Companies’ Tax Residence Within the EU Vs. the Freedom of Establishment: The Need for a Rethinking?” *German Law Journal* (2012): 1095

siendo el derecho y los tribunales ingleses precursores en el análisis legal de R&W, resulta valiosa la inclusión de esta jurisdicción al análisis de este artículo y justifica la elección de la ley inglesa para su elaboración.

Desde la perspectiva colombiana, en la medida en que no existen normas que regulen la naturaleza legal y los efectos jurídicos de las R&W, vale la pena evaluar cómo los tribunales arbitrales —como actores relevantes en la resolución de algunas de las disputas privadas más importantes en el país— han interpretado este tipo de cláusulas en las transacciones de M&A, con el fin de proporcionar conclusiones que puedan ser utilizadas por los profesionales del derecho y los empresarios, teniendo en cuenta los impactos de ESG en este tipo de operaciones.

#### **4.2. El rol de las declaraciones y garantías en M&A**

En primer lugar, las R&W en contratos adquisitivos son proporcionadas por ambas partes, el vendedor y el comprador, para revelar información relevante.<sup>96</sup> Se podría decir que, además de asignar riesgos, las R&W tienen tres objetivos principales en los contratos de M&A: revelar datos de relevancia, otorgar derechos de terminación y establecer mecanismos indemnizatorios.<sup>97</sup> En esencia, las R&W tienen como objetivo revelar toda la información importante relacionada con la transacción, incluidos temas significativos para las partes, como información financiera, organización corporativa y reputación, litigios, contratos, titularidad de activos, obligaciones fiscales, cumplimiento de leyes, condiciones laborales y otros asuntos específicos que puedan ser pertinentes para el acuerdo, como información relacionada con ESG en ciertos casos. Las R&W suelen estar vinculadas a una condición precedente para el cierre. Esto significa que, en la etapa de cierre, las R&W se analizan para determinar su veracidad y precisión. Si los resultados de la evaluación indican que el estado de las R&W ha cambiado y, por ende, son falsas o inexactas, la parte en favor de quien se pactan no está obligada a cerrar la operación, causando un efecto de terminación.<sup>98</sup> Lo anterior genera, en un sentido práctico, una opción de salida del contrato a favor de quien se pactaron las R&W que son falsas o inexactas al momento del cierre.

96 Thomson Reuters, “Representations and Warranties”. *Practical Law Glossary* n.º 8-382-3760 (2023).

97 DePamphilis, “*Mergers, Acquisitions, ...*”, 194.

98 *Ibíd.*

Una condición típica de esta naturaleza en el mercado de M&A inglés podría ser la siguiente:

Completion is conditional on the following condition being satisfied or waived:

- (i) The warranties being true and accurate in all respects and not misleading as if the seller had given them at completion, with any express or implied reference to the date of this contract in Schedule 'X' being substituted by the actual time of completion.<sup>99</sup>

Así mismo, los efectos de las R&W pueden extenderse después del cierre y utilizarse como parámetro para la activación de la obligación de indemnidad. Por lo tanto, en caso de falsedad o inexactitud de las R&W de una parte después del cierre, la otra parte, en los términos del contrato, podría estar legitimada para solicitar una indemnización por las pérdidas incurridas derivadas de dicha falsedad o inexactitud de las R&W.<sup>100</sup> Así, por ejemplo, una cláusula de indemnidad tradicional en favor del comprador podría iniciar como se indica a continuación:

Without limiting any other rights the Buyer may have, including its rights to damages in respect of a Warranty Claim or on any other basis, if any Warranty is breached or proved to be untrue, inaccurate or misleading at any time after the Completion Date, the Sellers covenant to pay immediately, on demand, to the Buyer a sum in cash sufficient to compensate the Buyer in respect of all Losses incurred or suffered by the Buyer, directly or indirectly, as a result of or in connection with a Warranty being breached or proved to be untrue, inaccurate or misleading.<sup>101</sup>

Independientemente de si el contrato de M&A tiene por objeto la adquisición de acciones o activos, generalmente incluye R&W para cumplir con los objetivos mencionados anteriormente. Más allá de la estructura seleccionada por las partes, las R&W desempeñan un papel importante en los contratos de adquisición y han sido consideradas tradicionalmente como las cláusulas más difíciles de negociar, en concreto, usualmente las R&W del vendedor son las más extensas y robustas.<sup>102</sup>

99 Lexis PSL, "Share purchase agreement—pro-buyer—individual sellers—conditional—long form". *Lexis PSL* (2023).

100 DePamphilis, "Mergers, Acquisitions, ...", 195.

101 *Ibíd.*

102 Margaret Welsh y Peck Hayne, "Oil & Gas Asset Acquisitions: Overview". *Practice note Thomson Reuters* (2023): 7.

### 4.3. Las declaraciones y garantías bajo la ley inglesa

#### a) Las *representations* del derecho inglés

En términos generales, las *representations* son afirmaciones que incentivan a una parte a celebrar un contrato, y su falsedad se ha considerado una *misrepresentation*, cuyas consecuencias se establecen tanto en el *common law* (derecho basado en las decisiones judiciales) como en *statute* (derecho bajado en las leyes escritas adoptadas mediante un proceso legislativo). En el caso *Behn v Burness*, se explicó que una *representation* es “a statement, or assertion, made by one party to the other, before or at the time of the contract, of some matter of circumstances relating to it”,<sup>103</sup> y, aunque a veces las *representations* están incluidas en el contrato, no son, en principio, parte de él. Por lo tanto, si son falsas, no constituyen incumplimiento del contrato.<sup>104</sup> Además, se ha considerado que para que las declaraciones sean tratadas como *representations* deben hacerse antes de que se perfeccione el contrato.<sup>105</sup>

Las implicaciones legales de las declaraciones engañosas (*misrepresentation*) dependen de varios factores. En primer lugar, el tipo de declaración hecha por las partes; las simples opiniones y conversaciones de venta, por ejemplo, no pueden ser tratadas como representaciones ya que no son declaraciones de hechos y, por lo tanto, no pueden llegar a constituir *misrepresentation* desde el punto de vista legal.<sup>106</sup> Por otro lado, (i) las declaraciones de intención futura pueden ser tratadas como declaraciones de hechos si representan la intención de cualquier parte en cuanto a acciones futuras, por lo tanto, si una parte expresa una intención futura que no es cierta, esta podría ser tratada como una declaración de hecho engañosa (*misrepresentation*);<sup>107</sup> adicionalmente, (ii) aunque las declaraciones de derecho históricamente se consideraban no protegidas por la ley siguiendo el principio *ignorantia juris non excusa* y, en consecuencia, no se podría iniciar ninguna acción por *misrepresentation*, ahora pueden ser tratadas como *representations* —y pueden estar sujetas a una acción por *misrepresentation*— siempre que sean relevantes, es decir, que induzcan a una persona a celebrar un contrato y esa persona confíe en ellas para el efecto.<sup>108</sup>

103 *Behn v Burness*, (1863), 3 B. & S. 751 281

104 *Ibíd.*

105 *Roscorla v Thomas*, (1842), 3 Q.B. 234 [238].

106 *Bisset v Wilkinson*, (1927), A.C. 177. *Dimmonck v Hallett*, (1866), L.R. 2 Ch. App. 25.

107 *Edgington v Fitzmaurice*, (1884), 29 Ch. D. 478-481.

108 *Pankhania v Hackney*, (2002) EWHC 2441 (Ch) [57]-[65].

En cuanto a la obligación de divulgar información, en principio, la omisión de revelar información material no configura una *misrepresentation*.<sup>109</sup> Sin embargo, en algunos casos, la regla general puede cambiar. Por ejemplo, cuando las circunstancias de ciertos hechos declarados cambian durante la etapa de negociación, se ha considerado que la parte que es consciente del cambio de los hechos está obligada a divulgar la información.<sup>110</sup>

Como se mencionó anteriormente, las consecuencias de una *misrepresentation* (declaración engañosa) están establecidas tanto en el *common law* como en el *statute*. Según las reglas del *common law*, depende de si la representación engañosa es fraudulenta, negligente o inocente. En primer lugar, si hay una representación fraudulenta, es decir, aquella que se hace (i) a sabiendas; (ii) sin creer en su veracidad; o (iii) imprudentemente, sin importar si es verdadera o falsa,<sup>111</sup> el demandante tiene derecho a solicitar la reparación de todos los daños directos derivados del fraude.<sup>112</sup> En segundo lugar, las *misrepresentations* negligentes dan derecho a reclamar daños si hay una relación fiduciaria o especial entre las partes, ya que se espera que se cumpla con el deber de cuidado (*duty of care*).<sup>113</sup> Finalmente, el *common law* ha establecido una regla general según la cual una representación inocente no da derecho a indemnización por daños,<sup>114</sup> a menos que se haya otorgado una garantía.<sup>115</sup>

De conformidad con la legislación inglesa (*statute*), las acciones legales en caso de *misrepresentation* son la rescisión, lo cual implica devolver a las partes a la posición en la que estaban antes de que se perfeccionara el contrato,<sup>116</sup> y/o los daños y perjuicios.<sup>117</sup> En caso de que la representación sea fraudulenta y negligente, es posible reclamar la rescisión y los daños y perjuicios. Si la representación errónea es inocente, es posible reclamar la rescisión como *equitable remedy*, aunque el tribunal o árbitro podría otorgar daños y perjuicios en lugar de la rescisión.<sup>118</sup>

109 Keates v The Earl of Cadogan, (1851) 138 E.R 234.

110 With v O'Flanagan, (1936), Ch. 575.

111 Derry v Peek. (1889), 14 App. Cas. 374.

112 Smith New Court Ltd v Scrimgeour Vickers, (1997), A.C. 254 259.

113 Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd, (1964), A.C. 465 539.

114 Heilbut, Symons & Co v Buckleton, (1913), A.C. 30 48.

115 Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd, 475.

116 Thomson Reuters, "Rescission" Glossary.

117 UK's Misrepresentation Act 1967.

118 Emily Finch and Stefan Fafinski, *Contract Law* (London: Pearson, 2015), 136.



## b) Las *warranties* del derecho inglés

A diferencia de las *representations*, las *warranties* (garantías) son términos del contrato y no meras afirmaciones. En *Chandelor v Lopus*, un caso conocido de 1603, el demandado era un orfebre, experto en joyas y piedras preciosas, que vendió una piedra a “Lopus” afirmando que era una “*bezar-stone*”, pero no lo era.<sup>119</sup> El Tribunal consideró que una mera afirmación no es suficiente para establecer una causa de acción, en la medida en que “*for every one in selling his wares will affirm that his wares are good, or the horse which he sells is sound; yet if he does not warrant them to be so, it is no cause of action, and the warranty ought to be made at the same time of the sale*”.<sup>120</sup> Aunque se ha discutido que este caso se ha informado de manera incorrecta y ha sido malinterpretado,<sup>121</sup> se podría decir que es relevante al establecer una clara distinción entre las simples *representations* (afirmaciones de hechos) y las *warranties* (garantías); y que una reclamación basada en el incumplimiento de una garantía es diferente de una reclamación por *misrepresentation*.<sup>122</sup>

En *Bentsen v Taylor Sons & Co.*, se señaló que una *warranty* es una promesa. Según el tribunal, cuando una representación se hace por escrito en el contrato, podría ser (i) una mera *representation* (cuyos efectos se explicaron anteriormente), (ii) una garantía (una promesa), cuyo incumplimiento solo da derecho a reclamar daños, o (iii) una condición, “*the failure to perform which gives to the opposite party the right to say that he will no longer be bound by the contract*”.<sup>123</sup> En consecuencia, el Tribunal explicó que una garantía es una promesa consagrada en el contrato que podría convertirse en una condición. Por un lado, si una promesa se considera solo una garantía, su incumplimiento da lugar al derecho de solicitar una indemnización de perjuicios; y, por el otro, si la promesa es una parte sustancial del contrato y se considera una condición, su incumplimiento otorga el derecho a terminar el contrato.

Según el Tribunal, para determinar si la promesa es lo suficientemente sustancial como para ser considerada una condición y no solo una garantía, es necesario evaluar “*to what extent the accuracy of the statement —the truth of what is promised— would be likely to affect the substance and foundation of the adventure*

119 *Chandelor v Lopus*, (1603), Croke, Jac. 4 79 E.R. 3-4.

120 *Ibíd.*, 4.

121 R.C. McMurtie, “*Chandelor V. Lopus*”. *Harvard Law Review* n.º 1 (1887): 191.

122 Emlin McClain, “*Implied Warranties in Sales*”. *Harvard Law Review* (1893): 218.

123 *Bentsen v Taylor Sons & Co.*, (1893), 2 Q.B. 274 280-281.

*which the contract is intended to carry out*".<sup>124</sup> Por lo tanto, solo es posible concluir si una promesa específica es solo una garantía o también constituye una condición mediante el análisis de las circunstancias y los detalles del contrato caso a caso para descubrir cuál fue la intención de las partes.

Esta posición también se aplicó en *Bettini v Gye*, donde el tribunal indicó que para determinar si un término específico del contrato es una condición es necesario analizar cómo se construyó el contrato en su conjunto. Se argumentó que a veces un término puede parecer de poca importancia, pero al final resulta esencial; y si las partes "*sufficiently express an intention to make the literal fulfilment of such a thing a condition precedent, it will be one*".<sup>125</sup>

### c) Efectos del conocimiento y limitación de la responsabilidad

Por regla general, se ha considerado que las cláusulas contractuales que pretenden limitar o excluir la responsabilidad en casos de *misrepresentation* o incumplimiento de *warranties* son permitidas bajo la ley inglesa. Aunque la *section 3* de la *Misrepresentation Act 1967* establece que las disposiciones contractuales que intentan excluir o restringir serán nulas en principio, algunas cláusulas contractuales se han considerado aceptables bajo ciertas condiciones. Por ejemplo, las llamadas cláusulas de "*non-reliance*" o de "*entire agreement*" que tienen como objetivo excluir declaraciones verbales y previas al contrato que no están contenidas en el contrato mismo. Estas cláusulas se consideran legales, entre otras cosas, ya que pueden evitar la incertidumbre de las disputas judiciales.<sup>126</sup>

En cuanto a las *warranties*, se podría decir que hay suficiente libertad para establecer topes y limitaciones en caso de su incumplimiento. Sin embargo, queda una pregunta por resolver: ¿qué sucede con la responsabilidad en caso de garantías fraudulentas (aquellas por las cuales la persona que las hace sabe que se incumplen o se incumplirán) o en casos en los que la persona a la que se hacen (*sandbagger*) sabe que se incumplen o se incumplirán?

En cuanto a las cláusulas *sandbagging*, parece que el tema aún está por resolverse. En el caso *Springwell Navigation Corporation v JP Morgan Chase Bank* se afirmó que no existe un principio legal que prohíba a las partes acordar que ciertos asuntos sean lo que está escrito sobre ellos, aunque en realidad sean diferentes.<sup>127</sup>

124 *Ibíd.*, 281.

125 *Bettini v Gye*, (1876), 1 Q.B.D. 183 187.

126 *Watford Electronics Limited v Sanderson CFL Limited*, (2001), EWCA CIV 317 [38]-[41].

127 *Springwell Navigation Corporation v JP Morgan Chase Bank*, (2010), EWCA Civ 1221 [143].

Se ha argumentado que, por lo tanto, las partes tienen permitido acordar disposiciones *pro-sandbagging*,<sup>128</sup> es decir, aquellas por las cuales la parte afectada puede demandar en caso de incumplimiento de las *warranties* incluso si sabían del incumplimiento al momento de celebrar el contrato.<sup>129</sup> Sin embargo, el análisis de otros casos permite concluir que el conocimiento del demandante podría ser utilizado como un mecanismo de defensa en caso de una demanda por incumplimiento de *warranties*, bien sea que exista una cláusula *pro-sandbagging* o no.<sup>130</sup>

En cuanto a las garantías fraudulentas, ha habido dos posiciones. Por un lado, en el caso *Invertec Ltd v De Mol Holding BV*, en el que el comprador del 100 % del capital de la compañía *target* afirmó que fue inducido a celebrar un contrato de compraventa por diversas *representations* fraudulentas, se ha argumentado que las garantías pueden constituir *representations*, y como resultado, un demandante podría argumentar que, dado que fue inducido a celebrar un contrato basado en esas *representations* de hechos y resultaron ser falsas, es posible demandar por *misrepresentation*.

Por otro lado, en el caso *Sycamore Bidco Ltd v Breslin*, un caso relacionado con la adquisición de acciones en una *private limited company*, en el que se debatió el incumplimiento de *warranties*, el tribunal encontró que el lenguaje utilizado en el contrato era de *warranties* y no de *representations*; que hay una diferencia legal entre declaraciones y garantías y no es admisible dar a las palabras un significado extendido que difiera de su connotación natural; que para que el material relevante constituya una representación, se debe encontrar algo en el SPA (*sell and purchase agreement*) que sea capaz de hacerlo; y que no es suficiente que el objeto de la garantía sea susceptible de ser una *representation*.<sup>131</sup>

Los demandantes argumentaron ingeniosamente que las garantías equivalen a *representations*, y por lo tanto, habría una *representation* negligente que podría reclamarse en virtud de la *Misrepresentation Act 1967*. La relevancia radicaba en la diferencia entre las consecuencias legales de un incumplimiento de una garantía y una *misrepresentation* y el monto de los perjuicios, dado que mientras los perjuicios causados por un incumplimiento de garantías estaban limitados en el contrato (como es común a través de la cláusula de indemnidad), los perjuicios por

128 Rafal Zakrzewski, "Representations and warranties distinguished". *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* (2013): 344.

129 Griffith Kimball, "Sandbagging: Eagle Force Holdings & the Market's Reaction". *Brigham Young University Law Review* N.º 46 (2021): 571.

130 Zakrzewski, "Representations and warranties", 140.

131 *Sycamore Bidco Ltd v Breslin*, (2012), EWHC 3443 (Ch) [203].

*misrepresentation* no lo estaban. Como explicó el tribunal, si el umbral no se aplica (es decir, el límite máximo de responsabilidad bajo la cláusula de indemnidad respecto del incumplimiento de *warranties*), entonces el demandado (el Sr. Dawson) podría llegar a ser responsable por un monto de GBP 17 millones, cuando había contratado un límite de GBP 317.000. En palabras del tribunal: “*This consequence would be avoided if one construed claims under the ‘Warranties’ as including representations made in the warranty provisions, but again that would, in my view, be a very forced construction*”.<sup>132</sup>

#### 4.4. Las declaraciones y garantías bajo la ley colombiana

##### a) Naturaleza jurídica y sus efectos

No existe una norma que regule las R&W en Colombia, pues su origen proviene de las jurisdicciones anglosajonas (bajo la estructura del *common law*),<sup>133</sup> y Colombia sigue la tradición del *civil law*. No obstante, un conjunto de normas como el artículo 1602 (el contrato es ley entre las partes) y 1603 (principio de buena fe en el derecho civil) del Código Civil y el artículo 871 (el principio de buena fe en el derecho mercantil) del Código de Comercio pueden respaldar y otorgar fuerza legal a las R&W en el ordenamiento jurídico colombiano.<sup>134</sup> Teniendo en consideración la frecuente inserción de las R&W en el tráfico mercantil en Colombia bajo la aplicación del postulado de la autonomía de la voluntad,<sup>135</sup> estas han sido ampliamente analizadas por tribunales arbitrales, como se explica a continuación.<sup>136</sup>

En el caso Corficolombiana contra Invercolsa, el tribunal arbitral afirmó en el laudo que, mientras que las declaraciones son afirmaciones de hechos relacionadas con las circunstancias para celebrar el contrato, las garantías son promesas de que los hechos son o serán verdaderos en el momento de la celebración o en el momento del cierre del contrato. Al interpretar el *Uniform Commercial Code* de Estados Unidos —como fuente de derecho comparado para el entendimiento de las R&W, de origen anglosajón—, el tribunal concluyó que cuando una declaración

132 *Ibíd.*, 142.

133 Felipe Cuberos y Tomás Acosta., *Fusiones y Adquisiciones de Empresas: una perspectiva iberoamericana* (Valencia: Tirant Lo Blanch, 2021), 117.

134 Cuberos, “*Fusiones y Adquisiciones...*”, 117.

135 Néstor Martínez, *Cátedra de Derecho Contractual Societario regulación comercial y bursátil de los contratos societarios* (Bogotá: Legis, 2014), 657.

136 Cuberos, “*Fusiones y Adquisiciones...*”, 117.

se incorpora al contrato, se convierte en una garantía mediante la cual los hechos declarados son o serán verdaderos. Por lo tanto, para el tribunal, dado que las declaraciones incorporadas en el contrato producen un efecto legal de garantías (promesas), en caso de incumplimiento, es posible reclamar los perjuicios o la terminación del contrato cuando la declaración (convertida en garantía) es sustancial para la transacción.<sup>137</sup>

Así mismo, también se argumentó que las R&W no pertenecen al ordenamiento jurídico colombiano y, por lo tanto, no existe un efecto legal explícito al ser incluidas en un contrato. En consecuencia, el efecto legal de este tipo de cláusulas debería seguir el derecho contractual colombiano, es decir, su incumplimiento puede dar lugar a la terminación del contrato o su ejecución con indemnización de perjuicios. Sin embargo, también se señaló que, como es habitual en este tipo de contratos, seguida de las cláusulas de R&W, suele incluirse una cláusula de indemnidad, en virtud de la cual las partes acuerdan que, en caso de inexactitud o falsedad, la parte que realizó la R&W está obligada a indemnizar a la otra por los perjuicios que se hayan causado, de acuerdo con los términos del contrato.<sup>138</sup>

En el laudo arbitral de Bancolombia S.A. vs. Jaime Gilinski Bacal, uno de los pleitos arbitrales más relevantes del sector privado en Colombia,<sup>139</sup> el tribunal arbitral señaló que la inclusión de R&W en contratos de M&A está justificada por la importancia de afirmar el estado de la entidad económica, ya que, al final, dicho estado se utiliza para determinar el valor de la contraprestación. Además, el tribunal reconoció que, en caso de discrepancias entre lo declarado y garantizado por los vendedores y la realidad, existe la posibilidad de que los adquirentes reclamen una indemnización de perjuicios (vía la cláusula de indemnidad), de acuerdo con el contrato.<sup>140</sup>

Adicionalmente, el tribunal mencionó que esta estructura de R&W, junto con las obligaciones de indemnidad, está permitida bajo la ley colombiana, teniendo en cuenta el artículo 1604 del Código Civil, que les permite a las partes modificar el régimen de responsabilidad a través del contrato, y el principio de autonomía privada consagrado en el sistema legal colombiano, en virtud del cual los particulares y entidades tienen derecho a regular directamente sus intereses económicos.<sup>141</sup>

137 Corporación Financiera Colombiana S.A. v Invercolsa S.A. y otras, Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2005), 19-20.

138 Ibíd.

139 “Fin al pleito Bancolombia-Gilinski: los tribunales repartieron sus fallos”, *Portafolio*, 17 de mayo de 2006, <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/pleito-bancolombia-gilinski-tribunales-repartieron-fallos-243632>.

140 Bancolombia S.A. v Jaime Gilinski Bacal, Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2006), 83.

141 Ibíd.

Esta postura fue reiterada en el caso Cafesalud E.P.S. S.A. y otras vs. Medimás E.P.S. S.A.S. y otras, donde el tribunal arbitral confirmó que la naturaleza jurídica de R&W bajo la ley colombiana proviene del ejercicio del principio de autonomía de las partes que forma parte del derecho privado.<sup>142</sup>

En Altra Inversiones Ltda. y otros vs. Jairo Gutiérrez Robayo y otros, se analizó un presunto incumplimiento de un contrato de compra de acciones celebrado en junio de 2007. El contrato establecía que las R&W contenidas en él constituían un elemento esencial y una causa fundamental para su perfeccionamiento. El tribunal analizó el origen de este tipo de cláusulas considerando jurisprudencia relevante y legislación de Inglaterra y Estados Unidos, y señaló que, aunque no existe una norma que regule expresamente las R&W bajo la ley colombiana, algunas decisiones judiciales han establecido el marco legal de estos conceptos.<sup>143</sup>

Según el tribunal, la normativa que respalda las R&W en Colombia son los artículos 1602 (un contrato válidamente celebrado constituye ley para las partes) y 1603 del Código Civil colombiano y el artículo 871 del Código de Comercio colombiano (los contratos son vinculantes no solo en lo expresamente estipulado en ellos, sino también en lo que está vinculado a su naturaleza). El análisis del tribunal respecto a las R&W se inclinó hacia la idea de que estas son obligaciones accesorias más que principales, y están relacionadas con, y son consecuencia de, el deber precontractual de información. Sin embargo, señaló que aunque las R&W son accesorias ya que constituyen la base de las obligaciones principales, en caso de incumplimiento habría una violación del contrato y, por lo tanto, las implicaciones legales de cualquier incumplimiento contractual se aplicarían.<sup>144</sup>

En Mercantil Galerazamba & Cía S.C.A. y otro vs. Muñoz Merizalde & Cía S. EN C. y otro, se analizó un acuerdo de compra de acciones celebrado en agosto de 2015 entre accionistas minoritarios de una y otra compañías colombianas, cuyo propósito principal era gestionar y promover negocios invirtiendo en empresas. En este caso, el tribunal evaluó, entre otras cosas, si algunas R&W incluidas en el contrato fueron incumplidas, y las consecuencias legales aplicables de dicho incumplimiento.<sup>145</sup>

142 Cafesalud E.P.S. S.A. y otras v Medimás E.P.S. S.A.S. y otras, Tribunal Arbitral, Laudo Arbitral (2021), 102-103.

143 Altra Inversiones Ltda y otros v Jairo Gutiérrez Robayo y otros, Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2011).

144 *Ibíd.*, 38-42.

145 Mercantil Galerazamba & Cía S.C.A. y otro v Muñoz Merizalde & Cía S. EN C. y otro, Tribunal Arbitral, Laudo Arbitral (2020).

El Tribunal consideró que las R&W están principalmente orientadas a garantizar la veracidad y precisión de la información proporcionada por el vendedor en este tipo de transacciones. En caso de falta de veracidad o inexactitud, se otorga una garantía que conlleva una consecuencia de indemnización. Además, el Tribunal señaló que la relevancia de estas manifestaciones radica en el hecho de que el cierre del contrato depende de su veracidad y precisión. Por lo tanto, esto implica que probablemente las partes no habrían ejecutado el contrato si las garantías y declaraciones incluidas hubieran sido falsas o inexactas.<sup>146</sup>

Finalmente, el tribunal estableció que debido a la ausencia de regulación en relación con las R&W bajo la ley colombiana, en caso de incumplimiento, en primer lugar, deben aplicarse las consecuencias (como indemnizaciones) incluidas en el contrato. En caso de ausencia de regulación en el contrato, deben aplicarse las normas que consagran las consecuencias legales en virtud del derecho contractual. En este último caso, el tribunal mencionó que la acción legal por vicios ocultos podría aplicarse, dando lugar a la resolución del contrato o a la reducción del precio de conformidad con el artículo 934 del Código de Comercio colombiano y el artículo 1917 del Código Civil colombiano.<sup>147</sup>

### b) Efectos del conocimiento y limitación de responsabilidad

En cuanto al conocimiento que el vendedor podría tener al hacer R&W, la doctrina especializada ha considerado que quien representa y garantiza debe quedar obligado ya que la obligación se inserta en el contrato mismo. Esta responsabilidad perdurará a pesar del desconocimiento que pueda tener el individuo o entidad que hace las declaraciones y garantías en el momento en que se realizan.<sup>148</sup> Así pues, se ha sostenido que en este tipo de cláusulas, las partes crean una estructura de responsabilidad objetiva (generalmente las R&W junto con una cláusula de indemnización), en virtud de la cual la parte que hace las R&W es responsable de su precisión independientemente de su conocimiento real sobre lo que se representa y garantiza.<sup>149</sup> En este sentido, al incluir R&W, opera un régimen de responsabilidad objetivo y se crea una obligación de resultado, ya que basta con probar el incumplimiento para reclamar daños y perjuicios, y la única exención de la responsabilidad

146 Ibid., 221-223.

147 Ibid., 223-224.

148 Martínez, “*Catedra de Derecho...*”, 659.

149 Bancolombia S.A. v Jaime Gilinski Bacal, Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2006), 95-96.

podría ser la existencia de una “causa externa” (fuerza mayor, culpa exclusiva de la víctima o culpa de un tercero).<sup>150</sup>

En cuanto a las denominadas cláusulas de *sandbagging*, por un lado, siguiendo el principio de autonomía privada, se ha argumentado que las disposiciones a favor del *sandbagging* están permitidas bajo la ley colombiana.<sup>151</sup> Por otro lado, se ha mencionado que este tipo de disposiciones van en contra del principio de buena fe, en la medida en que mientras el vendedor revela información relevante, al final el comprador no queda obligado ni sujeto a ningún deber que a su turno debería tener.<sup>152</sup>

A pesar de las diferentes posturas al respecto, algunos tribunales arbitrales también han analizado el tema y parecen orientarse a favor de las cláusulas *pro-sandbagging*. En primer lugar, se ha dicho que simples deficiencias en el proceso de debida diligencia y el conocimiento del comprador sobre las discrepancias entre las R&W y la realidad no implican una violación de la regla *venire contra factum proprium no valet*.<sup>153</sup> En segundo lugar, se ha entendido que al insertar R&W en el contrato, las partes están asignando riesgos, razón por la cual el vendedor asume responsabilidad en caso de falsedad o inexactitud, ya sea que el comprador realice un proceso de debida diligencia o no, o que haya tenido conocimiento sobre alguna inexactitud o falsedad de las R&W.<sup>154</sup> En este sentido, podría decirse que estas posturas están orientadas a admitir la posibilidad de consagrar disposiciones *pro-sandbagging* bajo la ley colombiana.

## 5. Garantías sobre ESG en contratos de M&A: ¿su incumplimiento puede dar lugar a la terminación del contrato?

### 5.1. Las *ESG-related warranties*

Las garantías relacionadas con ESG aún no están estandarizadas. Como se explicó anteriormente, las garantías tradicionales que se ocupan del cumplimiento de las

150 Juan Gómez y Luis Tolosa, “The Assessment of Reps and Warranties Clauses by Arbitral Tribunals in Colombia”. (2021): 33.

151 Cuberos, “Fusiones y Adquisiciones...”, 119.

152 Gómez, “The Assessment of Reps...”, 34.

153 Altra Inversiones Ltda y otros v Jairo Gutiérrez Robayo y otros, 53-54.

154 Alicorp Colombia S.A. v Helados Modernos de Colombia S.A. y otros, Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2012), 46-49.



leyes, asuntos ambientales y laborales, prevención de lavado de dinero, prevención de corrupción son relevantes para cubrir aspectos generales —no específicos— de ESG. Las garantías relacionadas con ESG más comunes son el cumplimiento de la ley ambiental, la posesión de permisos requeridos para llevar a cabo negocios, la ausencia de procedimientos judiciales ambientales y vertimientos de desechos tóxicos o peligrosos en el suelo y/o agua.<sup>155</sup> Podría ser posible, en consecuencia, pensar en introducir garantías ESG más específicas que, por ejemplo, intenten reflejar los *scores* ESG del *target* o las metodologías y estándares que utiliza el *target* para revelar su información relevante de sostenibilidad, divulguen campañas de ONG que puedan afectar negativamente a la reputación del *target* o revelen variaciones en la remuneración por género o métricas de transparencia.<sup>156</sup>

Dicho esto, las garantías ESG que son relevantes para los fines de este artículo son aquellas que el inversionista (comprador/adquirente) podría considerar indispensables, pues su veracidad determina el sentido de su decisión para celebrar el contrato de M&A. En otras palabras, la información proporcionada por estas *ESG-related warranties* es lo que hace en mayor medida que el *target* sea atractivo para el inversionista desde una perspectiva ESG. Por lo tanto, estas garantías deberían ser las más específicas, aquellas que hacen que el *target* sea diferente de otros activos *target* potenciales y que muestren el rendimiento ESG deseado y aprobado por el inversionista.

## 5.2. Consideraciones bajo la ley inglesa

Teniendo en cuenta el régimen de R&W bajo la ley inglesa, podría decirse que, en principio, una violación de garantías ESG una vez completada la transacción solo da lugar a reclamar daños y perjuicios. En caso de que las partes acuerden un régimen de indemnización específico y los daños estén limitados o acotados, es probable que los tribunales ingleses respeten el contrato. En este escenario, la terminación del contrato por incumplimiento no es previsible. Sin embargo, en el caso de que las garantías ESG se consideren lo suficientemente sustanciales como para afectar los elementos esenciales de la transacción y llegar al fondo del asunto, es posible que un tribunal inglés determine que esas garantías son condiciones, y por lo tanto, el demandante tendría derecho a reclamar su terminación.

155 Joana Andrade, “ESG Due diligence in M&A Transactions”. *Chambers and Partners*, 28 de junio de 2022, <https://chambers.com/legal-trends/esg-due-diligence-in-ma-transactions>.

156 Jochen Ellrott, “How does ESG impact M&A?” *Freshfields Bruckhaus Deringer*, 15 de junio de 2022, <https://www.freshfields.de/our-thinking/knowledge/briefing/2022/06/how-does-esg-impact-ma/>.

Dada la ausencia de jurisprudencia en cuanto a garantías relacionadas con ESG, no es posible mostrar un ejemplo práctico que sirva para analizar cómo los tribunales ingleses han evaluado este tipo de cláusulas. Sin embargo, anticipando una intensa implementación de disposiciones de este tipo en contratos de M&A basados en el incremento de inversiones ESG, es probable que los tribunales ingleses comiencen a ver casos donde se necesite el análisis de cláusulas adaptadas a ESG. Según la información analizada en este artículo, las firmas de abogados ya han comenzado a introducir disposiciones relacionadas con ESG en contratos de M&A, incluidas R&W, y hay sugerencias que indican que algunas R&W relacionadas con ESG hechas a medida son necesarias en ciertas transacciones.

Se podría señalar que las garantías específicas (*ESG bespoke warranties*) son las que probablemente podrían considerarse lo suficientemente sustanciales como para convertirse en *conditions*, en la medida en que no forman parte de las garantías más comunes, recurrentes y que se pueden replicar en la gran mayoría de los contratos de M&A (como el cumplimiento de la ley y asuntos ambientales y sociales), sino que están específicamente diseñadas para la transacción dada la particularidad del desempeño ESG del *target*.

En resumen, se puede esperar que todos los *target* garanticen que, en general, cumplen con las leyes donde operan y realizan sus negocios conforme a las leyes ambientales y laborales. Sin embargo, no se espera que cada objetivo potencial alcance cierto puntaje ESG, aplique políticas ESG específicas o cumpla con estándares voluntarios y no vinculantes particulares. Estas peculiaridades podrían hacer que los inversionistas decidan adquirir determinados *targets*, y podrían estar orientados a reflejarlas en el contrato incluyendo algunas garantías. Al final, esas garantías podrían terminar siendo la razón de la inversión más allá de otros factores y, en tal caso, es probable que los tribunales ingleses determinen que esas disposiciones son sustanciales para la operación y van al fondo y a la raíz de la misma.

### 5.3. Consideraciones bajo la ley colombiana

El análisis de las garantías bajo la ley colombiana depende en gran medida de lo que las partes establezcan en el contrato, toda vez que generalmente se acepta que la base legal para la inclusión de las garantías en los contratos entre privados es el principio de autonomía privada. Por lo tanto, como han indicado los tribunales arbitrales, la consecuencia legal de un incumplimiento de cualquier garantía generalmente está comprendida en la cláusula de indemnidad, que se introduce en casi

todos los contratos de M&A y que implica la obligación de indemnizar los perjuicios causados. Estos tipos de obligaciones también han sido permitidos en virtud de lo dispuesto en el artículo 1604 del Código Civil colombiano, el cual permite a las partes modificar su régimen de responsabilidad contractual.

Hasta aquí no se incluye ninguna consecuencia de terminación en el análisis. No obstante, algunos tribunales arbitrales relevantes apoyan el hecho de que la terminación es plausible. En primer lugar, como se ha explicado, en *Corficolombiana vs. Invercolsa*, al señalar que ciertas garantías podrían ser lo suficientemente significativas (“sustanciales”) para el contrato como para permitir reclamar la terminación en caso de su incumplimiento, el tribunal interpretó las garantías utilizando criterios cercanos a la línea de interpretación empleada por los tribunales ingleses. Una conclusión similar puede extraerse al analizar *Altra Inversiones Ltda. y otros vs. Jairo Gutiérrez Robayo y otros*, donde, como se explicó antes, el tribunal señaló que, aunque las garantías son elementos accesorios del contrato, su incumplimiento produce las consecuencias legales de cualquier incumplimiento contractual, es decir, el derecho a reclamar la terminación o su ejecución con indemnización de perjuicios.

En segundo lugar, como se analizó anteriormente, en *Mercantil Galerazamba & Cía S.C.A. y otro vs. Muñoz Merizalde & Cía S. EN C. y otro*, se mencionó que ante un incumplimiento de las garantías, además de la cláusula de indemnidad como mecanismo indemnizatorio, es posible (i) argumentar un vicio en el consentimiento para reclamar la invalidez relativa o parcial del contrato, lo que podría dar lugar a su rescisión; o (ii) iniciar una acción legal por vicios ocultos, que otorga el derecho a reclamar la terminación, así como la indemnización de perjuicios en caso de que el vendedor conociera o debiera conocer los defectos.

Dicho esto, podría afirmarse que existen diversas alternativas disponibles para reclamar la terminación en caso de incumplimiento de las garantías relacionadas con ESG bajo la ley colombiana. Sin embargo, de acuerdo con los laudos arbitrales analizados en este artículo, es necesario realizar un análisis caso a caso para determinar las consecuencias jurídicas, especialmente las disposiciones contractuales, las circunstancias de cada incumplimiento y la relevancia de las garantías para la transacción. En este sentido, no sería razonable que cada caso de incumplimiento de garantías ESG diera lugar a la terminación. Aun así, siguiendo la misma lógica introducida por los tribunales ingleses, en el evento en que una garantía específica o un conjunto de garantías sean sustanciales y fundamentales en el contrato, podrían los jueces en Colombia establecer, como consecuencia jurídica, la terminación o la rescisión del contrato, según la acción judicial presentada.

## 6. Conclusión

Dado el constante aumento del interés en los asuntos ESG, la inversión ESG se ha convertido en una tendencia durante los últimos años. Varios hechos han marcado la expansión de la inversión sostenible en el mundo. La publicación de la Agenda 21 en 1992 por la ONU fue crucial para establecer una política pública global hacia la sostenibilidad. El debate mundial sobre el papel de las empresas en la sociedad generó nuevas visiones que se han utilizado para desarrollar una teoría según la cual las empresas deberían tener en cuenta cuestiones ambientales y sociales y ser responsables de los impactos de sus operaciones. A finales de la década de 1990, los fondos de pensiones fueron clave en la implementación del análisis de datos ambientales, sociales y no financieros en el proceso de toma de decisiones de inversión. Durante la primera década del siglo XXI, se publicaron e implementaron políticas relacionadas con ESG y normas voluntarias como el *Green Paper*, los *Principles for Responsible Investment*, y los *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*, lo que dio lugar a una nueva era en la que las compañías conducen sus negocios no solo para aumentar los beneficios, sino también para impactar positivamente en la comunidad considerando así los factores ESG.

Debido al crecimiento de la inversión ESG en el mundo, y la influencia que generan temas como el cambio climático en los negocios, la UE ha reforzado el marco legal de la inversión ESG mediante la promulgación de algunas políticas y regulaciones relevantes como el Plan de acción en 2018, el *European Green Deal* y el Reglamento sobre revelaciones relacionadas con la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros en 2019, la taxonomía de la UE en 2020 y la Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa en 2022. Esta legislación junto con los estándares voluntarios relacionados con ESG ha llevado a la comunidad inversionista a avanzar hacia la inversión sostenible, y aumentar las revelaciones de datos relacionados con ESG.

El contexto explorado en este artículo ha mostrado una conexión entre la inversión ESG y las transacciones de M&A como resultado de la implementación de estrategias ESG por parte de, entre otros, fondos de capital privado y empresas de petróleo y gas. Las transacciones de M&A cerradas en los últimos años por algunas de las compañías más relevantes dentro del sector de petróleo y gas, y las observaciones dadas por importantes firmas de abogados han demostrado que los contratos de M&A juegan un papel fundamental en las inversiones ESG, y algunas

de las principales disposiciones de estos contratos, incluyendo las declaraciones y garantías, pueden verse afectadas cuando una adquisición tiene como principal impulsor el rendimiento ESG del *target*.

Este artículo ha explicado cómo las *warranties* se utilizan por las partes en M&A para asignar riesgos, revelar información relevante y establecer algunas consecuencias legales como la indemnización de perjuicios o los remedios de terminación. Sin embargo, las consecuencias legales también pueden variar según la naturaleza y el alcance de las garantías, así como la jurisdicción aplicable. Según se pudo establecer en este artículo, mientras que bajo la ley inglesa una *misrepresentation* puede dar lugar a la rescisión del contrato y el incumplimiento de una *warranty*, en principio, solo da lugar a una indemnización de perjuicios, bajo la ley colombiana, dado que no hay regulación en cuanto a declaraciones y garantías, los tribunales arbitrales han interpretado que, no obstante la naturaleza legal de estas cláusulas, una declaración incorrecta o un incumplimiento de las garantías pueden dar lugar a la terminación y/o indemnización de perjuicios.

En cuanto a las garantías específicas, aunque podría argumentarse que el incumplimiento de cualquier garantía por defecto activa la cláusula de indemnización de los contratos de M&A y, por lo tanto, la indemnización de perjuicios es el recurso legal estándar, decisiones judiciales y laudos arbitrales de Inglaterra y Colombia, respectivamente, han considerado que en circunstancias en las que las garantías específicas son esenciales o “sustanciales” para la transacción, el incumplimiento de estas podría dar lugar a la terminación del contrato.

Mientras que, desde la perspectiva del derecho inglés, el fenómeno jurídico es que una garantía de esta naturaleza —una que podría ir a la raíz del contrato— podría convertirse en una condición, desde la perspectiva del derecho colombiano, el análisis se centra esencialmente en la relevancia de la garantía como una disposición acordada por las partes como parte de la aplicación del principio de autonomía privada. Por lo tanto, podría decirse que tanto el derecho inglés como el derecho colombiano proporcionan alternativas de terminación que podrían aplicarse tras un incumplimiento de una garantía, siempre y cuando sea lo suficientemente sustancial para la transacción y el contrato en su conjunto.

Finalmente, es probable que las garantías ESG establezcan una clara diferencia entre el vendedor (el *target*) y otros *targets* potenciales que fueron descartados o filtrados por el comprador (el inversionista) teniendo en cuenta su rendimiento ESG. Este factor distintivo puede ser un aspecto determinante del proceso de toma de decisiones de inversión hasta el punto de hacer que el inversionista seleccione un *target* particular sobre otro. Así las cosas, las garantías específicas relacionadas

con ESG hechas en contratos de M&A orientados a ESG podrían ser lo suficientemente sustanciales como para desencadenar la terminación o rescisión tras su incumplimiento. Esta conclusión se basa fundamentalmente en el hecho de que los tipos de garantías específicas de ESG (*ESG bespoke warranties*) que se espera se incluyan en los contratos de M&A probablemente podrían ir al núcleo del motivo de la decisión de inversión.

## Bibliografía

Advisory Opinion 1998-04A of the U.S. Department of Labor, 28 de mayo de 1998.

Alfonso-Ercan, Cristina. "Private Equity and ESG Investing", en *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting*, editado por Daniel Esty y Todd Cort, 132-133. Londres: Palgrave Macmillan, 2020.

Alicorp Colombia S.A. v Helados Modernos de Colombia S.A. y otros., Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2012).

Altra Inversiones Ltda y otros v Jairo Gutiérrez Robayo y otros., Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2011).

Andrade, Joana. "ESG Due diligence in M&A Transactions". *Chambers and Partners*, 28 de junio de 2022, <https://chambers.com/legal-trends/esg-due-diligence-in-ma-transactions>.

Armour, John, Luca Enriques y Thom Wetzler. "Dark and Dirty Assets: Greening Climate-Driven Asset Partitioning". *OBLB*, 14 de junio de 2022, <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-lawblog/blog/2022/06/dark-and-dirty-assets-greening-climate-driven-asset-partitioning>.

Atkins, Betsy. "Demystifying ESG: Its History & Current Status". *Forbes*, 8 de junio de 2020, <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2020/06/08/demystifying-esgits-history--current-status/?sh=651d351a2cdd>.

Avramov, Doron, Si Cheng, Abraham Lioui y Andrea Tarelli. "Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty". *Journal of Financial Economics* n.º 145 (2022): 642.

Bancolombia S.A. v Jaime Gilinski Bacal, Tribunal de Arbitramento, Laudo Arbitral (2006).

Barros, Victor, Pedro Verga, Joaquim Miranda y Pedro Rino. "M&A Activity as a Driver for Better ESG Performance". *Technological Forecasting & Social Change* n.º 175 (2022): 1-7.

Behn v Burness. 3 B. & S. 751. (1863).

Bellavite, Carlo, Laura Pellegrini y Massimo Catizone. *Climate Change Adaptation, Governance and New Issues of Value: Measuring the Impact of ESG Scores on CoE and Firm Performance*. Gewerbestrasse: Springer, 2022.

Bentsen v Taylor Sons & Co. 2 Q.B. 274 (1893).

Bettini v Gye. 1 Q.B.D. 183 187. (1876).

Billio, Mónica, Michele Costola, Iva Hristova, Carmelo Latino y Lorian Pelizzon. “Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance”. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management* n.º 28 (2021): 1429-1430.

Bisset v Wilkinson A.C. 177. (1927).

Blakinger, Charles. “Fiduciary Standards under the Employee Retirement Income Security Act of 1974”. *Geo L J* n.º 63 (1975), 1112.

Blackstone, “Environmental, Social and Governance (ESG) Policy” (2022).

BP, “BP completes acquisition of Archaea Energy” (2022).

BP, “Net zero ambition progress update” (2023).

Bravo, Fernanda. “El aumento de los activos ESG estimula la demanda de datos y análisis financieros”. *Bloomberg*, 1 de junio de 2022, <https://www.bloomberg.com/latam/blog/el-aumento-de-los-activos-esg-estimula-la-demanda-de-datos-y-analisis-financieros/>.

Brownstein, Andrew y Carmen Lu. publicado en “ESG and M&A in 2022: From Risk Mitigation to Value Creation”. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, enero 24 2022, <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/24/esg-and-ma-in-2022-from-risk-mitigation-to-value-creation>.

Brownstein, Andrew, Steven, Rosenblum, David Silk, Mark Veblen, Carmen Lu y Sabastian Niles. “The Coming Impact of ESG on M&A”. *Insurance Advocate* n.º 131 (2020): 21.

Buttanshaw, John. “ESG in private equity transactions: practical considerations”. *Practice Notes Thomson Reuters* (2022): 8-9.

Cafesalud E.P.S. S.A. y otras v Medimás E.P.S. S.A.S. y otras., Tribunal Arbitral, Laudo Arbitral (2021).

Carlyle, “Impact Review 2021”. (2021).

Chandelor v Lopus. Croke, Jac. 4 79 E.R. (1603).

Christensen, Dane, George Serafeim y Anywhere Sikochi. “Why Is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings”. *The Accounting Review* n.º 97 (2022): 150.

Clifford Chance, “The New Sustainability Reporting Standards Entered Into Force” *Clifford Chance* (2023): 5.

“Colombia’s Ecopetrol to buy government stake in ISA for \$3.58 billion”. *Thomson Reuters*, 12 de agosto de 2021, <https://www.reuters.com/article/us-ecopetrol-colombia-isa-idUSKBN2FD024>.

Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772.

Communication from the Commission (EC) COM(2002) concerning Corporate Social Responsibility: A business contribution to Sustainable Development. 347, final.

Communication from the Commission (EC) COM(2018) Action Plan: Financing Sustainable Growth.

Communication from the Commission (EC) COM(2019) The European Green Deal.

Corporación Financiera Colombiana S.A. v Invercolsa S.A. y otras. (2005).

Council Directive (EU) 2022/2464 on corporate sustainability reporting.

Council Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

Council Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment.

Cuberos, Felipe y Tomás Acosta, *Fusiones y Adquisiciones de Empresas: una perspectiva iberoamericana*. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2021.

CVC Capital Partners, “Responsible Investment Policy” (2023).

Davis Polk & Wardwell LLP, “Private M&A – United Kingdom – Q&A guide”. *Lexis PSL* (2021): 9-10.

Daykin, Susie. “Pension Scheme Investment: Is it Always Just About The Money? To What Extent Can or Should Trustees Take Account of Ethical or ESG Factors When Investing?”. *Trust Law International* n.º 28 (2014): 166.

Decreto 410 de 1971 (Código de Comercio), 16 de junio de 1971. Diario Oficial 33.339.

Dentons, “The impact of ESG on M&A transactions: Key takeaways for market participants”. (2022): 2.



DePamphilis, Donald, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Cambridge: Academic Press, 2015.

Derry v Peek. 14 App. Cas. 374. (1889).

Dimmonck v Hallett. L.R. 2 Ch. App. 25. (1866).

Edgington v Fitzmaurice. 29 Ch. D. (1884)

Ellrott, Jochen. "How does ESG impact M&A?". *Freshfields Bruckhaus Deringer*, 15 de junio de 2022, <https://www.freshfields.de/our-thinking/knowledge/briefing/2022/06/how-does-esg-impact-ma/>.

EQT, "Responsible Investment and Ownership Policy" (2022).

United States of America, Employee Retirement Income Security Act of 1974.

European Securities and Markets Authority. "Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU" (2022): 2-4.

Eversheds Sutherland LLP. "Sponsored briefing: The impact of ESG on M&A transactions". (2022): 5.

"Fin al pleito Bancolombia-Gilinski: los tribunales repartieron sus fallos", *Portafolio*, 17 de mayo de 2006, <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/pleito-bancolombia-gilinski-tribunales-repartieron-fallos-243632>.

Fletcher, William y Craig Smith. *Reaching Net Zero: What It Takes to Solve the Global Climate Crisis*. Amsterdam: Elsevier, 2020.

Freiberg, David, Jean Rogers y George Serafeim. "How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors". *Harvard Business School*, Working Paper N.º 20-056 (2020): 4.

Freshfields Bruckhaus Deringer, "A Legal Framework for Impact – Sustainability impact in investor decision-making" (2021): 274.

Freshfields Bruckhaus Deringer. "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment" *Freshfields Bruckhaus Deringer* (2005): 25.

Fuentes, Juan-Andrés. "Colombian Legal Research" *Harvard Law School Library*, 28 de junio de 2023, <https://guides.library.harvard.edu/colombia>.

Global Sustainable Investment Alliance. "Global Sustainable Investment Review 2020". (2021): 9.

Gómez, Juan y Luis Tolosa. "The Assessment of Reps and Warranties Clauses by Arbitral Tribunals in Colombia". (2021): 33-34.

Green Paper (EC) COM(2001) on promoting a European framework for Corporate Social Responsibility. 366, final.

Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd. A.C. 465 539. (1964)

Heilbut, Symons & Co v Buckleton. A.C. 30 48. (1913).

Hill, John, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: a Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*. Cambridge: Academic Press, 2020.

Institutional Limited Partners Association. “Due Diligence Questionnaire 2.0”. (2021): 36.

Intergovernmental Panel on Climate Change. “Global Warming of 1.5°C”. (2019): 161.

International Energy Agency, International Energy Agency. “Greenhouse Gas Emissions from Energy Data Explorer”. (2021).

International Energy Agency. “Methane Emissions from Oil and Gas Operations”. (2022).

Invertec Ltd v De Mol Holding BV. EWHC 2471 (Ch). (2009)

Keates v The Earl of Cadogan. 138 E.R 234. (1851)

Kimball, Griffith, “Sandbagging: Eagle Force Holdings & the Market’s Reaction”. *Brigham Young University Law Review* n.º 46 (2021): 571.

KKR. “Responsible Investment Policy”. (2023).

Kolakowski, Mark. “10 Top Private Equity Firms by Total Equity”. *Investopedia*, 18 de diciembre de 2023, <https://www.investopedia.com/articles/markets/011116/worlds-top-10-private-equity-firms-apo-bx.asp#citation-6>.

Latham & Watkins LLP. “ESG on the Rise in M&A Transactions”. (2022).

Leins, Stefan. ““Responsible Investment”: ESG and the Post-Crisis Ethical Order”. *Economy and Society* n.º 49 (2020): 72.

Lessambo, Felix, *U.S. Mergers and Acquisitions: Legal and Financial Aspects*. Gewerbestrasse: Springer Nature, 2021.

Lexis PSL. “Share purchase agreement—pro-buyer—individual sellers—conditional—long form”. *Lexis PSL* (2023).

Ley 84 de 1873 (Código Civil), 31 de mayo de 1873. Diario Oficial 2.867.

Luca Cerioni, “The “Place of Effective Management” as a Connecting Factor for Companies’ Tax Residence Within the EU Vs. the Freedom of Establishment: The Need for a Rethinking?” *German Law Journal* (2012): 1095.

Martínez, Nestor, *Cátedra de Derecho Contractual Societario regulación comercial y bursátil de los contratos societarios*. Bogotá: Legis, 2014.

McClain, Emlin. "Implied Warranties in Sales" *Harvard Law Review* (1893): 218.

McMurtrie, R.C. "Chandelor V. Lopus". *Harvard Law Review* n.º 1 (1887): 191.

Mercantil Galerazamba & Cía S.C.A. y otro v Muñoz Merizalde & Cía S. EN C. y otro., Tribunal Arbitral, Laudo Arbitral (2020).

United Kingdom, Misrepresentation Act 1967.

Montfort, Roland, Kiran Arora y Kenneth Henderson. "ESG Considerations in M&A Transactions". *The Corporate Governance Advisor* n.º 31 (2023): 20.

MSCI. "How does MSCI ESG Ratings work". (2023).

MSCI. "MSCI ESG Ratings". (2020): 3.

Nakajima, Tadahiro, Shigeyuki Hamori, Xie He, Guizhou Liu, Wenting Zhang, Yulian Zhang y Tiantian Liu, *ESG Investment in the Global Economy*. Singapore: Springer, 2021.

OECD. "OECD Guidelines for Multinational Enterprises". (2011).

OECD. "OECD Guidelines for Multinational Enterprises". (2023)

Pankhania v Hackney. EWHC 2441 (Ch). (2002).

United Kingdom, Pensions Act 1995.

Pussard v Spiers and Pond. 1 Q.B.D. 410. (1876).

Roscorla v Thomas. 3 Q.B. 234. (1842).

Schiffrin, Matt. "Así es la oportunidad de 80 billones de dólares de Blackstone" *Forbes*, 6 de febrero de 2024, <https://forbes.co/2024/02/06/negocios/asi-es-la-oportunidad-de-80-billones-de-dolares-de-blackstone>.

Serafeim, George y Aaron Yoon. "Understanding the Business Relevance of ESG Issues". *Journal of Financial Reporting* N.º 7 (2022): 207.

Shearman & Sterling LLP. "Private Mergers and Acquisitions in the UK: Overview". *Thomson Reuters* (2022): 2-4.

Shell Global. "Shell to acquire renewable natural gas producer Nature Energy". (2022).

Smith New Court Ltd v Scrimgeour Vickers. A.C. 254 259. (1997).

Springwell Navigation Corporation v JP Morgan Chase Bank. EWCA Civ 1221. (2010).

Store, Johanna. "Environmental, social and governance (ESG) ratings: Council and Parliament reach agreement". *Council of the European Union*, 14 de febrero de 2024, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>.

Sycamore Bidco Ltd v Breslin. EWHC 3443 (Ch) [203]. (2012).

Tampakoudis, Ioannis y Evgenia Anagnostopoulou. "The Effect of Mergers and Acquisitions on Environmental, Social and Governance Performance and Market Value: Evidence from EU Acquirers". *Business Strategy and The Environment* N.º 29 (2020): 1870-1873.

The Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries* (London: Controller of Her Majesty's Stationery Office, 2014): 112.

The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005

Thomabravo, "2021 ESG Report" (2021).

Thomson Reuters, "Rescission" Glossary.

Thomson Reuters. "Representations and Warranties". *Practical Law Glossary* N.º 8-382-3760 (2023).

TPG Capital, "TPG's Annual ESG Review" (2022).

U.S. Department of Labor, *Fiduciary Responsibilities*, acceso el 28 de marzo de 2024, <https://www.dol.gov/general/topic/retirement/fiduciaryresp>.

United Nations Conference on Environment & Development Rio de Janeiro, Brazil, 3 to 14 June 1992. 289-291.

United Nations, "Secretary-General Launches 'Principles For Responsible Investment' Backed By World's Largest Investors" *United Nations*, 26 de abril de 2006, <https://press.un.org/en/2006/sg2111.doc.htm>.

Vista Partners, "Vista's Commitment to Responsible Investing" (2021).

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. "The Coming Impact of ESG on M&A". *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz* n.º W/3669991 (2020): 1-2.

Warburg Pincus, "2022 ESG Report" (2022).

Watchman, Paul. "What is ESG and why does it matter? or what's ESG got to do with it?". *Scottish Planning and Environmental Law* (2022): 1.

Watford Electronics Limited v Sanderson CFL Limited. EWCA CIV 317. (2001).

Weber, James y David Wasieleski, *Corporate Social Responsibility*. Bingley: Emerald Publishing, 2018.

Welsh, Margaret y Peck Hayne. "Oil & Gas Asset Acquisitions: Overview". *Practice note Thomson Reuters* (2023): 7.

With v O'Flanagan. Ch. 575. (1936).

Zakrzewski, Rafal. "Representations and warranties distinguished". *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* (2013): 344.