



EL RIESGO DE INCURRIR EN “GUN JUMPING” EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN COLOMBIA

ANDRÉS ACEVEDO NIÑO*

RESUMEN

Las transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas, conocidas como *M&A* por sus siglas en inglés, derivan, por lo general, en integraciones empresariales. Es común, entonces, que las empresas involucradas en este tipo de operaciones tengan el deber de informar sobre la misma a la autoridad de competencia, con el fin de que dicha entidad evalúe los posibles efectos anticompetitivos que pueda tener la operación. No obstante, es posible que algunas acciones que suelen adoptarse en el proceso de una transacción de *M&A* resulten en una violación de dicho deber de información. Esta infracción, conocida como “*gun jumping*”, ha sido sancionada en Colombia en contextos que, si bien son ajenos al *M&A*, arrojan luces respecto de los criterios y estrategias

* Estudiante de derecho de la Universidad de los Andes. Calle 62 No. 4-72, Bogotá, Colombia. Contacto: acevedo9333@gmail.com

que deben adoptar las empresas para mitigar el riesgo de incurrir en acciones que puedan ser consideradas *gun jumping* en las transacciones de *M&A*. El presente texto analiza el *gun jumping*, los criterios que se emplean para determinar si una determinada conducta puede calificarse como tal, y las implicaciones que ello puede tener de cara a las fusiones y adquisiciones en Colombia.

Palabras clave: *gun jumping*; integraciones empresariales; fusiones y adquisiciones; due diligence; interim operating covenants; clean teams.

THE RISK OF GUN JUMPING IN M&A TRANSACTIONS IN COLOMBIA

ABSTRACT

It is common for M&A transactions to arise antitrust concerns. Therefore, it is usual for companies involved in these operations to have the duty to inform the antitrust authority and wait for its approval of the intended transaction, before the closing period. However, certain actions that are usually adopted during the transaction itself may constitute a breach of such duty. This infraction is known as “gun jumping” and has already been penalized by the Colombian antitrust authority, Superintendencia de Industria y Comercio. Although those considerations were made in contexts different from M&A, they shed some light as to which conducts adopted by a company may be considered to be gun jumping. This article analyzes gun jumping, the criteria used to arrive to the conclusion that a certain conduct constitutes gun jumping and the implications of these aspects in relation to mergers and acquisitions in Colombia.

Key words: *gun jumping; mergers and acquisitions; due diligence; interim operating covenants; clean teams.*

I. INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones de empresas (*mergers and acquisitions* o M&A) son operaciones complejas desde el punto de vista legal, pues tienen que considerar riesgos asociados a distintas áreas del derecho. De esta manera, los interesados en llevar a cabo la adquisición de una empresa, sea que ésta se estructure como una adquisición de acciones, de activos o una fusión, deben tener en cuenta los distintos riesgos legales que pueden materializarse, si desean un resultado exitoso. En consecuencia, no se aconseja que una operación de M&A se concrete sin la participación de asesores legales especializados en el tema.

De la mano con lo anterior, una de las principales labores de los asesores legales en procesos de M&A tiene que ver con la identificación de riesgos legales y la búsqueda de soluciones y alternativas que ayuden a la mitigación de los mismos. Es, en realidad, considerable la cantidad de riesgos legales que deben analizarse, que –se reitera– provienen de áreas del derecho tan diversas entre sí, como lo son el derecho comercial, societario, laboral, tributario, ambiental, de propiedad intelectual, entre otras. Como consecuencia de la existencia de dichas contingencias, es común que se adopten estrategias legales para mitigar, eliminar o asignar los riesgos. Dichas estrategias incluyen la previsión de cláusulas que permiten deshacer el negocio bajo determinados supuestos, modificar el precio a pagar, entre otras.

Uno de los riesgos relevantes cuando se trata de fusiones y adquisiciones de empresas encuentra su origen en el derecho de la competencia: la potencial violación del deber de informar las integraciones empresariales previstas en el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009. En ese sentido, en una transacción de M&A, el acceso a información sensible del vendedor por parte del comprador y el establecimiento de cláusulas que le permitan al comprador controlar las operaciones de la compañía objetivo, pueden constituir conductas que violen el deber de información del Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009.

El propósito de este texto es analizar, a la luz del ordenamiento jurídico colombiano y en el marco de los procesos de *M&A*, ese riesgo, que en inglés se conoce como “*gun jumping*”, para proponer estrategias legales de mitigación del mismo, viables según el derecho colombiano. Para ello, en primer lugar, se harán algunas consideraciones relativas a las operaciones de *M&A*, exponiendo las etapas en las que puede incurrirse en *gun jumping*. Posteriormente, se estudiará el régimen de control de integraciones empresariales y se expondrán las consecuencias que implica su inobservancia. Luego, se analizarán las circunstancias que pueden dar lugar a la materialización del riesgo *gun jumping* en los procesos de *M&A* y se propondrán estrategias de mitigación del mismo. Finalmente, se aportarán algunas conclusiones de la investigación.

II. FUSIONES Y ADQUISICIONES

1. RELACIÓN CON LAS INTEGRACIONES EMPRESARIALES

Tanto las fusiones como las adquisiciones de empresas son modalidades de integración empresarial, cuyo objetivo principal es, según Francisco Reyes Villamizar, la concentración empresarial. Una concentración empresarial¹ se da cuando dos o más empresas, que antes competían como entidades independientes en el mercado, se sitúan bajo un único órgano de gestión². En ese sentido, pareciera que lo que pretende una transacción de *M&A* es aumentar el porcentaje que una empresa posee sobre un determinado mercado. En Estados Unidos, aunque el lenguaje es distinto (se refieren a expansión, en vez de a concentración) los objetivos que ha identificado la doctrina son los mismos: búsqueda de si-

1 REYES VILLAMIZAR, F. Derecho societario tomo II, 2 ed. Bogotá, 2014. Pág. 86.

2 Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto No. 00001365 de 2000.

nergias, eficiencias tributarias, aprovechar el potencial inexplorado de una compañía, caprichos de los gerentes, entre otros³.

De esta manera, el empresario que adelanta una operación de este tipo pretende una expansión de su actividad empresarial, ya sea mediante una integración vertical, una integración horizontal o un conglomerado. Esto último ocurre cuando las empresas involucradas no son competidoras ni hacen parte de una misma cadena de distribución⁴. En esos casos no se genera una integración empresarial y por tanto no hacen parte del objeto de estudio del presente texto. Las integraciones verticales, por su parte, buscan la “unión de empresarios que se dediquen a actividades económicas anteriores (proveedores) o posteriores (clientes)”⁵, respecto de las que cumple la que propende a la integración (v.gr., producción de insumos, manufactura, transporte, distribución y comercialización)⁶. Así, pues, el objetivo no es otro que tener participación en los distintos niveles de la cadena de distribución⁷ (que va desde el fabricante hasta el consumidor final)⁸.

3 Al respecto ver GAUGHAN, P. *Mergers, Acquisitions, Corporate Restructurings*. Págs. 8-9, 104-145. HILL, C., QUINN, B y SOLOMON, S. *Mergers and Acquisitions: Law, Theory and Practice*. Págs. 15-17.

4 GAUGHAN, P. *Ibíd.* Pág. 8.

5 A la integración vertical que resulta en un acercamiento al consumidor se le conoce como aguas abajo (*downstream*), mientras que a la que resulta en una proximidad con la producción se le conoce como aguas arriba (*upstream*).

6 *Ibíd.* Pág. 87.

7 Los términos *cadena de distribución* y *cadena de producción* se usan indistintamente, en el ordenamiento jurídico colombiano, para referirse a los distintos niveles por los que pasa un producto para llegar al consumidor final (fabricación, expendio, transporte entre otros). Así, por ejemplo, el Artículo 13 del Estatuto del Consumidor (Ley 1480 de 2011) hace referencia a la cadena de distribución, mientras que la SIC en Resolución 69518 de 2014 se refiere a la cadena de producción y comercialización.

8 Según Patrick A. Gaughan, “la integración vertical comprende la adquisición de firmas que están bien cerca a la fuente de suministro o próximas al consumidor final”. (*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York, Edit. John Wiley & Sons, Inc., pág. 133). Tomado de REYES VILLAMIZAR, F. *Ibíd.*

La integración horizontal, por su parte, es aquella que se da respecto de empresas que están situadas en el mismo nivel de la cadena de distribución, es decir, empresas que se dedican a la misma actividad económica. Un ejemplo de ello es cuando una empresa que se dedica al transporte de pescado congelado entre Puerto Berrío y Medellín adquiere a otra empresa que transporta pescado entre estos dos municipios, con el fin de afianzar su posición en el mercado⁹. Desde ya se advierte que la Superintendencia de Industria y Comercio (en adelante también SIC o Superintendencia) ha explicado que el régimen de control de integraciones empresariales comprende tanto las integraciones verticales como las horizontales¹⁰.

Muy ilustrativo resulta el análisis de José María Álvarez respecto de las sinergias¹¹ resultantes de una operación de M&A. Según este autor, “[e]n las adquisiciones horizontales, es decir, en las que un competidor compra a otro, se deben producir dos circunstancias: una reducción de costes y un aumento de ingresos”¹². Por otra parte, en las adquisiciones verticales, las principales sinergias se refieren a reducción de costos contractuales y de costos de transacción¹³.

9 Este tipo de integración puede dar lugar, según Francisco Reyes Villamizar, a “la eliminación de competidores en el mismo renglón económico y motivar una posición dominante del empresario.” REYES VILLAMIZAR, F. *Ibíd.* Pág. 86.

10 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 5545 de 2014.

11 El mismo Álvarez Arjona ofrece la siguiente definición de sinergia: “la unión de dos empresas debe producir el efecto de que el valor de las dos empresas juntas sea superior al valor de ellas individualmente consideradas.” ÁLVAREZ ARJONA, J. M y CARRASCO PERERA, A. *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid, 2004. Thomson Aranzadi. Pág. 47. Por su parte, Patrick Gaughan ofrece la siguiente definición de sinergia: “the ability of a corporate combination to be more profitable than the individual profits of the firms that were combined.” GAUGHAN, P. *Ibíd.* Pág 104.

12 *Ibíd.* Pág. 46.

13 *Ibíd.*

Las anteriores consideraciones económicas toman relevancia cuando se tiene en cuenta que “*tal vez las tres modalidades más usadas para realizar concentraciones empresariales en Colombia –y sin que exista, hasta donde se conoce, una cifra oficial sobre el tema–, son la fusión, la compraventa de activos y la adquisición de control*”¹⁴. Una adquisición de una empresa puede efectuarse tanto a través de una compraventa de activos como de una compraventa de acciones. Esta última modalidad es quizá la modalidad de *adquisición de control* más evidente o genuina, aunque se advierte desde ya que no es la única¹⁵. En suma, la operación de *M&A* es el medio jurídico por el cual se arriba al resultado, que es, por lo general, la integración¹⁶.

2. ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

Una adquisición de empresa, desde el punto de vista jurídico, no es otra cosa que una compraventa de acciones o activos que trae consigo otra serie de complejidades de diversa naturaleza (laboral, ambiental, tributaria, entre otras). De esta manera, la adquisición

14 SERRANO PINILLA, F. “El Concepto de “Control” en el Régimen Colombiano de Integraciones Empresariales y Sus Implicaciones Frente a la Adquisición de Participaciones Minoritarias”. *Revista de Derecho de la Competencia*, Vol. 10. Bogotá, 2014. Pág. 469.

15 Como se verá más adelante, el amplio concepto de adquisición de control y el tratamiento dado al mismo por parte de la SIC, genera el riesgo de “gun jumping” en las etapas de due diligence y periodo interino en M&A.

16 Ya ha explicado la SIC que el concepto de integración es económico, es por ello que el deber de informar previamente las integraciones empresariales proyectadas, surge sin importar la forma jurídica que se utilice, pues lo verdaderamente importante es el resultado de concentración del mercado. Así, en Resolución No. 49903 de 2014, la SIC anotó: “el concepto de integración empresarial es económico, no jurídico, razón por la cual se pueden crear vínculos entre competidores que restringen indebidamente la competencia sin necesidad de que exista transferencia de propiedad.” Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 49903 de 2014.

de una empresa puede darse mediante la adquisición de participaciones mayoritarias en dicha sociedad o mediante la compra de activos de la empresa objetivo (también conocida como empresa *target*). El objetivo, en ambos casos, es la toma de control por parte del comprador sobre la empresa *target*¹⁷.

Los procesos de *M&A* son operaciones complejas que, debido a los recursos que se invierten para los mismos, las circunstancias particulares de estos negocios y el tiempo que toma llevar a feliz término una transacción de esta naturaleza, se dividen en varias etapas. En ese sentido, es posible que una transacción de *M&A* involucre la suscripción de varios documentos, a saber: cartas de intenciones, memorandos de entendimientos, acuerdos de confidencialidad y contratos definitivos¹⁸.

Si bien *M&A* hace referencia a fusiones y adquisiciones (*mergers and acquisitions*), hay que decir que en Colombia la mayoría de transacciones de *M&A* en el sector privado se llevan a cabo a través de adquisiciones de acciones y de activos. A pesar de ello, en el siguiente apartado se explicará el concepto de *fusión*.

3. FUSIÓN

El Artículo 172 del Código de Comercio trae la siguiente definición de fusión:

Artículo 172.- Habrá fusión cuando una o más sociedades se disuelvan, sin liquidarse, para ser absorbidas por otra o para crear una nueva.

La absorbente o la nueva compañía adquirirá los derechos y obligaciones de la sociedad o sociedades disueltas al formalizarse el acuerdo de fusión.

17 En palabras de José M. Álvarez, “La adquisición es el medio y la toma de control el fin.”. ÁLVAREZ ARJONA, J. M y CARRASCO PERERA, A. *Ibíd.* Pág. 45.

18 Ver MILLER, E. *Mergers and Acquisitions: A step by step legal and practical guide.* Págs. 23-30.

Resulta muy importante traer a colación dicha definición normativa, pues, como bien advierte el actual Superintendente de Sociedades, Francisco Reyes Villamizar:

[...] la palabra fusión puede tomarse en sentido económico o jurídico. En el primero, significa cualquier forma de concentración empresarial (adquisición de participaciones mayoritarias, compra de activos y pasivos o fusión propiamente dicha). En sentido jurídico societario significa la unión estrecha entre sociedades, de manera que sólo subsiste una persona jurídica que absorbe los patrimonios de las otras sociedades participantes en la operación¹⁹.

Es evidente que el sentido que se le dará en el presente texto a la palabra *fusión* será el jurídico. Lo anterior, toda vez que el presente estudio se encuentra limitado al análisis de *M&A*; de esta manera, si se le fuese a otorgar el sentido económico a fusión, se tendría que extender el análisis a cualquier forma de concentración empresarial, lo que no sólo haría más extenso este trabajo, sino que resultaría en una pérdida de foco del mismo²⁰.

Hecha la anterior aclaración, hay que decir que mediante una fusión se genera una transferencia en bloque del patrimonio²¹ de una sociedad (o ambas) hacia la otra sociedad, denominada absorbente, (o hacia una nueva sociedad, creada para tal propósito)²². De igual manera, mediante “*el procedimiento de intercambio de acciones, cuotas o partes de interés, los socios o accionistas de las sociedades que participan en el proceso de fusión se incorporan a la nueva sociedad que se crea o a la compañía absorbente*”²³.

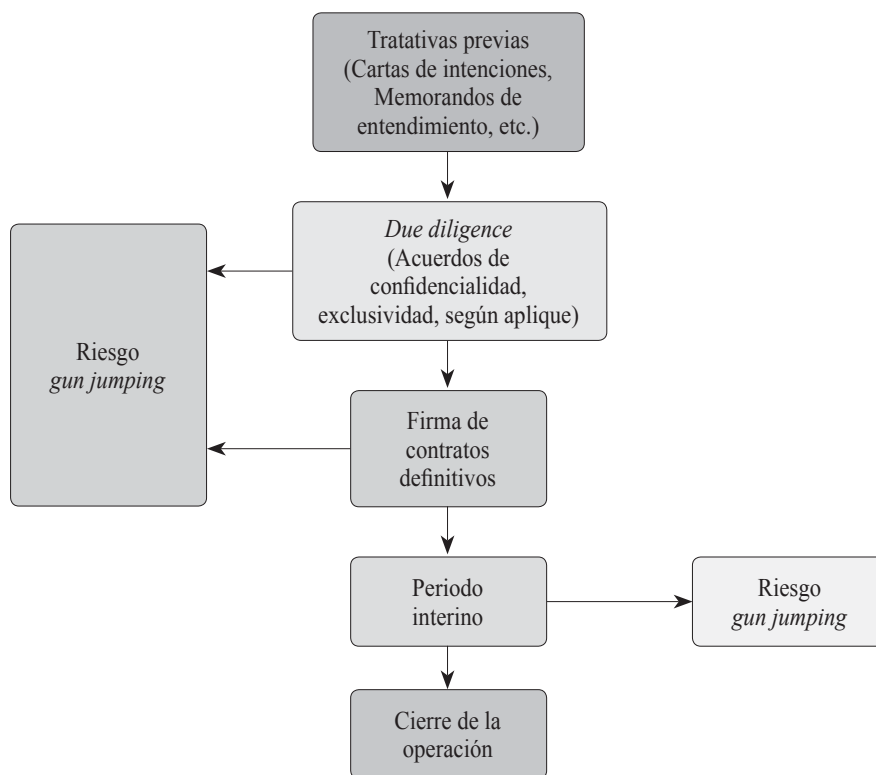
19 REYES VILLAMIZAR, F. *Ibíd.* Pág. 91.

20 En efecto, habría que incluir dentro de la investigación los carteles, contratos de colaboración empresarial, *joint ventures*, entre otros.

21 No debe olvidarse que tanto activos como pasivos se transfieren *ipso iure* en este tipo de operaciones.

22 REYES VILLAMIZAR, F. *Ibíd.* Pág. 93.

23 *Ibíd.* Pág. 101.



Gráfica 1.

Dice Francisco Reyes Villamizar que “[d]entro del género de operaciones de integración, la fusión es quizá la que más genuinamente denota la intención de las sociedades participantes de integrar patrimonios y empresas”²⁴. Como se verá más adelante, la violación del deber de información previsto en el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 se verifica cuando hay una integración empresarial que no se informa previamente a su materialización. Así las cosas, en este punto resulta pertinente advertir que si bien es cierto que fusionarse o adquirir una empresa es la manera más evidente de integrarse – y por lo tanto de violar el deber mencionado – existen, como se verá, dentro del mismo proceso de *M&A*, conductas previas a la culminación de la operación que pueden reputarse,

24 Ibid. Pág. 92.

por sí mismas, como una integración y por lo tanto violatorias del régimen de control previo de concentraciones empresariales.

Teniendo en cuenta que los procesos tanto para fusiones como para adquisiciones son similares, la gráfica 1 presenta las etapas de los mismos. Como se verá, hay dos etapas particulares donde puede concretarse el riesgo de incurrir en *gun jumping*.

4. DUE DILIGENCE

El proceso de debida diligencia (también *due diligence*) es un estudio, que puede ser exhaustivo o no, sobre la situación de la compañía target²⁵. Este tipo de estudios no se restringen a operaciones de M&A, también es usual encontrarlos en otro tipo de operaciones, como por ejemplo en las financiaciones corporativas²⁶. La razón de llevar a cabo un *due diligence* en una operación de M&A tiene que ver con que, por lo general, el comprador no desea comprometerse a adquirir una empresa sin antes tener la oportunidad de revisar, analizar y evaluar información respecto de la compañía, sus activos y operaciones²⁷. De esta manera, el comprador lleva a cabo este proceso y luego determina si la inversión en efecto tiene sentido y, de ser el caso, las medidas contractuales a adoptar con el fin de proteger el valor de la inversión²⁸.

25 Por supuesto que también puede ser realizado por el adquirido respecto del adquirente; sin embargo, esto no es usual ni tampoco parece ser eficiente desde un análisis costo-beneficio.

26 ÁLVAREZ ARJONA, J. M y CARRASCO PERERA, A. *Ibíd.* Pág. 147.

27 En palabras de Joseph Krauss, “no company should be expected to acquire another entity without information sufficient to analyse and value adequately the transaction. Due diligence minimises the risk of unfavourable surprises.” KRAUSS, J. ‘Gun-Jumping’: What Are The Standards Governing Pre-Consummation Activities?. *Global Competition Review*. 2002. Pág. 48.

28 Así, puede suceder que, en vez de abstenerse de concretar la operación o de modificar el precio de la transacción, el comprador exija al vendedor que suscriba unas manifestaciones y garantías (reps & warranties), a fin de que lo mantenga

Los autores Hill, Quinn y Solomon resumen así los objetivos de un *due diligence*: confirmar los activos y pasivos de la compañía target; investigar pasivos o riesgos potenciales; confirmar el valor de la compañía, conocer más acerca de las operaciones de la compañía; identificar impedimentos a la transacción, tales como autorizaciones de terceros; identificar los pasos necesarios para integrar la compañía target²⁹. Dentro de las medidas contractuales que suelen redimirse necesarias luego de realizar un *due diligence*, los precitados autores identifican las siguientes: *pre closing covenants* (también conocidos como *interim operating covenants*) y declaraciones & garantías (en inglés *representations & warranties*)³⁰.

De lo anterior se deduce que el proceso de *due diligence* se realiza con anterioridad a culminar la operación de M&A, así:

La anticipación de este proceso permitirá reducir los problemas derivados de aquellos riesgos que se puedan identificar [...] sin embargo [este proceso] no comienza normalmente (sobre todo en caso de que el mismo se realice a instancia del comprador) hasta que las partes han acordado en principio los términos más generales y las bases al menos de la transacción³¹.

En este proceso, pues, de un lado se verifica el avalúo inicial que se hizo respecto de la compañía y, por otro lado, se identifican riesgos no conocidos –o no revelados– por el vendedor. Como es lógico, para poder llevar esto a cabo puede ser necesario acceder a información privada, sensible, y muchas veces secreta del vendedor. De golpe, pareciera ser que quien debería estar

indemne respecto de la concreción de un riesgo determinado (identificado en el *due diligence*)

29 HILL, C., QUINN, B y SOLOMON, S. *Ibíd.* Pág. 320.

30 *Ibíd.* Pág. 326.

31 ÁLVAREZ ARJONA, J. M y CARRASCO PERERA, A. *Ibíd.* Pág. 148.

preocupado es el vendedor pues tendría que tomar medidas para evitar que el comprador revele su información privada o la use a su favor. En efecto,

La preocupación del vendedor por preservar la confidencialidad de la información facilitada al comprador; especialmente con respecto a aquella que se considera muy valiosa y de carácter confidencial, es lógica y perfectamente comprensible dado que puede que la transacción no llegue a buen fin y que el comprador potencial haya entonces ya recibido información comercial muy valiosa de la sociedad objeto, por ejemplo la lista de clientes o información sobre secretos comerciales³². (subrayado propio)

Como se verá más adelante, el acceso a cierta información –como, por ejemplo, la subrayada en el apartado anterior– puede tener repercusiones significativas tanto para vendedor como para comprador, en términos de *gun jumping*. Por ese motivo, la preocupación a la que se hace referencia no debería recaer únicamente en vendedor, sino también en el comprador que accede a esa información.

5. INTERIM OPERATING COVENANTS

Como puede observarse en la gráfica No. 1, es usual que exista un periodo de tiempo entre la firma de los contratos definitivos y el cierre de la operación³³. Esta etapa, que se denomina periodo interino o periodo pre-cierre, existe debido a que, a pesar de que las partes ya han suscrito contrato, existen algunos asuntos que deben ser atendidos con el fin de concretar la operación³⁴. Tenien-

32 Ibid. Pág. 159.

33 Entendiéndose como cierre de la operación, el momento en el que se cumple con las obligaciones de entrega de las acciones o activos y el pago del precio.

34 Ver MILLER, E. Ibid. Págs 29-31.

do en cuenta que dichos asuntos exceden la voluntad de las partes –pues involucran a terceros– resulta necesario prever este periodo de tiempo. Algunos ejemplos de las acciones que deben adelantarse durante el periodo interino son: conseguir autorizaciones gubernamentales, autorizaciones de terceros y resolver asuntos con los empleados de la empresa *target*.

Durante ese periodo pre-cierre, a pesar de que existe un compromiso en firme por parte del comprador, de adquirir la compañía, la administración de la empresa *target* estará a cargo del vendedor. Hay dos razones principales para esto: de un lado, existe la posibilidad de que no se obtenga un permiso o autorización que resulte vital ya sea para concretar la operación (por ejemplo una objeción de la SIC a la integración proyectada) o para la ejecución del negocio al que se dedica la compañía (por ejemplo un proveedor o cliente clave que no autoriza la cesión de los contratos³⁵).

La segunda razón tiene que ver con los denominados *problemas de agencia*³⁶. Para entender dicho problema de agencia, hay que tener en cuenta que en el contrato definitivo suelen pactarse condiciones suspensivas, cuyo cumplimiento se hace necesario para alcanzar el cierre de la operación y que se activen las obligaciones de la compraventa. En ese sentido, si no se cumplen las condiciones suspensivas, comprador y vendedor no estarán obli-

35 Si la adquisición se estructura mediante una adquisición de activos (*asset deal*) será necesario que el tercero (proveedor o cliente) acepte la cesión de posición contractual del vendedor al comprador. Tratándose de una adquisición de acciones (*share deal*), en principio no resulta necesario obtener autorización de los terceros para seguir ejecutando los contratos; no obstante, de existir cláusulas de “cambio de control”, será necesario obtener el permiso del tercero en mención.

36 Un problema de agencia surge “cuando el bienestar de una de las partes denominada el mandante (principal), depende de las acciones adelantadas por un tercero, denominado el mandatario o agente (agent). El problema radica en motivar al mandatario para que actúe en beneficio del mandante, en lugar de que aquel obre en su propio beneficio” REYES VILLAMIZAR, F. Análisis Económico del Derecho Societario. Bogotá. 2013. Pág. 41.

gados a cerrar la operación³⁷. Estas cláusulas, conocidas como *walking rights*, darían lugar a un problema de agencia, si fuese el comprador quien asume el negocio durante el periodo de cierre. De esta manera, si el comprador se arrepiente de cerrar el negocio, bastaría con que este, durante ese periodo interino, auto saboteara la compañía para asegurarse que no se cumpla alguna de esas condiciones de cierre y así pudiese abandonar el negocio sin tener que pagar algún tipo de penalidad.

Por esos motivos, la gestión del negocio durante el periodo en mención se mantiene en cabeza del vendedor. Ahora bien, ello también crea un problema de agencia, esta vez con el vendedor como agente. Lo anterior, pues el vendedor, al haber ya asegurado la venta de su empresa y los términos para ella, no guarda un interés real en que el patrimonio de la empresa vendida se incremente y ni siquiera en que no disminuya, salvo que el precio se vea comprometido como resultado de dichas fluctuaciones³⁸. Así las cosas, se puede pensar en muchas maniobras oportunistas que ese vendedor, como director de la empresa *target*, puede realizar para favorecer sus intereses, en detrimento de la empresa que –se reitera– no seguirá siendo suya por mucho tiempo. Entre ellas, se pueden mencionar las siguientes: incrementar los salarios de sus altos ejecutivos, adquirir nuevos créditos por cuenta de la empresa y utilizarlos en proyectos personales, perjudicar las relaciones con sus proveedores/clientes para trasladarlos a otra de sus empresas, entre otras.

Para remediar esa situación, el comprador, dentro del acuerdo definitivo, incluirá ciertas obligaciones de hacer o no hacer

37 En palabras de Andrew Sherman, “Both parties will want to articulate a set of conditions or circumstances such that they will not be bound to proceed with the transaction if certain contingencies are not met or if certain events happen [...] such as third party approvals, regulatory permission or related potential barriers to closing”. SHERMAN, A. *Mergers and Acquisitions: From A to Z*. Pág. 58.

38 HILL, C., QUINN, B y SOLOMON, S. *Ibíd.* Pág. 382.

(conocidos como *interim operating covenants*), que restringen el ámbito de discreción de quien está sujeto a ellos, en el manejo de su empresa o negocios. Estos *covenants* son compromisos no monetarios que realiza el vendedor y cuyo incumplimiento estará ligado a una consecuencia jurídica³⁹. Según Martin Paolantonio “la función de los *covenants* es determinar líneas de acción y límites a la actividad de la empresa [target] que se consideran relevantes para la seguridad [del comprador]”⁴⁰.

Así, pues, algunos de los principales *interim operating covenants* obligan al vendedor a: (i) llevar a cabo la gestión de la empresa según el giro ordinario de sus negocios, (ii) no modificar las compensaciones de sus empleados, (iii) no incrementar sus niveles de endeudamiento, (iv) obtener autorización del comprador para realizar ciertas operaciones, (v) mantener las relaciones con los proveedores/clientes intactas⁴¹.

Salta a la vista, entonces, que la finalidad de dichos *interim operating covenants* no es otra que conservar el valor de la inversión. En palabras de Andrew Sherman, estos *covenants* ayudan a proteger al comprador contra sorpresas desagradables en el momento del cierre⁴² y son, en criterio de Claire Hill, un reconocimiento de la divergencia de intereses que existe en el periodo pre-cierre entre comprador y vendedor⁴³.

A pesar de que los *interim operating covenants* persigan una finalidad legítima, la mera existencia de algunos de esos *covenants*, a favor del comprador, pueden conferir control sobre la

39 Las consecuencias jurídicas de incumplir un *covenant* suelen ser penalidades o facultad de deshacer el negocio por parte del comprador.

40 PAOLANTONIO, M. *Covenants y responsabilidad civil de las entidades financieras*. Pág. 174.

41 Ejemplos de estos *covenants* pueden encontrarse en OESTERLE, D. *The law of mergers and acquisitions*. Pág. 330-331.

42 SHERMAN, A. *Ibid.* Pág. 59.

43 HILL, C., QUINN, B y SOLOMON, S. *Ibid.*

empresa target, según el criterio de la SIC, y por tanto derivar en una integración empresarial no informada, esto es, violatoria del Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009.

III. RÉGIMEN DE CONTROL DE INTEGRACIONES EMPRESARIALES

1. FUNDAMENTO CONSTITUCIONAL

Una manera de acercarse al régimen de integraciones empresariales es entender las razones que facultan a una autoridad estatal a intervenir en negocios privados. La referencia, por supuesto, es a la conocida *intervención estatal* y particularmente a aquella que se da en la economía. En ese orden de ideas, el Artículo 333 de la Constitución Política colombiana dispone que:

Artículo 333.- *La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la Ley.*

La libre competencia económica es un derecho de todos que supone responsabilidades.

La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones. El Estado fortalecerá las organizaciones solidarias y estimulará el desarrollo empresarial.

El Estado, por mandato de la Ley, impedirá que se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará o controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional.

La Ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación. (subrayados propios)

De lo anterior, se puede concluir que la intervención estatal es un mandato constitucional impuesto al Estado colombiano, con el fin de garantizar la libertad económica. Adicionalmente, la misma Constitución prevé que dicha intervención podrá efectuarse de

manera preventiva, con el fin de evitar que se materialicen las prácticas –o los efectos de dichas prácticas– que limiten la mencionada libertad económica. Con esto en mente, hay que decir que una de las herramientas con las que cuenta el Estado para garantizar la libre competencia es el control previo de integraciones empresariales. Sobre el particular la Corte Constitucional consideró lo siguiente:

[...] *el control de las integraciones empresariales no constituye una sanción, sino que es una herramienta constitucionalmente legítima de intervención estatal en la economía, destinada a evitar actividades de los agentes que, por su grado de incidencia en la composición del mercado, imposibiliten la competencia efectiva*⁴⁴.

Es muy importante, en este punto, aclarar que el mencionado control no se efectúa respecto de todas las integraciones empresariales, sino sólo respecto de algunas de ellas que, por sus condiciones, puedan generar algún efecto perjudicial para la libre competencia. Bajo esa misma línea argumentativa, dijo la Corte Constitucional en la precitada sentencia lo siguiente: *“la existencia de un control administrativo de determinadas operaciones de integración que resulten especialmente relevantes para la estructura del mercado, se muestra como una herramienta idónea y pertinente para cumplir con las finalidades estatales relativas al mantenimiento de mercados competitivos”*⁴⁵. (subrayado propio).

2. REGULACIÓN

La mayor parte de la regulación colombiana relativa al control previo de integraciones empresariales se encuentra en la Ley

44 Corte Constitucional, Sentencia No. C-228 de 2010. M.P. Luis Ernesto Vargas Silva.

45 *Ibíd.*

1340 de 2009⁴⁶; norma ésta que actualizó las disposiciones en materia de protección de la competencia⁴⁷. Así, el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 prevé lo siguiente:

Artículo 9°. Control de Integraciones Empresariales. El Artículo 4° de la Ley 155 de 1959 quedará así:

Las empresas que se dediquen a la misma actividad económica o participen en la misma cadena de valor; y que cumplan con las siguientes condiciones, estarán obligadas a informar a la Superintendencia de Industria y Comercio sobre las operaciones que proyecten llevar a cabo para efectos de fusionarse, consolidarse, adquirir el control o integrarse cualquiera sea la forma jurídica de la operación proyectada:

- 1. Cuando, en conjunto o individualmente consideradas, hayan tenido durante el año fiscal anterior a la operación proyectada ingresos operacionales superiores al monto que, en salarios mínimos legales mensuales vigentes, haya establecido la Superintendencia de Industria y Comercio, o*
- 2. Cuando al finalizar el año fiscal anterior a la operación proyectada tuviesen, en conjunto o individualmente consideradas, activos totales superiores al monto que, en salarios mínimos legales mensuales vigentes, haya establecido la Superintendencia de Industria y Comercio.*

En los eventos en que los interesados cumplan con alguna de las dos condiciones anteriores pero en conjunto cuenten con menos del 20% mercado relevante, se entenderá autorizada la operación. Para este último caso se deberá únicamente notificar a la Superintendencia de Industria y Comercio de esta operación.

46 En efecto, dice Alfonso Miranda que “la Ley 1340 de 2009 es el cuerpo normativo que más reglas contiene en relación con el control previo de las concentraciones empresariales.” MIRANDA, A. BARRERA, N. y GUTIÉRREZ, J.D. El Control de las Concentraciones Empresariales en Colombia. Bogotá. 2014. Pág. 137.

47 Según Alfonso Miranda, esta Ley en vez de “reformular o derogar el anterior cuerpo normativo, tiene por objeto actualizar sus disposiciones para fortalecer y precisar los procedimientos y herramientas utilizadas por la autoridad para proteger la competencia. MIRANDA, A. BARRERA, N. y GUTIÉRREZ, J.D. *Ibíd.* Pág. 136. Dentro de las principales normativas previas a la Ley 1340 de 2009 se resaltan la Ley 155 de 1959, el decreto 1302 de 1964, el decreto 2153 de 1992.

Así pues, el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 es la principal fuente normativa del régimen de control de integraciones empresariales. Para un adecuado entendimiento de esta norma y por lo tanto para comprender cuándo una integración debe ser informada, resulta necesario acudir a lo que ha dicho la Superintendencia de Industria y Comercio al respecto. En ese sentido, la SIC ha explicado que son dos los supuestos que deben evaluarse para determinar si una integración debe ser informada a dicha autoridad. El primero de ellos, denominado supuesto subjetivo:

Implica que las empresas que se pretendan integrar estén dedicadas a la misma actividad productora, abastecedora, distribuidora o consumidora de un bien o servicio determinado, o que se encuentren dentro de la misma cadena de valor de dicho bien o servicio. Así, dentro de este supuesto se destacan dos preceptos: que exista una pluralidad de empresas a integrarse y que esas empresas desarrollen la misma actividad económica o que estén en la misma cadena de valor⁴⁸.

Por otra parte, el supuesto objetivo implica:

[Por una parte] verificar si las empresas intervinientes en la operación presentan, en el año inmediatamente anterior a la operación, activos o ingresos operacionales superiores a un monto establecido anualmente por la Superintendencia de Industria y Comercio, ya sea individualmente o en conjunto. [...]

En segundo lugar, el supuesto objetivo implica determinar si las empresas pretenden fusionarse, consolidarse o integrarse entre sí, sin importar la forma jurídica de la operación. En caso afirmativo, las empresas tendrán el deber de informar previamente a la Superintendencia de Industria y Comercio su intención de llevar a cabo la operación⁴⁹.

Cuando se acrediten ambos supuestos, es decir, que las empresas que pretenden realizar una operación que tenga como efecto

48 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 4851 de 2013.

49 *Ibíd.* Pág. 12.

una concentración empresarial, se dediquen a la misma actividad económica o hagan parte de la misma cadena de valor, y que conjunta o individualmente hayan tenido activos o ingresos operacionales superiores al monto que establezca para ese año la SIC, entonces las empresas estarán sometidas al régimen de control de integraciones empresariales⁵⁰.

En este punto resulta pertinente realizar la siguiente aclaración: la SIC ha identificado un supuesto adicional al que ha denominado el supuesto cronológico. Este hecho puede conducir a pensar que son tres los supuestos que se deben verificar para que una empresa esté sometida al régimen de control; no obstante, el supuesto cronológico no es otra cosa que una verificación respecto de si las empresas cumplieron o no con el deber de información previsto en el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009. Al respecto, la SIC afirmó que “*el supuesto cronológico [...] indica si las empresas se integraron parcial o totalmente con anterioridad a tener la autorización de la SIC [...]*”⁵¹.

Encontrarse sometido al régimen de control de integraciones empresariales significa que las empresas tienen el deber legal de avisarle⁵² a la autoridad de competencia, es decir a la SIC, sobre la operación proyectada. Ahora, como bien dice Miranda, hay dos maneras de cumplir con dicho deber: una es la información y otra la notificación. Según se desprende del contenido del Artículo 9,

50 En palabras de Felipe Serrano Pinilla, [...] *las empresas que se dediquen a la misma actividad económica o participen en la misma cadena de valor, deben informar o notificar a la SIC sobre las operaciones que pretendan llevar a cabo para efectos de integrarse o adquirir el control de otra compañía, siempre que cuenten con un mínimo de ingresos operacionales o activos totales, según establezca la Autoridad de Competencia.* SERRANO PINILLA, F. *Ibid.* Pág. 464.

51 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 67127 de 2014.

52 El uso de la palabra *avisar* es intencional para evitar confusiones respecto del trámite de informar, que como se verá es una de las maneras de cumplir con el deber legal de *informar* a la autoridad competente.

la determinación respecto de qué trámite surtir –si informar o notificar– responde a elementos objetivos previstos en la Ley y no al capricho de los interesados⁵³. Así, si las empresas cumplen con los supuestos objetivo y subjetivo, pero cuentan con menos del 20% del mercado relevante, estarán obligadas a notificar sobre la operación. Si se da el caso contrario, es decir, las empresas cuentan con más del 20% del mercado, deberán informar a la autoridad y esperar su decisión antes de integrarse⁵⁴.

Las diferencias entre el deber de información y el deber de notificación, en palabras de Miranda, son las siguientes:

En el caso de la notificación se debe brindar una información básica a la autoridad, la operación se entiende autorizada por ministerio de la Ley y las partes pueden proceder a realizar los actos de ejecución de la concentración empresarial, sin que para ello se requiera de la autorización previa de la SIC (no hay periodo de espera).

En el caso de la información, por el contrario, las partes deben aportarle a la autoridad información detallada sobre la operación, se debe surtir el trámite administrativo previsto en la Ley y las partes no pueden proceder a ejecutar los actos de concentración empresarial mientras que no hayan recibido la previa autorización de la SIC (hay periodo de espera)⁵⁵.

Cuando una operación debe *informarse*, es decir, las empresas están obligadas a surtir al trámite de pre-evaluación, la SIC puede tomar tres tipos de determinaciones: autoriza la operación

53 Particularmente contundente fue la SIC en la Resolución No, 67127 de 2014, donde afirmó “Así, independientemente de que las partes quisieran expandir su operación, concentrar el mercado, etc., la obligación de informar la operación a la Autoridad estaba presente, razón por la cual es absolutamente irrelevante el móvil de la integración. Los criterios de información de las integraciones son objetivos, por lo cual los móviles no tienen ninguna afectación en la determinación de su incumplimiento.”

54 Superintendencia de Industria y Comercio. Guía de Análisis de Integraciones Empresariales, numerales 21 y 22.

55 MIRANDA, A. BARRERA, N. y GUTIÉRREZ, J.D. *Ibíd.* Pág. 187.

—pues concluye que no existen riesgos para la libre competencia—, la condiciona a la adopción de ciertas medidas por parte de las empresas interesadas —para garantizar que no se generen efectos perjudiciales sobre la libre competencia— o la objeta, pues estima que la integración afectaría la libre competencia. Dentro de los efectos negativos que podría producir una integración sobre el mercado, la SIC ha resaltado los siguientes “*restricciones de la oferta, eliminación o exclusión de competidores, posición dominante de la empresa integrada [...]*”⁵⁶.

Hay que resaltar, sin embargo, que muy pocas integraciones informadas han sido objetadas por parte de la SIC. En efecto, desde el año 2000 han sido informadas más de 1.800 integraciones, de las cuales tan solo se objetaron 7⁵⁷. Ello no es otra cosa que un reflejo de la tesis que indica que, en su mayoría, las integraciones empresariales son beneficiosas para la economía en general y pocas veces acarrear efectos anticompetitivos⁵⁸. Esta baja tasa de objeción abre las puertas a otra anotación: la imposición de sanciones producto de la violación del régimen de control de integraciones empresariales se produce sin perjuicio de que la integración genere efectos anticompetitivos.

Sobre el particular consideró la SIC lo siguiente:

Debe recordarse que lo que pretende el régimen de integraciones empresariales es realizar un escrutinio sobre aquellas operaciones que pueden llegar a afectar la estructura del mercado, sin que necesariamente el estudio culmine con la conclusión de que la operación efectivamente lo afecta. En efecto, las sanciones que se imponen por infringir el deber legal de informar una integración empresarial no son producto de una comprobación de que la operación efectivamente afecta la competencia,

56 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 20874 de 2013.

57 Superintendencia de Industria y Comercio, Base de datos de integraciones empresariales. Actualizado a enero de 2017.

58 REYES VILLAMIZAR, F. *Ibíd.* Pág. 140.

*sino que son el resultado de incumplir el deber legal, independientemente a la afectación que se produzca en el mercado*⁵⁹.

Por lo tanto, es de suma importancia entender que la naturaleza del régimen de control de integraciones empresariales es administrativa. De esta manera, se imponen deberes que los particulares deben observar en sus actuaciones y, si se verifica que hubo un incumplimiento, se debe proceder a imponer la sanción. No se realiza, pues, una evaluación económica respecto de si la integración generó efectos adversos para la libre competencia, ni tampoco se estudian consideraciones relativas a la conducta de los infractores⁶⁰. Así las cosas, este régimen de control previo se diferencia del régimen relativo a las prácticas restrictivas de la competencia, que se caracteriza por la imposición de sanciones una vez se ha producido el resultado negativo para la competencia.

De la mano con lo anterior, el Consejo de Estado consideró que el incumplimiento del deber legal de información

Se trata de una falta administrativa frente a la cual no vale aducir como eximente de la consiguiente responsabilidad administrativa el desconocimiento de la norma infringida [...] [así] la responsabilidad surge con la sola ocurrencia de la violación de la norma pertinente, exceptuando las situaciones de fuerza mayor o caso fortuito.

*Así las cosas, no [es] conducente entrar a valoraciones de tipo subjetivo respecto de la conducta sancionada, como la de si la conducta se realizó con buena fe o no, para efectos de determinar la responsabilidad administrativa*⁶¹.

59 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 553 de 2013.

60 En palabras de Alfonso Miranda, “una operación que no comporte ningún riesgo para los mercados y que es realizada por las empresas sin avisar previamente a la SIC comporta el incumplimiento de un deber legal pero no es una conducta que restrinja indebidamente la competencia.” MIRANDA, A. BARRERA, N. y GUTIÉRREZ, J.D. *Ibíd.* Pág. 213.

61 Consejo de Estado, Sentencia del 25 de abril de 2002. C.P. Manuel Urueta Ayola.

3. CONSECUENCIA DEL INCUMPLIMIENTO DEL RÉGIMEN DE INTEGRACIONES EMPRESARIALES

Visto lo anterior, hay que decir que la manera más genuina o clara de incumplir el régimen de integraciones empresariales consiste en concretar una integración – que cumpla con los supuestos objetivo y subjetivo, por supuesto – y nunca surtir el trámite pertinente para avisarle a la SIC sobre la misma (sea éste notificación o información). De esta manera, una *integración no informada* es la violación más clara del Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009, conducta ésta que se conoce como “*gun jumping*”, tal como se anticipó al comienzo de este texto. Adicionalmente, hay *gun jumping* cuando las empresas “*se integran antes de recibir el permiso de la SIC (cuando se trata de información), o antes de radicar la notificación [...]*”⁶². A este tipo de integraciones se les denominará, para efectos del presente texto, *integraciones prematuras*.

Ahora, vale la pena preguntarse qué ocurre cuando las empresas interesadas en una integración incumplen los condicionamientos planteados por la SIC a la operación, es decir, culminan la transacción sin observar las condiciones bajo las cuales la autoridad autorizó dicha integración. La respuesta es que allí no se configura *gun jumping*. Ello, toda vez que no hay una vulneración del deber de información, sino un incumplimiento de las instrucciones impartidas por dicha entidad⁶³. Del mismo modo, de concretar una integración que fue objetada por parte de la SIC, las empresas estarán infringiendo la orden de la SIC, pero de ninguna manera incurriendo en *gun jumping*⁶⁴.

62 MIRANDA, A. BARRERA, N. y GUTIÉRREZ, J.D. *Ibíd.* Págs. 217-218.

63 Por supuesto que el incumplimiento de instrucciones impartidas por la SIC acarrea, a su vez, sanciones.

64 Tanto la integración que se hace en vulneración de los condicionamientos de la SIC, como hacer caso omiso a una objeción a la integración dan lugar, como se explica más adelante, a que se pueda aplicar la llamada orden de reversión.

Incurrir en *gun jumping*, entonces, es una infracción de las normas de protección de la competencia y da lugar a la imposición de las sanciones previstas en el régimen sancionatorio de la Ley 1340 de 2009 (Artículo 25 y ss.). Dichas sanciones se imponen tanto a las personas jurídicas que violen tal deber de información, como a las personas naturales que toleren dichos comportamientos. El monto de las primeras es de hasta 100.000 SMLV y para personas naturales las multas pueden ser de hasta 2.000 SMLV⁶⁵. Dicha facultad sancionatoria tiene una caducidad de 5 años a partir del momento en que se ejecutó la conducta antijurídica⁶⁶.

No obstante, esta no es la única consecuencia de infringir el régimen de integraciones empresariales. En efecto, de acuerdo con lo dispuesto por el Artículo 46 del decreto 2153 de 1992 y el Artículo 19 de la Ley 155 de 1959, el acto jurídico por medio del cual se integren unas empresas, en violación de lo dispuesto por el régimen de control de concentraciones empresariales, tendrá objeto ilícito y será absolutamente nulo⁶⁷.

Por otra parte, el Artículo 13 de la Ley 1340 de 2009 faculta a la SIC para ordenar la reversión de una operación de integración empresarial cuando:

[...] esta no fue informada o se realizó antes de cumplido el término que tenía la Superintendencia de Industria y Comercio para pronunciarse, si se determina que la operación así realizada comportaba una indebida restricción a la libre competencia, o cuando la operación había sido objetada o cuando se incumplan las condiciones bajo las cuales se autorizó.

65 Artículos 25 y 26 Ley 1340 de 2009.

66 Artículo 27 Ley 1340 de 2009.

67 El asunto del objeto ilícito es controversial en la medida en que algunos autores afirman que el incumplimiento del deber legal de información genera objeto ilícito. Sin embargo, la SIC ha afirmado que dicha omisión no genera objeto ilícito.

A pesar de que exista esa facultad, hasta el día de hoy nunca ha sido puesta en práctica por la SIC⁶⁸.

En suma, el profesor Miranda sintetiza las consecuencias de incumplir el régimen de control de la siguiente manera:

Sin lugar a duda, los mayores riesgos que corren las empresas que violan el régimen de control de concentraciones empresariales son: (i) la investigación por gun jumping y la correspondiente sanción por la infracción del régimen de protección de la competencia; (ii) la orden de reversión; y (iii) la declaratoria de nulidad de la operación⁶⁹.

Ahora bien, hay que decir que la imposición de sanciones por *gun jumping* se hará sin perjuicio de que se trate de una *integración no informada* o de una *integración prematura*. No obstante, hay que advertir que la SIC sí ha considerado que el hecho de que la integración haya sido prematura será tenido en cuenta a la hora de graduar la sanción; ello, en tanto hubo intención de informar o notificar a la autoridad, cosa que no sucede respecto de integraciones no informadas⁷⁰.

IV. EL RIESGO *GUN JUMPING* EN LAS TRANSACCIONES DE M&A Y SU MITIGACIÓN

Las anteriores consideraciones, si bien son en su mayoría descriptivas, se justifican en tanto –como habrá podido observar el lector– el presente estudio trata un asunto sumamente específico,

68 Ya en 2014 Miranda advertía sobre la inexistente utilización de dicha facultad administrativa. Al día de hoy no se ha presentado novedad en lo referente a dicha situación.

69 *Ibid.* Pág. 212.

70 Un ejemplo de ello puede encontrarse en el caso UNE EPM – CABLE UNION – CABLE VISTA, en el que se atenuó la sanción a UNE EPM y CABLE VISTA, pues, a pesar de haber incurrido en “*gun jumping*”, se encontraban en trámite de pre-evaluación.

que requiere un entendimiento específico del régimen de control de integraciones empresariales, así como de las operaciones de *M&A*. Una vez comprendido el contexto jurídico en el que se enmarca la presente investigación, se puede proceder a evaluar la existencia del riesgo de incurrir en *gun jumping* en las operaciones de *M&A*.

Aunque son muchas las formas jurídicas mediante las cuales pueden integrarse empresas, las transacciones de *M&A*, además de ser el medio más usual para llegar a dicho resultado⁷¹, terminan siendo las que mayor impacto puedan tener en la libre competencia. Tan es así, que de las aproximadamente 50 integraciones condicionadas y objetadas entre el año 2000 y comienzos del 2017, más del 80% eran transacciones de *M&A*⁷². Nótese, pues, la relevancia que tienen las transacciones de *M&A* en el régimen de control de integraciones empresariales⁷³.

Anotado lo anterior, hay que decir que no basta con que, según lo advertido anteriormente, los asesores legales estén al tanto del deber de avisar a la autoridad de competencia sobre la operación proyectada. En efecto, un buen abogado de *M&A* debe tener en cuenta que se puede incurrir en *gun jumping* no sólo cerrando la operación, es decir, integrándose, sino también durante el proceso mismo de la transacción. En consecuencia, para cumplir

71 SERRANO PINILLA, F. *Ibíd.* Pág. 469.

72 Algunos ejemplos son: la fusión entre Peldar y Conalvidrios (2000, condicionada), la adquisición de acciones de ISAGEN por parte de EPM (2000, objetada), la compra de activos de Carulla por parte del Éxito (2006, condicionada), la fusión entre UNE y Colombia Móvil S.A (2014, condicionada) y la adquisición del Grupo Odinsa por parte del Grupo Argos (2015, condicionada).

73 Lo anterior se explica, a su vez, en la medida en que, salvo que se trate de un grupo empresarial, las adquisiciones de empresas pretenden mejorar el posicionamiento en el mercado a través de un efecto concentrativo. En esa misma línea argumentativa se sitúan algunos autores que desvirtúan la diversificación del riesgo como uno de los objetivos del *M&A*. Ver CYRIAC, J, KOLLER, T y THOMSON, J. Testing the limits of diversification. Mckinsey Quarterly. February 2012.

con el deber previo de avisar a la SIC no basta con surtir con los trámites administrativos dispuestos para ello –información o notificación–, sino que se deben tomar ciertas precauciones y adoptar ciertos *remedios* legales (*legal remedies*), so pena de incurrir en *gun jumping*.

Así las cosas, en esta sección se identifican, por un lado, las conductas que, en el contexto de transacciones de *M&A*, dan lugar a la materialización de dicho riesgo y, por otra parte, las soluciones legales que pueden adoptarse para mitigar el riesgo, así como su viabilidad bajo el ordenamiento jurídico colombiano.

1. *GUN JUMPING* EN EL PROCESO DE DEBIDA DILIGENCIA

Según se señaló anteriormente, una etapa muy importante en la adquisición de una empresa es el proceso de debida diligencia. En él, el comprador accede a información relevante de la empresa *target*, con el fin de tener una perspectiva más acertada de la compañía y, naturalmente, de su inversión. Como es apenas lógico, la información a la que accede el comprador es reservada, confidencial y sobre todo sensible. Es precisamente debido a la *naturaleza* de la información a la que se accede que surge el riesgo de *gun jumping*. Lo anterior no resulta, desde ningún punto, evidente. En efecto, llevar a cabo un proceso que tiene como objeto conocer mejor la situación actual de una compañía no parece tener una relación directa con incumplir el deber legal de informarle a la SIC sobre una integración pretendida. Esta afirmación se ve reforzada si se tiene en cuenta que el proceso de *due diligence* se efectúa, por lo general, cuando ni siquiera existe un compromiso en firme de venta de la compañía.

En ese orden de ideas, en principio, no es lógico que se imponga una sanción por el incumplimiento de un deber legal, que debe observarse antes de integrarse, si ni siquiera se ha cerrado la operación. Para entender, pues, los motivos que han llevado a la

SIC a concluir que el acceso a cierta información puede derivar en la vulneración del régimen de control de integraciones empresariales, resulta necesario revisar la siguiente decisión al respecto.

Caso UNE EPM/CABLE UNIÓN/CABLE VISTA

Hechos

CABLE UNIÓN y CABLE VISTA celebraron, el 9 de marzo de 2010, un contrato de arrendamiento de redes para la prestación del servicio de televisión por suscripción. Con esta operación, de un lado CABLE VISTA lograba ampliar su cobertura, mientras que CABLE UNIÓN obtenía ingresos adicionales arrendando un activo que de otro modo sería desaprovechado⁷⁴.

Posteriormente, el 14 de diciembre de 2010, UNE EPM celebró un contrato de dación en pago con CABLE VISTA. En virtud de ese contrato, CABLE VISTA solucionaba *“el pago de la acreencia existente a favor de UNE EPM, por el uso por parte de CABLE UNIÓN de la infraestructura de postes y ductos de propiedad de la primera en Medellín, Área Metropolitana y Oriente Cercano [...]”*⁷⁵ Así, CABLE VISTA se obligaba a trasladar 29.000 usuarios a UNE EPM, a cambio de la cancelación de la acreencia a favor de UNE EPM y a cargo de CABLE UNIÓN.

En cumplimiento de su deber de informar, el 1 de febrero de 2011, CABLE VISTA y UNE EPM presentaron una solicitud de pre evaluación ante la Delegatura para la Protección de la Competencia de la SIC. Luego, el 25 de marzo de 2011, las partes

74 Teniendo en cuenta que el 10 de febrero de ese mismo año la Comisión Nacional de Televisión decidió no prorrogar el contrato de concesión, en virtud del cual CABLE UNIÓN prestaba el servicio de televisión por suscripción.

75 Contrato de dación en pago. Tomado de Resolución No. 49903 de 2014, Superintendencia de Industria y Comercio.

en mención suscribieron un otrosí “de aclaración” al contrato de dación en pago, en el que aclaraban algunos asuntos relativos a dicho contrato; entre ellos:

Que según se desprende de la Cláusula Décima Segunda de “El Contrato”, la obligación de transferir “los clientes” que serán entregados a título de dación en pago se encuentra sometida a una condición suspensiva, consistente en la obtención de las respectivas autorizaciones por parte de las autoridades administrativas competentes⁷⁶.

Mediante Resolución de Apertura de Investigación, el 2 de diciembre de 2011, la Delegatura para la Protección de la Competencia ordenó abrir investigación, con fundamento en una presunta infracción al deber de información previa de operaciones de integración empresarial, en contra de CABLE UNIÓN, CABLE VISTA, UNE EPM, y sus respectivos representantes legales, con el fin de determinar si efectivamente actuaron en contravención de lo dispuesto por el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009. La conclusión de dicha investigación fue un informe motivado, enviado al despacho del Superintendente de Industria y Comercio, en el que se recomendó sancionar a los investigados toda vez que habían incumplido el deber de información previa respecto de las operaciones descritas anteriormente.

El Despacho del Superintendente de Industria y Comercio, en Resolución No. 49903 de 2014, impuso sanciones pecuniarias a los seis investigados, por haber infringido lo dispuesto por el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009. Lo anterior, toda vez que el Despacho encontró que, por una parte, CABLE UNIÓN Y CABLE VISTA estaban obligados a informar sobre el arrendamiento de redes y no lo hicieron. En ese sentido, consideró la SIC que:

[...] la suscripción de dicho contrato de arrendamiento de redes resultó en una concentración económica, toda vez que le permitió a CABLE VISTA

76 *Ibíd.*

(hoy GLOBAL TV) aumentar su cobertura en la prestación de televisión por suscripción y, por ende, su participación en dicha actividad.

[...]

La compraventa de activos, su arrendamiento, usufructo y, en general, todos los contratos entre competidores que otorguen derechos económicos sobre activos relevantes o esenciales para competir –porque son objetivamente idóneos para incrementar la participación de un agente del mercado–, derivan en una integración empresarial en aquellos casos en que la operación otorga a uno de los contratantes la facultad de explotar una unidad económica que antes no podía explotar y que, como consecuencia del contrato, está bajo su control por un periodo de tiempo considerable⁷⁷.

En consecuencia, y teniendo en cuenta que se cumplían los supuestos subjetivo y objetivo, y que las empresas conjuntamente tenían una cuota de participación en el mercado de ciertos municipios superior a 20%, estaban obligadas a *informar*.

Por otra parte –y resulta más interesante para el presente estudio– la SIC concluyó, respecto de la operación entre UNE EPM Y CABLE VISTA, que a pesar de:

[...] que la operación fue sometida a pre-evaluación el 1 de febrero de 2011, se hizo efectiva [...] a partir del 14 de diciembre de 2010, con la firma del contrato de dación en pago con alcance de transacción, es decir, con anterioridad a la presentación de la operación ante la SIC para el trámite de pre-evaluación y, por ende, al pronunciamiento de esta Entidad.

En efecto, [...] las intervinientes empezaron a ejecutar la transacción antes del pronunciamiento de la SIC, y realizaron actuaciones que pueden afectar el comportamiento competitivo en un mercado relevante sin tener la autorización de la SIC [...]⁷⁸.

Resulta importante anotar que tanto UNE EPM como CABLE VISTA coincidieron en argumentar que no se dio tal ejecución de la integración durante el periodo de tiempo previo a la solicitud de pre-evaluación, toda vez que, en ese momento, no se realizó la

77 *Ibíd.*

78 *Ibíd.*

transferencia de los clientes, sino que, según consta en el otrosí de aclaración celebrado el 25 de marzo de 2011, simplemente UNE EPM, en calidad de mandataria, prestó a CABLE VISTA “servicios de liquidación, facturación, distribución de facturas y recaudo durante el periodo de transición, comprendido entre el 1 de enero de 2011 y el momento en que la SIC aprobara la operación”⁷⁹.

A ello la SIC contestó rotundamente lo siguiente:

El simple hecho de dar a un competidor la administración de los clientes de otro competidor, así como la facultad de prestar los servicios de liquidación, facturación, etc., implica haber iniciado la ejecución de una integración empresarial, en la medida en que las partes empezaron a tener vínculos económicos estructurales que son el objeto mismo de la revisión de integraciones empresariales ex ante por parte de la SIC. Así, es claro para este Despacho que a pesar de no haberse transferido los clientes, las partes sí empezaron a ejecutar la integración y a concentrarse económicamente a través de un contrato de mandato que implicaba el otorgamiento de la facultad de administrar los clientes⁸⁰.

Consideraciones de la SIC y conclusiones

Resulta importante anotar, antes que nada, que en este caso se vulneró el Artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 de las dos maneras posibles que se habían identificado anteriormente. Así, por una parte, entre CABLE UNIÓN y CABLE VISTA se concretó una *integración no informada*, mientras que entre UNE EPM y CABLE VISTA se dio una *integración prematura*. Ahora, es cierto que estas integraciones no se efectuaron a través de transacciones de *M&A*; no obstante, las consideraciones de la SIC al respecto arrojan luces importantes respecto de las implicaciones de acceder a información sensible de un competidor –que, se reitera, es natural al proceso de *due diligence*–.

79 Ibid.

80 Ibid.

Refiriéndose a la operación entre UNE EPM y CABLE VISTA, la SIC anotó lo siguiente:

[...] las empresas que pretenden llevar a cabo una operación de integración tienen el deber de informar a la SIC la operación que proyectan llevar a cabo, antes de empezar a ejecutar la operación. De esta forma, el supuesto cronológico implica, de un lado, informar a la SIC sobre la integración empresarial que las intervinientes proyectan realizar, y de otro, abstenerse de realizar la integración, lo cual implica no realizar actos que impliquen la unión entre las empresas o la adquisición de influencia sobre los activos o bienes del competidor; el acceso a información sensible del competidor; la adquisición de influencia sobre los órganos de administración del competidor; etc. En efecto, el deber de abstenerse de realizar una integración hasta tanto se obtenga el visto bueno de la SIC, cuando este se requiere, no solo implica que las empresas se inhiban de integrarse en su totalidad o de culminar la operación de integración, sino, incluso, que se abstengan de empezar a ejecutar la integración o realizar cualquier acto que implique la unión económica entre competidores⁸¹. (subrayado propio)

Nótese que esa dimensión del deber de información consistente en abstenerse de culminar la operación de integración o de ejecutar actos propios de la misma, no es otra cosa que un reflejo de lo que ya se había advertido: es posible incumplir el deber de información incluso cuando se surte el trámite de pre-evaluación. En ese orden de ideas, una aclaración muy relevante es que ese deber de abstención no surge con la solicitud que hacen los interesados a la SIC de evaluar su operación; por el contrario, surge del cumplimiento de los supuestos objetivo y subjetivo. Lo anterior implica que, incluso en un proceso tan anterior a la culminación de una integración como lo es el *due diligence*, se puede incurrir en *gun jumping* siempre que allí se empiece a ejecutar la integración.

A renglón seguido, la SIC enuncia algunos casos de información que puede entenderse sensible y con vocación de traducirse en una ejecución propia de una integración. De esta manera:

81 Ibíd.

El deber de no integrarse hasta tanto no se obtenga el visto bueno de la SIC no es un simple requisito formal que se puede evadir a través del uso de figuras jurídicas que permiten que los competidores empiecen a integrarse pero no finalicen la operación, sino que se enfoca en evitar que las empresas competidoras empiecen a tener vínculos económicos estructurales que por sí mismos pueden afectar la competencia. De aceptar una tesis contraria, esta Superintendencia estaría avalando que competidores empezaran a compartir información sobre precios, costos, clientes, etc., que por sí misma es información sensible, sin tener el visto bueno de la SIC para hacerlo, lo cual sería equivalente a avalar la existencia de acuerdos anticompetitivos entre empresas que, hasta ese momento, constituyen unidades económicas diferentes⁸². (subrayado propio)

El apartado anterior es útil en dos dimensiones: por una parte, la SIC establece que lo que se pretende mediante el ya mencionado deber de abstención es evitar que las empresas creen vínculos económicos estructurales entre ellas, los cuales, por su sola existencia, pueden afectar la libre competencia⁸³. Por otra parte, dicha entidad menciona algunas categorías de información que, por su naturaleza, de ser compartidas dan lugar a la creación de vínculos económicos estructurales. En esa línea es importante resaltar que, de acuerdo con la manera como lo anuncia la SIC, el incumplimiento del deber de información cuando se comparte ese tipo de información entre competidores parece darse automáticamente. En ese orden de ideas, no hay lugar a consideraciones respecto de si los competidores usaron esa información en perjuicio del mercado o de los consumidores, sino que, por el mero hecho de haber compartido dicha información, parece incurrirse en *gun jumping*.

82 Ibid.

83 En palabras de John Roberti y Scott Perlman, “the competition laws require parties to a transaction to remain independent competitors until the transaction is closed. Failure to do so is referred to as “gun jumping” (as in jumping the starting gun in a race).” ROBERTI, J. y PERLMAN, S. Avoiding antitrust exposure from information exchanges during transactions. Mergers and Acquisitions Law Report. 2014.

En conclusión, si bien el intercambio de información entre competidores en ejecución de un proceso de debida diligencia no es *per se* ilícito⁸⁴, el mismo puede derivar en una violación del régimen de control previo de integraciones empresariales. Así, el acceso a cierta información sensible (relativa a precios, costos, clientes, entre otras) por parte de un competidor supone, según la SIC, la creación de vínculos económicos estructurales entre las empresas inmersas en un *M&A*, que deben mantenerse competidoras hasta tanto no se obtenga el visto bueno de la SIC (o se radique la notificación correspondiente)⁸⁵. Hay que advertir que lo anterior no se trata de un capricho de la SIC. A esta misma conclusión han llegado las autoridades norteamericanas respecto de este tipo de información⁸⁶. Con estas lecciones en mente⁸⁷, interesa ahora evaluar las posibles soluciones a esta problemática.

84 En efecto, la SIC es consciente de que se trata de una práctica común, tal como se evidencia en la resolución de archivo de la investigación adelantada contra Alumina y Reynolds. Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 17187 de 2010.

85 Si bien el mero acceso a dicha información da lugar a incurrir en “gun jumping”, es cierto que acceder a información sensible de un competidor puede también significar un primer paso de una práctica restrictiva de la competencia. Así, en *Omnicare vs United Healthcare*, comprador y vendedor fueron multados por fijación de precios como resultado de un intercambio de información. *Ibíd.*

86 Al respecto dice Richard Liebeskind lo siguiente: “the exchange of detailed information concerning customers, prices, and product plans, while often part of pre-closing due diligence, can raise “gun-jumping” concerns.” LIEBESKIND, R. *Antitrust Issues Before Closing the Merger*. 2003.

87 Otras lecciones importantes del caso en mención que pueden resaltarse tienen que ver con que, a pesar de que los abogados tuvieron la cautela de someter a una condición suspensiva la ejecución del contrato de dación en pago (o sea la integración), ello no obstó para no incurrir en “gun jumping”. Adicionalmente, en lo referente a la operación entre UNE EPM y CABLE VISTA, se refleja lo ya anunciado sobre el carácter administrativo del régimen de control de integraciones empresariales pues la operación en mención si bien violó dicho régimen, no fue objetada por parte de la SIC. Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 49903 de 2014.

2. SOLUCIONES LEGALES AL *GUN JUMPING* EN LA DEBIDA DILIGENCIA: LOS *CLEAN TEAMS*

Se podría pensar que, si el problema tiene que ver con compartir cierta información, bastaría con limitar el *due diligence* a otra información que no sea sensible. Sin embargo, en primer lugar, no existen suficientes luces respecto de qué información, en criterio de la SIC, tiene el potencial de crear vínculos económicos estructurales, lo que no garantiza que al evitar cierta información se mitigue el riesgo de incurrir en *gun jumping* y, en segundo lugar, esa información sensible –precios, clientes, costos– es lo que en realidad permite obtener visibilidad de la situación actual de la compañía. En consecuencia, renunciar a acceder a ese tipo de información no sería otra cosa que renunciar a desarrollar un proceso de debida diligencia. Ello supondría adquirir, con los ojos vendados, una compañía; en otras palabras: un acto de fe⁸⁸.

Así las cosas, la solución que han propuesto los asesores legales que se dedican a estos temas consiste en conformar un equipo especial por personas que nada tengan que ver con la operación comercial, operacional, de mercadeo o con la estrategia de la empresa del comprador –idealmente, firmas consultoras contratadas para tal fin⁸⁹– para que revisen una parte de la información que es considerada sensible. Lo que se pretende, pues, con estos *clean teams* es evitar que el comprador se contamine de información sensible, que tiene el potencial no sólo de sesgar su propia operación, sino incluso de re direccionarla.

88 Una buena síntesis de la tensión la proporciona Liebeskind, quien afirma: “Access to such information raises significant antitrust risks, as it could be used to enter into an illegal agreement that would be harmful to competition if the transaction is subsequently abandoned. Notwithstanding, there may be situations during the due diligence process in which an acquiring person may need information regarding pending contracts to value the business properly.” LIEBESKIND, R. Ibid.

89 Some practitioners suggest leaving pre-merger information exchanges to specialized internal teams, or to outsiders screened off from managers running daily operations. GIBEAUT, J. Cool the Urge to Merge. 2003.

Algunos ejemplos específicos de información sensible son: información relacionada con precios actuales o intenciones futuras de precios, información sensible de clientes, estrategias de mercadeo, costos de proveedores, márgenes de productos específicos⁹⁰. De esta manera, el *clean team* recibe una información sensible –por ejemplo los salarios de los empleados del vendedor– y la retransmite de forma genérica al comprador, de tal manera que este pueda tomar una decisión informada respecto de su inversión, sin conocer específicamente las condiciones, en términos de precios, costos, salarios, entre otros, de la empresa *target*.

Según se anotó anteriormente, los miembros del *clean team* no deben tener funciones o responsabilidades relacionadas con precios o estrategias de mercadeo; así, según Perlman y Roberti, el *clean team* debería conformarse por empleados del departamento de finanzas o empleados retirados de la compañía del comprador⁹¹. No obstante, parece ser que si lo que se requiere es un equipo hermético, que minimice en el mayor grado posible la filtración de la información revisada, difícilmente se logrará ese objetivo si se designa a trabajadores que, en horarios de la mañana revisarán la información, para en la tarde retomar sus labores rutinarias que, naturalmente, implican una comunicación constante con las demás áreas (dentro de ellas mercadeo y comercial).

A pesar de la anterior crítica, hay que resaltar que esta solución de los *clean teams* parece ser viable para el Departamento de Justicia de Estados Unidos (en adelante DOJ). En efecto, en el caso Flakeboard/Sierrapine, en el que se encontró que dichas empresas habían incurrido en *gun jumping* toda vez que Flakeboard había ejercido control operacional sobre Sierrapine, antes de obtener el

90 ROBERTI, J. Y PERLMAN, S. *Ibíd.*

91 *Ibíd.*

visto bueno de la autoridad de competencia⁹², la división antimonopolio (*antitrust*) del DOJ consideró que dentro de las conductas pre-cierre *permitidas* estaba el intercambio de información bajo ciertos supuestos. De esta manera, en el acuerdo (*settlement*)⁹³ al que llegaron las empresas involucradas y el DOJ, se estableció que una de las conductas permitidas consistía en intercambiar información siempre y cuando la misma: (i) esté relacionada con el entendimiento por parte del comprador de ingresos futuros y prospectos y (ii) el intercambio se genere bajo un acuerdo de confidencialidad que (a) limite el uso de dicha información a la realización del *due diligence* y (b) prohíba revelar dicha información a un empleado del comprador que sea directamente responsable del mercadeo, las ventas o los precios de los productos que compiten⁹⁴.

En consecuencia, si se logra mantener la información sensible fuera del alcance de aquellos empleados que, por sus funciones, puedan usarla y generar efectos anticompetitivos, entonces parecería estar mitigado el riesgo de incurrir en *gun jumping*⁹⁵. Nóte-

92 El hecho de que Flakeboard hubiese ordenado el cierre de un molino de propiedad de Sierrapine, sumado a la migración de clientes de esta última empresa hacia Flakeboard, fueron los fundamentos para determinar que Flakeboard había ejercido control sobre Sierrapine y por tanto incurrido en “*gun jumping*”. MEYER, D. DOJ Guidance on Gun Jumping. Insights Magazine. Vol. 2. 2014. Pág. 18.

93 Teniendo en cuenta que las multas en Estados Unidos por “*gun jumping*” son de hasta 16,000 dólares por día, la gran mayoría de casos culminan en acuerdos con la entidad gubernamental.

94 Así, (1) *the information is reasonably related to a party's understanding of future earnings and prospects; and (2) the disclosure occurs under a non-disclosure agreement that (a) limits use of the information to conducting due diligence and (b) prohibits disclosure of the information to any employee of the Person receiving the information who is directly responsible for the marketing, pricing, or sales of the Competing Products*. United States District Court for the Northern Area of California, *United States of America v Flakeboard, others and SierraPine*. Final Judgement.

95 A la misma conclusión han llegado numerosos bufetes legales en Estados Unidos. Así por ejemplo Kirkland & Ellis en su texto *Avoiding Pre-Closing Antitrust Riskin Transactions with Competitors*. 2005.

se, pues, que lo que en realidad se propone es evitar la tipificación de la conducta. En ese orden de ideas, se pretende que no se creen vínculos estructurales entre las compañías, pues quien tuvo acceso a la información no fue el competidor, sino, por el contrario, un equipo especializado que usó la información para evaluar la situación de la empresa *target* y no para afectar la libre competencia.

Como es apenas lógico, una desventaja importante de designar *clean teams* es que el empresario lo que necesita, en realidad, es que el *due diligence* lo realicen aquellos empleados que conocen el negocio a profundidad. Las razones para ello son que, por un lado, son estos empleados los que pueden determinar, de mejor forma, si vale la pena realizar la inversión –o si deben cambiarse los términos de la transacción– y, por otro lado, pueden identificar oportunidades de mejora para el momento en que se adquiera la compañía bajo escrutinio.

Se trata evidentemente de una tensión en la que el empresario tendrá que optar entre un proceso de *due diligence* más preciso, pero exponerse a sanciones por concepto de *gun jumping* o un proceso de *due diligence* no tan acertado, pero con las precauciones adecuadas para mitigar el riesgo de incurrir en *gun jumping*.

Por otra parte, es importante resaltar el papel de los acuerdos de confidencialidad. Estos contratos, que son usuales en este tipo de transacciones, pueden ayudar a mitigar el riesgo de incurrir en *gun jumping* al establecer restricciones al uso que se le puede dar a la información intercambiada y las personas que pueden acceder a ella⁹⁶. Si a esos contratos se anexan protocolos que establezcan procedimientos sobre el uso y la revisión de la información sensible, no sólo se garantizan reglas claras para la revisión de la información, sino que se demuestra un mayor grado de diligencia en la labor de las empresas involucradas.

96 Igual consejo ofrece Liebeskind: It is preferable that sensitive information be shared on a need-to-know basis, and ideally kept away from line business people who could use the information competitively. LIEBESKIND, R. Ibid.

En conclusión, la designación de *clean teams* cuya conducta se ciña a protocolos de manejo de la información sensible parece ser una solución acertada para mitigar el riesgo de incurrir en *gun jumping* en el proceso de debida diligencia. Sin embargo, por una parte, ello supone sacrificar importantes oportunidades que brinda el *due diligence* y, por otra, no hay garantía del éxito de esta medida, pues, como bien ha dicho la Superintendencia en numerosas ocasiones la determinación de si se dio una integración entre empresas es una labor que debe realizarse caso a caso⁹⁷.

3. INTERIM OPERATING COVENANTS

Para analizar el riesgo de que los *interim operating covenants* conduzcan a una empresa a incurrir en *gun jumping*, hay que partir del concepto de *control competitivo*. De esta manera, hay que recordar que, dentro de las modalidades previstas por la Ley, mediante las cuales se produce una integración se encuentra “adquirir control”⁹⁸. Control es un término definido en el Artículo 45 del decreto 2153 de 1992 como:

La posibilidad de influenciar directa o indirectamente la política empresarial, la iniciación o terminación de la actividad de la empresa, la variación de la actividad a la que se dedica la empresa o la disposición de bienes o derechos esenciales para el desarrollo de la actividad de la empresa.

Ahora bien, la SIC ha sido clara en afirmar que el control al que hace referencia la Ley no se restringe al control societario, es decir, a contar con la mitad más una de las acciones suscritas de una sociedad. En efecto, el concepto de control abarca también el denominado control competitivo. De esta manera:

97 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 5545 de 2014.

98 Art. 9 Ley 1340 de 2009.

[...] lo crucial para que exista control desde el punto de vista del derecho de la competencia no es el cumplimiento de los presupuestos del Código de Comercio para que exista control corporativo, sino el hecho de que determinada empresa tenga la posibilidad de influenciar el desempeño competitivo de otra en el mercado, lo cual algunas veces coincidirá con un control corporativo, pero otras veces no⁹⁹.

De lo anterior es posible concluir que el control competitivo comprende muchas más situaciones que el control corporativo, previsto en el Artículo 261 del Código de Comercio. De esta manera, una empresa puede ejercer influencia competitiva de forma conjunta con otra empresa o persona natural (control conjunto), de manera positiva (control positivo), e incluso de manera negativa (control negativo)¹⁰⁰ “sin importar si dicha influencia coincide con los eventos que el derecho de sociedades considera configuran situaciones de control”¹⁰¹. Una de las modalidades mediante las cuales la SIC considera que puede darse control negativo es a través de vínculos contractuales. Así:

Dicha influencia se puede configurar, o bien porque una empresa adquirió control corporativo sobre otra y tiene la facultad de tomar por sí misma todas las decisiones competitivas de la compañía (control positivo), o bien porque, a pesar de no tener un control positivo, tiene la posibilidad de influenciar las decisiones que afectan o determinan la manera que la empresa compite en el mercado, por ejemplo impidiendo o requiriendo su aval para que la empresa opere y tome algunas decisiones estratégicas para su funcionamiento en el mercado (control negativo)¹⁰² (subrayado propio)

Una claridad importante que ha hecho la SIC sobre la noción de control competitivo es que no cualquier posibilidad de influen-

99 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 5545 de 2014.

100 JARAMILLO, A. “Concentraciones empresariales en Colombia”. *Revista de Derecho de la Competencia*, Vol. 12. 2016. Págs. 355-366.

101 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 32184 de 2014.

102 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 5545 de 2014.

cia configurará control en los términos del Artículo 45 del Decreto 2351 de 1992, sino que se requiere que exista *“la posibilidad de ejercer una “influencia material” sobre su desempeño competitivo, es decir, una influencia que pueda afectar o modificar la manera en que la empresa compite en el mercado”*¹⁰³.

En ese orden de ideas, el objetivo de una transacción de *M&A* estructurada como una adquisición de acciones es adquirir el control societario de la empresa *target*. Una vez se obtenga control societario sobre la misma, se obtendrá, a su vez, control competitivo de la compañía¹⁰⁴. Ello no es impedimento para que, en el transcurso mismo de la transacción, puede obtenerse control competitivo sobre la empresa *target*, a través, por ejemplo, de restricciones contractuales que imponga el comprador sobre el vendedor. En consecuencia, la adquisición de control negativo antes del cierre de la operación de *M&A* y por tanto de haber cumplido con el deber legal de informar, supone una omisión del mismo, es decir, incurrir en el ya tantas veces mencionado *gun jumping*.

Aunque el desarrollo del concepto de control negativo a través de vínculos contractuales es relativamente nuevo, ya en el año 1999 la SIC había impuesto sanciones por la vulneración del deber legal de información (en esa época aplicando lo dispuesto en el Artículo 4 de la Ley 155 de 1959) en una operación mediante la cual, la SIC consideró, que Aviatur había adquirido control sobre otras agencias de viajes, mediante la suscripción de unos contratos de “administración de ventas”. En palabras de la SIC, *“la tipificación de la concentración por integración y adquisición de control se perfeccionó con el contenido y activación del contrato de administración de ventas suscrito entre [las partes]”*¹⁰⁵.

103 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 32184 de 2014.

104 Igual criterio sostuvo la SIC en Resolución No. 32184 de 2014 y Resolución No. 30853 de 2015.

105 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 21743 de 1999.

Otro caso que vale la pena traer a colación es la adquisición de activos situados en la Estación de Servicio Las Vegas, por parte de Terpel. Dicha operación de integración, debidamente informada y avalada por la SIC, es pertinente para aclarar algunos asuntos relacionados con la adquisición de control a través de vínculos contractuales. De esta manera, en primer lugar, la SIC hace la siguiente claridad:

Para efectos de determinar la existencia de control competitivo, esta Superintendencia no tiene que demostrar que el presunto controlante efectivamente haga uso de la influencia que tiene sobre la empresa, ni demostrar que la ha ejercido en el pasado. Por ende es suficiente con que la posibilidad de influenciar exista para que se configure el control en los términos del Artículo 45 del Decreto 2153 de 1992¹⁰⁶.

Luego, la autoridad de competencia concluye que, a pesar de que no se configura en este caso el control corporativo:

[...] sí se configura un control negativo desde el punto de vista del derecho de la competencia. Lo anterior en la medida en que [...] TERPEL influencia – o tiene la facultad de influenciar – el desempeño competitivo de sus EDS afiliadas, a través de las prerrogativas que tiene en virtud de los contratos suscritos con las mismas, que le permiten influenciar las decisiones que son propias de la estrategia competitiva de cada EDS¹⁰⁷.

Teniendo en cuenta los anteriores lineamientos ofrecidos por la SIC, es claro que los *interim operating covenants* tienen el potencial de llevar a quien los impone, esto es, el comprador a adquirir control competitivo sobre la empresa *target*, antes de cerrar

106 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 30853 de 2015.

107 *Ibíd.*

la operación. En ese sentido, teniendo en cuenta que, como se explicó anteriormente, los mismos se pactan antes de cerrar la operación y por tanto antes de cumplir con el deber legal de informar, algunos de esos *covenants* pueden llevar al comprador a incurrir en *gun jumping*.

4. MITIGACIÓN DEL RIESGO *GUN JUMPING* EN RELACIÓN CON LOS *INTERIM OPERATING COVENANTS*

Parece ser que una buena manera de evitar que, a través de *covenants*, se adquiriera control competitivo sobre una empresa, es precisamente atender a lo que ha dicho la SIC sobre el particular. De ahí, pues, que interese ahora estudiar el caso de la Empresa de Energía de Bogotá (en adelante EEB) e ISAGEN.

Caso EEB – ISAGEN

Hechos

Con ocasión del interés de la EEB de participar del proceso de venta de las acciones que la Nación, a través del Ministerio de Hacienda, poseía sobre ISAGEN, aquella empresa informó en octubre de 2013 a la SIC sobre su interés y presentó una solicitud de pre-evaluación. El 6 de febrero de 2014, mediante Resolución No. 5545 de 2014, la SIC condicionó la operación pues encontró que la misma produciría efectos restrictivos sobre el mercado de no sujetarse a las condiciones dispuestas por dicha entidad.

Una de las consideraciones jurídicas que tuvo en cuenta la SIC para determinar que la operación proyectada se trataba de una integración, tenía que ver con el hecho que la EEB ejercía control sobre EMGESA Y CONDENSA. Dicho control se trataba de un control negativo, que se plasmaba en unos derechos de veto que la EEB tenía sobre las decisiones de EMGESA y CODENSA

cuya existencia encajaba dentro de la definición de control del Artículo 45 del decreto 2153 de 1992.

La EEB interpuso recurso de reposición contra la Resolución No. 5545 de 2014, el cual fue resuelto mediante la Resolución No. 32184 de 2014. Allí se realizan una serie de consideraciones relativas a determinar cuándo un derecho –como por ejemplo los derechos de veto– no confiere control competitivo sobre una empresa.

Criterios relevantes

Aunque el análisis realizado en la precitada resolución se refiere a los derechos de veto, nada impide que se extraigan los elementos de dicho análisis y se proyecten, de manera general, sus posibles implicaciones de cara a los *interim operating covenants*. Sumado a lo anterior, no debe olvidarse que algunos de esos *covenants* son, en efecto, derechos de veto. De esta manera, la SIC:

[C]onsidera que cuando un derecho de veto satisface los siguientes criterios de forma acumulativa, es muy probable que no confiera control desde la perspectiva del derecho de la competencia.

- (i) El derecho de veto debe ser idóneo para proteger al accionista. En este sentido, el diseño del derecho de veto debe ser adecuado para lograr el fin propuesto, para lo cual debe existir un alto grado de probabilidad de que a través del ejercicio de este derecho de veto pueda lograrse el objetivo buscado.*
- (ii) El derecho de veto debe ser necesario, esto es, debe ser indispensable para el logro del objetivo propuesto. Este aspecto se puede determinar evaluando la posibilidad de que se implemente otra medida menos gravosa, o un derecho menos amplio, pero igualmente idóneo para alcanzar la protección del accionista.*
- (iii) El derecho de veto debe ser razonable para alcanzar el propósito perseguido, en el sentido en que no debería otorgar derechos de influencia que vayan más allá de la protección esencial de un interés en la sociedad, imponer limitaciones desproporcionadas a los*

*administradores para el ejercicio de sus funciones, ni a los demás accionistas en el ejercicio de sus derechos políticos y económicos en la sociedad*¹⁰⁸.

Se trata, entonces, de tres criterios (idoneidad, razonabilidad, necesidad) que usó la SIC en su análisis para determinar cuándo un derecho de veto no confería control. Según lo advirtió la misma entidad, el cumplimiento de los criterios es *acumulativo*; no bastará, pues, con acreditar uno o dos de ellos, deben cumplirse todos. Adicionalmente, la SIC precisó que no cualquier derecho de veto confiere control negativo. En efecto, debe tratarse de una prerrogativa que esté directamente vinculada “*con decisiones que afectan el desempeño competitivo de la empresa dan lugar a control y, por ende, derechos de veto sobre decisiones intrascendentes no dan lugar a control*”¹⁰⁹.

Adicionalmente, la autoridad de competencia proporciona claridad respecto de qué decisiones afectan el mencionado desempeño competitivo. Así, determinaciones empresariales respecto de “*precios, su oferta y demanda, estrategias competitivas, su presencia geográfica, sus niveles de calidad, sus inversiones, sus transacciones ordinarias, su endeudamiento, y cualquier otra variable relevante que afecte la forma en que se desenvuelve en el mercado*”¹¹⁰ hacen parte de dicha categoría.

Finalmente, la SIC trae a colación un criterio importante a la hora de determinar si un acto jurídico confiere control: la vocación de permanencia. Dicho criterio había sido desarrollado por la SIC a propósito de las diferencias entre los acuerdos de colaboración empresarial y las integraciones. Así, una de las diferencias es que las integraciones tienen vocación de permanencia, esto es, son a

108 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 32184 de 2014.

109 *Ibid.*

110 *Ibid.*

largo plazo y definitivas, mientras que los acuerdos de colaboración son alianzas temporales que atienden a contextos y circunstancias particulares¹¹¹. En la decisión bajo estudio, se precisó que *“solo en aquellos eventos en que el acto jurídico es idóneo para adquirir un control con vocación de permanencia en el tiempo se debe entender que existe una integración empresarial”*¹¹².

Adicionalmente, un punto de interesante análisis tiene que ver con una afirmación planteada por la EEB en el recurso de reposición. Dijo la EEB que, en este tipo de negocios, era usual la suscripción de una carta o compromiso de venta que se sujetaba a la condición suspensiva de que la SIC autorizara la operación. Así, *“[e]n este documento, las partes establecen aquellas inversiones superiores a un monto determinado, ventas de activos o adquisiciones de deudas que deben ser autorizadas por el potencial comprador”*¹¹³. Siguiendo con la argumentación, la EEB afirmó que según el “nuevo” concepto de control de la SIC, expuesto en la Resolución No. 5545 de 2014, la mera suscripción de la carta de venta conferiría control competitivo. En respuesta a este argumento, la SIC afirmó que, en ese caso particular, *“los derechos de veto están vigentes solo hasta tanto la SIC autorice u objete la operación y, por ende, no sitúan de manera permanente a la empresa adquirida bajo el control permanente del potencial adquiriente”*¹¹⁴.

Nótese la importancia de esta última consideración de la SIC de cara a nuestro objeto de estudio: los *interim operating covenants*. Bajo ese criterio de vocación de permanencia, los *interim operating covenants* no conferirían control. Ello toda vez que la naturaleza de estas restricciones contractuales – que suelen reflejarse en prerrogativas del comprador – es proteger la inversión durante el

111 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 4851 de 2013.

112 Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 32184 de 2014.

113 *Ibid.*

114 *Ibid.*

periodo interino. Así, la vigencia de los mismos está supeditada a la decisión que adopte la SIC respecto de la operación proyectada. En principio, pues, parecería estar mitigado el riesgo de incurrir en *gun jumping* durante el periodo pre cierre. Sin embargo, un buen asesor legal debe también tener en cuenta los otros criterios decantados por la autoridad de competencia y expuestos anteriormente.

De esta manera, si se realiza un análisis respecto de si los *interim operating covenants* cumplen con los requisitos sentados por la SIC, se tiene el siguiente panorama: son *idóneos* pues actúan como desincentivos a la actuación oportunista del vendedor, ya que su vulneración se traduce en un incumplimiento contractual, alcanzando así el objetivo de proteger la inversión. Por otra parte, son un medio necesario para alcanzar dicho objetivo, pues no existe una manera menos gravosa de garantizar que el vendedor no actúe oportunistamente. Así las cosas, lo que en realidad hay que revisar es que se cumpla con el criterio de *razonabilidad*, es decir, que los *covenants* no confieran influencias más allá de la protección de los intereses del comprador.

En este punto es importante traer a colación un caso en el que la división antimonopolio del DOJ encontró que algunos *interim operating covenants* habían derivado en que el comprador adquiriera control sobre el vendedor. Se trata de la adquisición de *Platinum Technology* por parte de Computer Associates (CA), por 3.500 millones de dólares. A pesar de que las empresas involucradas realizaron el trámite pertinente de informar a la autoridad sobre la operación y que la autoridad autorizó la culminación de la misma, dos años después el DOJ abrió una investigación por *gun jumping* en contra de estas compañías.

La argumentación ofrecida por el DOJ se basaba en afirmar que CA había obtenido control sobre la operación de *Platinum*, antes de obtener el visto bueno de la autoridad de competencia. En efecto, la existencia de ciertos *covenants* que obligaban a *Platinum* a obtener autorización de CA si deseaba: (i) ofrecer descuentos mayores al 20%, (ii) modificar los términos de los

contratos con los clientes, (iii) ofrecer servicios de consultoría por un periodo superior a 30 días por un precio fijo¹¹⁵ llevaron al DOJ a entender que CA había adquirido control sobre *Platinum*, antes de obtener la autorización de la autoridad competente. Evidentemente, estos *covenants* van más allá de la protección de los intereses del comprador. Son, pues, verdaderos lineamientos –impuestos por el comprador– para la conducción del negocio antes del cierre de la transacción.

Aterrizándolo al contexto colombiano, es claro que dichos *covenants* no hubiesen pasado el test de la SIC, particularmente por el criterio de razonabilidad. En efecto, los anteriores ejemplos de *covenants* conferían al comprador influencia sobre el desarrollo del negocio, excediendo la mera protección de sus intereses. En ese sentido, lo que hay que tener en cuenta, en el contexto colombiano, para evitar adquirir control negativo a través de *interim operating covenants* es que las restricciones que se impongan a través de ellos deben bastar para la protección de los intereses del comprador y no constituir influencia en las decisiones empresariales, por ejemplo mediante restricciones o vetos a la toma de decisiones relativas a precios, ventas, clientes, entre otros. En suma, en palabras de John Gibeaut, tal vez lo más importante es que el contrato no restrinja la habilidad de una de las partes de conducir su negocio según su giro ordinario, desde la operación de la planta hasta las ventas¹¹⁶.

115 En palabras de Joseph Krauss “a) offer discounts greater than 20 per cent off list price, b) vary the terms of customer contracts from their agreed-upon standard contract, c) offer computer consulting services over 30 days at a fixed price, or d) enter into contracts that provided year 2000 remediation services.” KRAUSS, J. *Ibid.* Pág 49.

116 GIBEAUT, J. *Ibid.* En el mismo sentido Quinn, Hill y Solomon afirman que los *interim operating covenants* deben restringirse a que el target opere el negocio como lo ha venido haciendo y no disponga de sus activos durante el periodo pre cierre. HILL, C., QUINN, B y SOLOMON, S. *Ibid.* Págs. 332-333.

V. CONCLUSIONES

A manera de conclusión, hay que decir que existe en Colombia, así como en la mayoría de países del mundo, un régimen de control previo de integraciones empresariales. Lo que pretende dicho régimen es que la autoridad de competencia evalúe algunas integraciones empresariales, que, por sus condiciones, tienen el potencial de restringir la libre competencia. Así, la Superintendencia de Industria y Comercio tiene la labor de determinar si autoriza, condiciona u objeta la operación bajo estudio. Del mismo modo, el régimen de control de integraciones empresariales implica que las empresas sometidas a él deben mantenerse competidoras hasta tanto no surtan el trámite que les corresponda: notificar sobre la operación a la SIC o solicitar que dicha entidad autorice la misma. El incumplimiento de ese mandato se conoce como *gun jumping* y da lugar a la imposición de multas de hasta 100.000 SMLV a las personas jurídicas que violen dicho deber de información.

La manera más común de integrarse es a través de operaciones de fusiones y adquisiciones; estas transacciones, conocidas como *M&A*, son procesos complejos que involucran diferentes etapas y la suscripción de distintos contratos. Aunque la culminación de una transacción de *M&A* deriva en una integración empresarial, existe la posibilidad de que algunas acciones realizadas durante el transcurso de la transacción, como el proceso de debida diligencia y la suscripción de *interim operating covenants*, se traduzcan en una integración, según lo ha considerado la SIC. En consecuencia, existe el riesgo en estas transacciones de incurrir en *gun jumping* y exponerse a sanciones significativas por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio.

Con el fin de evitar tal situación, los asesores legales que se dedican a *M&A* deben tener en cuenta lo que ha considerado la autoridad de competencia colombiana sobre compartir

información sensible y respecto de la posibilidad de adquirir control a través de vínculos contractuales. Así, dicha autoridad ha entendido que por el mero hecho de que un competidor acceda a información sensible de la empresa que pretende adquirir, se comienza a ejecutar la integración y por lo tanto se viola el deber de informar previamente sobre la misma a la SIC. Del mismo modo, la mera existencia de prerrogativas que permitan influenciar la toma de decisiones empresariales, como lo son algunos de los *interim operating covenants* que suelen pactarse en transacciones de *M&A*, confiere control sobre la empresa *target* y supone, también, una violación del régimen de integraciones empresariales.

Para mitigar estos riesgos, resulta necesario adoptar medidas que eviten la tipificación de la conducta antijurídica que ha identificado la SIC. En lo relativo al *due diligence*, se presenta la posibilidad de designar un equipo especializado y hermético que pueda procesar la información sensible sin que ello suponga una integración empresarial. A estos *clean teams*, se les debe sumar la existencia de unos protocolos de manejo de la información que establezcan los procedimientos que deben observar con el fin de evitar que la misma se filtre y ponga en riesgo la libre competencia. Por otra parte, los *interim operating covenants* deben diseñarse y redactarse teniendo en cuenta los criterios de razonabilidad, necesidad e idoneidad planteados por la SIC. Como resultado deben tenerse *covenants* que no confieran influencias en la toma de decisiones de la empresa y se limiten a reflejar el interés del comprador en preservar el valor de la inversión.

Debido al poco desarrollo del *gun jumping* en las transacciones de *M&A* en Colombia, no es posible garantizar que la SIC vaya a considerar como válidas las estrategias aquí presentadas. Sin embargo, con apoyo en lo que ha entendido el Departamento de Justicia de Estados Unidos sobre el *gun jumping*, las presentes soluciones se adecúan a estándares exigidos internacionalmente.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez Arjona, J. M y Carrasco Perera, A. Fusiones y adquisiciones de empresas. Madrid, 2004. Thomson Aranzadi.
- Cyriac, J, Koller, T y Thomson, J. Testing the limits of diversification. Mckinsey Quarterly. February 2012.
- Gaughan, P. Mergers, Acquisitions, Corporate Restructurings. John Wiley and Sons. Año.
- Gibeaut, J. Cool the Urge to Merge. ABA Journal. 2003.
- Hill, C., Quinn, B y Solomon, S. Mergers and Acquisitions: Law, Theory and Practice. Año.
- Jaramillo, A. Concentraciones empresariales en Colombia. Revista de Derecho de la Competencia, Vol. 12. Bogotá. 2016.
- Kirkland & Ellis. Avoiding Pre-Closing Antitrust Risking Transactions with Competitors. 2005. Disponible en: http://www.kirkland.com/siteFiles/kirkexp/publications/2309/Document1/Avoiding_Antitrust_Risk.pdf.
- Krauss, J. ‘Gun-Jumping’: What Are The Standards Governing Pre-Consummation Activities?. Global Competition Review. 2002.
- Liebeskind, R. Antitrust Issues Before Closing the Merger. 2003.
- Miranda, A. Barrera, N. y Gutiérrez, J.D. El Control de las Concentraciones Empresariales en Colombia. Bogotá. 2014.
- Meyer, D. DOJ Guidance on Gun Jumping. Insights Magazine, Vol. 2. 2014.
- Miller, E. Mergers and Acquisitions: A step by step legal and practical guide. Wiley. 2008.
- Oesterle, D. The law of mergers and acquisitions. Ohio, Tercera edición, Thomson/West. 2005.
- Paolantonio, M. Covenants y responsabilidad civil de las entidades financieras. Revista de derecho privado y comunitario, Vol. 18. 1998.
- Reyes Villamizar, F. Análisis Económico del Derecho Societario. Bogotá. 2013.

- Reyes Villamizar, F. Derecho Societario Tomo II, 2 ed. Bogotá, 2014.
- Roberti, J. y Perlman, S. Avoiding antitrust exposure from information exchanges during transactions. Mergers and Acquisitions Law Report. 2014.
- Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto No. 00001365 de 2000.
- Superintendencia de Industria y Comercio, Guía de Análisis de Integraciones Empresariales. 2015.
- Superintendencia de Industria y Comercio, Base de datos de integraciones empresariales. Actualizado a enero de 2017.*
- Sherman, A. Mergers and Acquisitions: From A to Z. Third edition. Amacon. 2010.
- Serrano Pinilla, F. El Concepto de “Control” en el Régimen Colombiano de Integraciones Empresariales y Sus Implicaciones Frente a la Adquisición de Participaciones Minoritarias. Revista de Derecho de la Competencia, Vol. 10. Bogotá, 2014. Págs 457-498.
- United States District Court for the Northern Area of California, United States of America v Flakeboard, others and SierraPine. Final Judgement.

Jurisprudencia y decisiones de la SIC

- Corte Constitucional, Sentencia No. C-228 de 2010. M.P. Luis Ernesto Vargas Silva.
- Consejo de Estado, Sentencia del 25 de abril de 2002. C.P. Manuel Urueta Ayola.
- Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 5545 de 2014.
- Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 49903 de 2014.
- Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 4851 de 2013.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 553 de 2013.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 49903 de 2014.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 17187 de 2010.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 32184 de 2014.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 30853 de 2015.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 21743 de 1999.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 4851 de 2013.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 20874 de 2013.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución No. 67127 de 2014.

