



www.pwc.com/co

Fusiones y Adquisiciones en Colombia

PricewaterhouseCoopers Colombia



Prólogo

Hoy en día, las empresas se encuentran inmersas en un ambiente desafiante, competitivo y globalizado, en el que su principal reto es mantener la relevancia en el mercado. Por esta razón, las organizaciones recurren a diferentes estrategias que les permiten potenciar sus capacidades, resaltar lo que las hace únicas, aprovechar las oportunidades, afrontar las amenazas y mejorar sus debilidades.

Una de las estrategias empresariales más recurrentes tanto a nivel global como en el mercado colombiano, es el crecimiento inorgánico a partir de fusiones y adquisiciones, práctica que ha venido creciendo en número de transacciones en el país. Aunque hay gran potencial en esta materia en todas las áreas de nuestra economía, los sectores relacionados al turismo y a la agricultura, las empresas familiares y los emprendimientos, han sido los más impactados por estas operaciones.

En este contexto, la práctica de M&A (fusiones y adquisiciones por el nombre en inglés) ha adquirido una mayor importancia en el país, y a la vez se ha ido volviendo cada vez más complejo su ejercicio. Hoy en día, tanto compradores como vendedores requieren un asesoramiento más integral, que cubra no sólo aspectos básicos legales, tributarios, laborales, financieros y regulatorios, sino también que les ayude a diseñar una estrategia clara que trace el camino antes, durante y después de la transacción, e incluso identificar los intereses y las necesidades de todas las partes involucradas.

PwC ha sido un partícipe activo en este tipo de procesos tanto a nivel local como internacional, y hemos sido testigos de la evolución de la práctica de M&A en el país. En estos últimos años, hemos adquirido un destacable conocimiento, no solo del mercado, sino también de las particularidades de los procesos de M&A que se desarrollan a nivel nacional. Por eso, hemos decidido plasmar parte de esa experiencia en esta publicación que, con una visión holística, pretende constituirse en una guía sobre las etapas y procedimientos que típicamente son necesarios en Colombia para ejecutar transacciones exitosas.

Así las cosas, esta publicación se soporta en el trabajo continuo de cinco de nuestras áreas de servicio en la práctica de M&A. Por eso, en las siguientes páginas haremos un recorrido integral de estos procesos, con un lenguaje sencillo, pasando por los temas de: (i) Estrategia, (ii) Estructura de la transacción, (iii) Due Diligence, (iv) Documentación de la transacción, y para finalizar (v) Actividades del post-deal.

Los invitamos a conocer más sobre la estrategia, Due Diligence y Estructura de las Transacciones en Colombia y esperamos que puedan explorar junto con nosotros todas las oportunidades que este tipo de procesos le pueden ofrecer a sus organizaciones.

Contenido

	Introducción y perspectiva económica	04
01	Estrategia	05
	Definición	06
	Racional	
	La prima de capacidades del M&A	07
	Etapas	08
	Casos de éxito	09
02	Estructura de la transacción	10
	Legal	11
	La compra del target	
	La compra de activos	
	La fusión de sociedades	
	La escisión de sociedades	
	La constitución del vehículo	
	La transferencia de los recursos	
	Tributaria	20
	Inversión o adquisición	
	Retorno de la inversión	
	Salida del país	
	Laboral	22
Sustitución patronal		
Terminación de los contratos de trabajo		
03	Due Diligence	25
	¿Qué es y para qué sirve?	26
	Tipos de Due Diligence	26
	Supuestos para la ejecución	28
	Due Diligence por tipo de área	28
	Due Diligence Legal	
	Due Diligence Laboral	
	Due Diligence Tributario	
	Due Diligence Financiero y Contable	
	Due Diligence Comercial	
04	Documentos de la transacción	44
	Documentos precontractuales	45
	Documentos contractuales	46
05	Servicio de post deal	49
	Introducción y conceptos	50
	Actividades del post deal	51
	¿Por qué desarrollar planes?	52
	Retos del post deal	53

Introducción y perspectiva económica

Los indicadores macroeconómicos en Colombia se mantuvieron estables durante el 2018, lo que resultó en un crecimiento en el PIB real del 2.7 %, superior al crecimiento del año anterior (1.4 %)¹, mientras que para el año en curso se prevé una expectativa similar del 2.9 %². Adicionalmente, la inflación para el año 2018 cerró en 3.18 %, un nivel inferior a lo presentado el año anterior con el 4.09 %³. Sin embargo, a junio del 2019 la tendencia es alcista, con un 3.43 %⁴, en comparación con junio del año anterior.

Respecto al sistema financiero en Colombia, para el 2019 se espera una recuperación en el crecimiento de crédito y del índice COLCAP, después de la materialización del riesgo crediticio de algunas ramas de la economía y del riesgo de mercado hacia finales del 2018. De acuerdo con el último reporte de Estabilidad Financiera, emitido por el Banco de la República de Colombia, el sistema financiero se puede considerar resiliente⁵ y no será un factor de perturbaciones macroeconómicas. A la par, la deuda del gobierno colombiano se mantiene dentro de la categoría de grado de inversión⁶ durante el 2019, según calificadores internacionales.

Del mismo modo, la entrada del país en la OCDE y la continuidad de los proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) también soportan una expectativa de crecimiento económico moderado para los próximos años y un impulso en la inversión extranjera. Además, pese a que la reciente reforma tributaria, a finales del año 2018, generó cierto grado de incertidumbre, esta busca crear incentivos para atraer nuevos inversionistas mediante la reducción de la tasa impositiva sobre la renta y la eliminación de la renta presuntiva en dos años.

No obstante, en los próximos años el país enfrentará desafíos asociados con: el grado de incertidumbre política, social, económica y fiscal, la presión del comercio internacional, el alto nivel de corrupción, la crisis migratoria del país vecino, el futuro del Acuerdo de Paz y el crecimiento en la tasa de desempleo, que hasta el 2018 se mantuvo como una tasa de un dígito, pero en lo corrido del 2019 se elevó a dos dígitos⁷.

Por otro lado, en términos de M&A, la actividad se ha incrementado considerablemente durante el 2019, principalmente, en los sectores relacionados con energía, salud y servicios financieros; lo que es, parcialmente, el resultado del retraso de las transacciones del 2018, a causa de la incertidumbre del cambio de gobierno y la reforma tributaria del 2018.

Asimismo, el incremento en el número de transacciones podría evidenciar una recuperación de la confianza de los inversionistas, mediante la exploración en el mercado mediano y pequeño, en nuevas empresas de tecnología (*start-up*), empresas familiares y la notable actividad en el turismo, agricultura y en la producción de la marihuana con fines médicos, lo que también ha resultado en un valor promedio de transacción más bajo que en años anteriores.

Finalmente, el sector de infraestructura sigue teniendo una posición muy importante en el mercado del M&A del país, con un gran dinamismo, que puede conllevar a que varias transacciones sean cerradas para finales del 2019 o 2020.

Estrategia

Cap 1.



Estrategia

Definición

A nivel mundial, las compañías están en constante búsqueda por crecer no solo en ingresos y ventas, participación de mercado, utilidades o generación de dividendos, sino —lo que es más retador— hacerlo de manera sostenida. Lograr este objetivo en cualquier mercado depende, además de su posición respecto al entorno y de las capacidades internas, de una estrategia coherente que alinee estos factores en todos los niveles. Desde PwC abordamos la coherencia estratégica desde la relación entre: i) el sistema de capacidades; ii) la forma de jugar en el mercado; y iii) el portafolio de productos o servicios de una compañía, de tal manera que se integren efectivamente en la definición de iniciativas de crecimiento orgánico o inorgánico.

Desde la perspectiva de aquellas iniciativas relacionadas con crecimiento inorgánico o reestructuraciones a través de fusiones y adquisiciones (M&A), integraciones, escisiones o venta de negocios, se vuelve fundamental generar un marco que permita una mejor comprensión del racional, los componentes y los retos que comprenden la ejecución efectiva de este tipo de iniciativas. De manera complementaria, a partir de estudios realizados por PwC Strategy&, creemos que hemos encontrado la respuesta a una pregunta frecuente: ¿Qué distingue a las compañías con un record histórico exitoso de M&A? Una estrategia de negocio que emplea las capacidades como base para el crecimiento inorgánico.

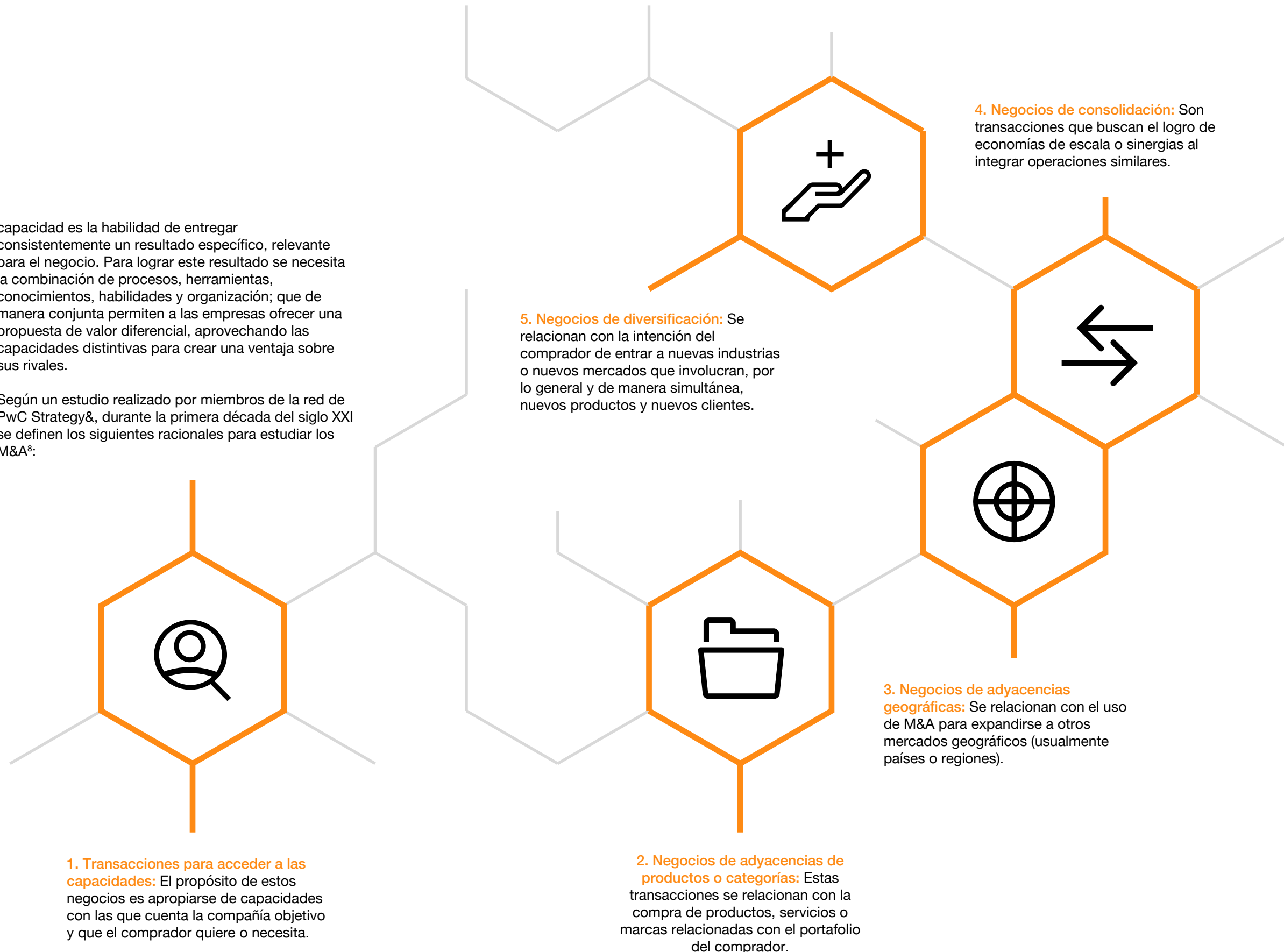
Racional

La lógica detrás de un M&A puede variar ampliamente, por lo que no existe una única razón, sino un conjunto de elementos particulares a la realidad de cada empresa que justifica la decisión de fusionarse, adquirir o reestructurarse para generar valor.

Anteriormente, las compañías basaban sus estrategias y gran parte de sus M&A en el concepto de economías de escala; hoy en día, desde PwC, consideramos que las empresas exitosas han cambiado su visión, enfocándose en un crecimiento de largo plazo, basado en sus capacidades distintivas. En este contexto, una

capacidad es la habilidad de entregar consistentemente un resultado específico, relevante para el negocio. Para lograr este resultado se necesita la combinación de procesos, herramientas, conocimientos, habilidades y organización; que de manera conjunta permiten a las empresas ofrecer una propuesta de valor diferencial, aprovechando las capacidades distintivas para crear una ventaja sobre sus rivales.

Según un estudio realizado por miembros de la red de PwC Strategy&, durante la primera década del siglo XXI se definen los siguientes racionales para estudiar los M&A⁸:



¿Qué hace exitoso un proceso de M&A?

El estudio realizado por PwC muestra que las compañías exitosas en procesos de M&A priorizan uno de los siguientes racionales para realizar una adquisición:

1.

Apalancan su sistema de capacidades diferenciales. Se interpreta como la adquisición de una empresa en donde el comprador sabe o cree saber que será adecuada para explotar su sistema de capacidades actual.

2.

Robustecen su sistema de capacidades. Se interpreta como aquellas situaciones en las que el acuerdo pretende brindar las capacidades del adquirente, que aún no tiene, y que le permitirán intensificar su propio sistema de capacidades.

3.

La combinación de estos dos racionales.

La prima de capacidades en M&A

+4%

Points

Capabilities Fit - Deals

-10%

Points

Limited Fit - Deals

Capabilities - Fit Deals =

+14%

points more return

La evidencia muestra que estas compañías han logrado en promedio 14 puntos porcentuales adicionales en el retorno anualizado de los accionistas, respecto a M&A con una alineación limitada del sistema de capacidades, en donde el comprador ignora en gran medida las competencias y, por lo tanto, la transacción no mejora ni hace uso del sistema de capacidades de la empresa adquirente de ninguna manera importante.

Esta orientación hacia los procesos de reestructuración y M&A, basada en el sistema de capacidades, les ha permitido a compañías —que desde PwC denominamos “supercompetidores”— evolucionar de manera exitosa en el mercado; con sus capacidades distintivas están cambiando la dinámica del entorno de sus negocios. Estos nuevos actores están surgiendo debido a que, industria tras industria, sus pocas habilidades distintivas son tanto escalables como relevantes, mientras que otras formas de ventajas competitivas han disminuido su importancia. Debido a este éxito e influencia de los “supercompetidores”, es crucial que se reconozca el rol de estos nuevos jugadores. Hoy en día, las compañías ya no pueden confiar en conceptos como las escalas o limitarse a un número pequeño de productos o servicios. Se necesita construir un sistema constante de capacidades; sin embargo, estas no son fáciles de construir, muchas de ellas son complejas y costosas.⁹

Etapas

Bajo el marco de un proceso de M&A se reconocen seis grandes etapas, en donde la estrategia está inmersa en cada una de ellas, aplicada en diferentes ámbitos, para favorecer el racional principal detrás de la transacción:



Evaluación estratégica:

Comprende el análisis de la conveniencia de la transacción junto con su racional. La evaluación suele estar relacionada con el ejercicio de planeación estratégica de la compañía u otro detonante coyuntural que genere la necesidad de evaluar la oportunidad de negocio. Esta es una etapa transversal a todo el proceso de M&A que se retroalimenta con cada avance para decidir si continuar o desistir en el proceso.



Evaluación de opciones:

Suele comprender la generación de una lista corta a través de criterios estratégicos y determina el punto de partida de las actividades posteriores de evaluación de *targets* potenciales. Suele ser el inicio de la negociación entre el comprador y el vendedor e inclusive el inicio de la estructuración de la transacción.



Evaluación del negocio:

Comprende las actividades de *Due Diligence* (comercial, financiero, legal, laboral o tributario). Durante esta etapa se refina la estructuración y se puede dar inicio a la planeación de la etapa de integración.



Negociación y cierre:

Se realiza el ajuste a la oferta a partir de los insumos de la etapa anterior. Se genera la negociación final y el acuerdo como cierre, lo que aprueba la transacción.



Integración/separación:

En función de la naturaleza del acuerdo y la posición de vendedor o comprador se procede con la planeación de la integración o separación, a través de los planes del día 1 y de los 100 días.



Transformación y crecimiento:

Comprende la ejecución de las actividades de largo plazo de la integración para capturar valor.

Casos de éxito

De acuerdo con el artículo de strategy+business, referenciado anteriormente, las industrias que están preparadas para este cambio tienen dos cualidades fundamentales: escalabilidad de las capacidades críticas y la relevancia de diferenciación. La primera, hace referencia a la aplicabilidad de las capacidades, las cuales deben ser amplias y expandibles en productos, servicios y clientes, de modo que los costos fijos de una capacidad distintiva (como TI, cadena de suministro y costos de talento) puedan beneficiarse. La segunda cualidad, se refiere a la cantidad de clientes que pueden valorar las distinciones que un sistema de capacidades puede ofrecer, es posible que sea a través de un valor más alto (Walmart y Amazon), o productos y servicios diferenciados (Apple y Starbucks) o ambos (McDonald's o IKEA).

Un ejemplo de una implementación exitosa de la metodología de capacidades y fortalezas de las empresas, a través de fusiones y adquisiciones, es el conglomerado industrial Danaher; el cual, por medio de las adquisiciones que ha realizado, ha logrado obtener mejores resultados. El factor fundamental para el éxito de Danaher está centrado en el conocimiento de su área de mayor fortaleza, permitiendo una mejora operativa continua que refuerza el Sistema de Negocios de Danaher¹⁰, es decir, que siempre aprovecha sus capacidades en las transacciones que realiza. Es así como se garantiza el éxito en una transacción de M&A. Ejemplos exitosos, de acuerdo con un estudio de strategy+business, son Walt Disney Company y Abbott Laboratories, y esto es porque comprenden la importancia de adoptar un enfoque orientado a las capacidades para M&A y se centran en desarrollar las escalas en torno a un sistema de capacidades.

Las empresas que emplean este enfoque saben cómo pueden cambiar entre acuerdos de apalancamiento y los de mejora, y alcanzar sus objetivos de crecimiento. Parte del éxito está basado en no solo identificar y capturar sinergias, sino en encontrar maneras de manejar las diferencias culturales, retener a las personas esenciales y ayudar a que las ideas de esas personas se arraiguen en la organización más ampliamente. Un ejemplo claro y exitoso de la implementación de diferentes tipos de acuerdos es Disney, que ha cambiado estratégicamente entre los acuerdos de apalancamiento y mejora en los últimos 15 años. En consecuencia, la adquisición que realizó de Pixar (anunciada en 2006), fue un acuerdo para robustecer sus capacidades (buscaba profundidad

en el área de animación generada por computadora), pero la adquisición de Marvel Entertainment (anunciada en 2009) fue un acuerdo de apalancamiento (creó un nuevo reparto de personajes icónicos para impulsar sus canales de cine y televisión). Finalmente, este enfoque le permite a las empresas descubrir en qué es en lo no encajan y, por lo tanto, qué deberían cambiar, vender o de qué deberían desprenderse; en resumen, salir de todo aquello que no sea coherente con aquello que sabe hacer mejor la empresa¹¹.

En conclusión, las ofertas hechas con una perspectiva de capacidades tienen muchas más probabilidades de generar valor con el tiempo. Por lo tanto, las capacidades distintivas deben reforzar, respaldar e impulsar la estrategia de la empresa, integrando personas, procesos y tecnologías con el fin de producir algo de valor para los clientes. Estas capacidades deben ser diferenciadas y complementarias, buscando brindar un resultado específico de manera confiable y consistente, como apoyo para la estrategia a largo plazo y la posición de mercado de una compañía¹².

Estructura de la transacción

Cap 2.



Estructura de la transacción

Legal

1.1 La compra del *target*: acciones, cuotas o artes de interés, y derechos sobre sucursales de sociedad extranjera

Actualmente, los vehículos más utilizados para desarrollar negocios en Colombia son: la sociedad por acciones simplificada (S.A.S.) y la sociedad anónima (S.A.), que pertenecen a la categoría de las sociedades comerciales, y la sucursal de sociedad extranjera.

Entre los vehículos mencionados se destaca la S.A.S. que, desde su creación a finales del año 2008, se ha convertido en el vehículo societario preferido tanto por inversionistas extranjeros como por empresarios nacionales, principalmente por la flexibilidad en relación con los diferentes aspectos de su constitución y funcionamiento. De otra parte, la sucursal de sociedad extranjera sigue siendo un vehículo muy habitual, especialmente en los sectores mineros y de hidrocarburos, debido, principalmente, a sus beneficios cambiarios.

A continuación, presentamos algunas diferencias relevantes entre estos vehículos, en cuanto a la composición y división del capital social, así como las particularidades de su régimen de transferencia:

A.

La sociedad anónima (S.A.)

Son sociedades de capital (en función de la persona - *intuitio personae*), cuyo capital social se encuentra representado en acciones nominativas de igual valor, representadas en títulos y dividido en tres clases:

Capital autorizado: cuando una sociedad por acciones en Colombia se constituye, los accionistas “autorizan” un determinado capital que será el máximo que podrá tener, de manera que, en caso de que se requiera superar ese capital, se debe hacer una reforma estatutaria para poder ampliarlo, de acuerdo con las necesidades de la sociedad. Es un acuerdo que indica a los accionistas el valor máximo de su compromiso de inversión con la sociedad. Esta “autorización” no obliga a los accionistas, independientemente de si son mayoritarios o minoritarios, a suscribirlo, en caso de que

se apruebe una ampliación de capital. Sin perjuicio de lo anterior, este capital puede ser modificado por decisión de los accionistas, mediante una reforma estatutaria.

Capital suscrito: es el monto de capital que los accionistas se comprometen a cubrir, con aportes en dinero o en especie, al momento de constituirse la sociedad, o en posteriores suscripciones.

Capital pagado: es el monto que efectivamente los accionistas han pagado de las acciones que suscribieron.

Al momento de la constitución, deberá suscribirse como mínimo el 50% del capital autorizado y pagarse también, como mínimo, la tercera parte (1/3) del capital suscrito. El saldo del capital suscrito deberá pagarse en un término que no exceda un (1) año.



La cifra del capital suscrito corresponde al capital social por cuanto, habiéndose pagado o no, los accionistas responden por el valor que suscribieron.

Las acciones son libremente negociables, salvo que se haya pactado el derecho de preferencia o se trate de acciones privilegiadas, de acciones de industria no liberadas o de acciones gravadas con prenda, las cuales requieren de ciertas autorizaciones y trámites especiales.

En caso contrario, la transferencia de las acciones requiere del endoso de los títulos correspondientes y de la inscripción de la transferencia en el libro de registro de acciones que lleve la sociedad.

Finalmente, la composición del capital social de una de estas sociedades no es parte de la información al público que se incluye en el certificado de existencia y representación de la sociedad.

B.

La sociedad por acciones simplificadas (S.A.S.)

Es una sociedad de naturaleza mixta, que goza de elementos propios de las sociedades de personas y de las sociedades de capital. Al igual que en

las sociedades anónimas, el capital se encuentra representado en acciones nominativas y está dividido en tres clases: capital autorizado, suscrito y pagado.

Como particularidades, vale la pena destacar que:

- Este tipo societario se puede conformar con una o más personas naturales o jurídicas (colombianas o extranjeras), quienes serán únicamente responsables hasta el monto de sus respectivos aportes. Es relevante destacar que tanto su constitución como sus reformas estatutarias pueden llevarse a cabo mediante documento privado.
- La suscripción y pago del capital podrá hacerse en condiciones, proporciones y plazos distintos de los previstos en las normas para las sociedades anónimas. El plazo para el pago de las acciones no puede exceder los dos (2) años.
- En los estatutos puede estipularse la prohibición de negociar las acciones emitidas por la sociedad o alguna de sus clases, siempre que la vigencia de la restricción no exceda de diez (10) años, a partir de la emisión. Este término podrá ser prorrogado por periodos adicionales no mayores de diez (10) años, por voluntad unánime de los accionistas.
- La negociación de acciones se puede someter a la autorización previa de la asamblea.

Al igual que ocurre en las sociedades anónimas, las acciones son libremente negociables, por lo que su transferencia solo requiere del endoso de los títulos correspondientes, y de la inscripción en el Libro Registro de Acciones que lleve la sociedad. No obstante, estas acciones —a diferencia de aquellas que son emitidas en una sociedad anónima— no podrán ser negociadas en el mercado público de valores.

Finalmente, la composición del capital social de una de estas sociedades no es parte de la información al público que se incluye en el certificado de existencia y representación de la sociedad.

C.

La sucursal de sociedad extranjera

La sucursal es un establecimiento de comercio de propiedad de la sociedad extranjera que la ha constituido (la “casa principal”), razón por la cual carece de personería jurídica diferente de la de esta y, en consecuencia, las contingencias de la sucursal en Colombia pasan directamente a su casa principal.

Las sucursales tienen un capital asignado por su casa principal que constituye, en principio —al igual que en las sociedades comerciales—, la prenda general de sus acreedores. Adicionalmente, las sucursales tienen en su patrimonio una cuenta denominada “inversión suplementaria al capital asignado”, que funciona como





un “capital flotante” que permite a la casa principal del exterior dotar de fondos a su sucursal en Colombia y a esta a devolverlos, sin que dicho trámite implique una reforma estatutaria ni se requieran autorizaciones previas.

Jurídicamente la sucursal es un establecimiento de comercio de propiedad de la Casa Principal, y su transferencia sigue las reglas previstas en la legislación colombiana para el aporte de un establecimiento de comercio a una sociedad mercantil. A este respecto, la Superintendencia de Sociedades de Colombia ha dicho que la transferencia en bloque de la sucursal de una sociedad a otra es una transacción perfectamente viable en el derecho colombiano, aunque conlleva los efectos propios derivados del cambio de titular.

Finalmente, se debe indicar que la Superintendencia de Sociedades ha sostenido, en doctrina reiterada, que las sucursales de sociedades extranjeras no pueden ser titulares de acciones o cuotas representativas del capital de sociedades, sean estas colombianas o extranjeras.

Existen también otros tipos societarios con particularidades específicas, que son poco utilizados hoy en día, tales como:

La sociedad de responsabilidad limitada:

Son sociedades de personas (*intuito personae*), que deben constituirse y existir con un mínimo de dos socios y un máximo de 25. Estas sociedades tienen un único tipo de capital, el cual se encuentra dividido en cuotas, las cuales deben ser todas del mismo valor nominal, y cuya cesión está sujeta al derecho de preferencia, salvo que en los estatutos sociales exista estipulación en contrario.

La sociedad colectiva:

Sociedad de personas donde prima la relación de confianza entre los socios. En esta sociedad todos los socios no solo responden hasta el monto de sus aportes, sino también con su patrimonio personal.

Sociedad en comandita:

Se caracteriza por estar conformada por socios gestores y socios comanditarios. Los primeros comprometen su responsabilidad solidaria e ilimitadamente, mientras que los segundos la limitan al monto de sus aportes. Son sociedades utilizadas tradicionalmente para negocios familiares.

A nivel cambiario, las normas colombianas disponen de las inversiones realizadas por no residentes con ánimo de permanencia en acciones, cuotas o partes de interés en empresas colombianas, así como en derechos sobre sucursales de sociedades extranjeras constituyen inversiones internacionales de capital del exterior en Colombia. En este sentido, las divisas relacionadas con estas operaciones, incluyendo los rendimientos que estas generen, deben tramitarse por conducto de un intermediario del mercado cambiario – IMC (por ejemplo: bancos comerciales locales) o a través de cuentas bancarias en moneda extranjera abiertas ante entidades financieras del exterior y registradas ante el Banco de la República de Colombia (Banco Central) bajo el mecanismo de cuenta de compensación.

La canalización de la inversión, así como el debido registro de las operaciones en los términos y condiciones señalados por el Banco de la República, otorga al no residente la calidad de inversionista extranjero, al igual que los derechos cambiarios de giro que consisten en la posibilidad de repatriar el capital y las utilidades o dividendos, o de reinvertirlos a través de capitalizaciones, expresadas, por ejemplo, en un mayor número de acciones.

Desde la perspectiva cambiaria, lo primero que se debe identificar a efectos de estructurar la transacción de compra de acciones, cuotas o partes de interés en empresas colombianas, es lo siguiente:

- Si el comprador es no-residente.
- Si el vendedor es inversionista extranjero.
- Si las acciones, cuotas o partes de interés radican en una empresa colombiana, en la cual se encuentra registrada la inversión extranjera por parte de un no residente.

A partir de lo anterior se pueden presentar los siguientes escenarios:



Comprador no residente + Vendedor no residente: esto implica necesariamente que el vendedor no residente debió haber registrado su inversión extranjera directa en Colombia en el pasado. De ser así, la operación es viable e implica la obligación de registrar ante el Banco de la República de Colombia una sustitución de inversionista extranjero, la cual deberá tener lugar dentro de los seis (6) meses siguientes a la fecha de la operación, si esta ocurrió posterior al 26 de julio del 2017.



Comprador no residente + Vendedor residente: en este caso, la inversión por parte del residente que vende su participación no implica un registro cambiario de esta en el *target*, lo cual indica necesariamente que el comprador no residente deberá canalizar, a través del mercado cambiario y a favor del vendedor residente en Colombia, el valor de su inversión. En este punto, es necesario indicar que el vendedor es el beneficiario del pago y no el *target*, al considerar que las acciones ya se encuentran en circulación. El registro de la inversión del comprador no residente en el *target* se efectúa con el suministro de la información de los datos mínimos para las operaciones de cambio por inversiones internacionales (declaración de cambio).

En el evento en que no se encuentre registrada la inversión al momento de la compra en el caso (i), o que no se canalicen las divisas en el caso (ii), el comprador no se considerará inversionista extranjero en Colombia y, por lo tanto, no tendrá derechos cambiarios, pudiendo hacerse acreedor además a una sanción hasta del 200 % del valor de la operación, por no haber canalizado su inversión, la cual estará vigente por un plazo de 2 años y estaría a cargo de la Superintendencia de Sociedades.

1.2 La compra de activos

Otra alternativa, muy habitual, para realizar inversiones en Colombia, es la adquisición de los activos con los cuales se desarrolla la actividad empresarial, en vez de adquirir el vehículo que es titular de la misma; es decir, ejecutar un “*asset deal*” en vez de un “*share deal*”.

Si este es el caso, debe tenerse en cuenta que la transferencia de los activos sigue las reglas generales establecidas en el derecho colombiano, según su propia naturaleza; por lo que, a continuación, presentamos unas consideraciones sobre algunos de los más habituales.



Bienes inmuebles:

En Colombia, la transferencia de bienes inmuebles es un acto que implica el cumplimiento de ciertas formalidades: (i) el otorgamiento de la escritura pública: la transferencia de un inmueble a cualquier título requiere para su perfeccionamiento el otorgamiento de una escritura pública, mediante la cual el transferente y el adquirente protocolicen el negocio jurídico de adquisición, incluyendo los elementos fundamentales de este; entre otros, identificación de las partes, descripción e individualización del inmueble, precio de adquisición y forma de pago.

Cabe señalar que esta escritura no es suficiente para adquirir la propiedad del inmueble, por lo que solo genera obligaciones personales entre las partes. (ii) Inscripción en el registro público de inmuebles: una vez otorgada la escritura pública, la transferencia de la propiedad del inmueble no estará completa, sino hasta que esta se inscriba en el registro público de inmuebles, que en Colombia administran las Oficinas de Registro de Instrumentos Públicos y Privados.

A partir de la inscripción de la transferencia en el registro público se transmite la propiedad y la misma es oponible a terceros.

Debe tenerse en cuenta que tanto el otorgamiento de la escritura pública, como su posterior inscripción en el registro público de inmuebles, genera el pago de derechos notariales y de registro, cuyo importe total dependerá del valor de la transferencia.



Vehículos:

En Colombia, la transferencia de vehículos es, asimismo, un acto que implica el cumplimiento de ciertas formalidades. Si bien, la transferencia de estos no requiere del otorgamiento de una escritura pública, sino que basta un mero acuerdo privado, ese contrato solo genera obligaciones entre las partes, sin que transfiera la propiedad del vehículo, hasta que no se inscriba en el registro público de automotores, ante el organismo de tránsito correspondiente.

Para efectos cambiarios la compra de activos no constituye, de por sí, una inversión extranjera en Colombia, excepto para el caso de bienes inmuebles (terrenos y construcciones levantadas sobre el mismo). Así las cosas, solamente la parte correspondiente a la compra de inmuebles será una operación de obligatoria canalización, en la cual se deberá seguir el procedimiento indicado para la compra del *target*.

1.3 La fusión de sociedades

Desde el punto de vista societario, la fusión de sociedades es una reforma estatutaria que implica la integración de dos o más sociedades en una de ellas o en una sociedad de nueva creación.

La fusión de sociedades en Colombia es un procedimiento de cierta complejidad, que requiere del cumplimiento de varias etapas, que se pueden resumir como se indica a continuación:

Etapa 1:

Preparación de la fusión:

Durante esta primera etapa deberá realizarse todo el trabajo que constituirá la base de la fusión, lo que incluye los balances base de la fusión.

El documento central de esta etapa lo constituye el compromiso de fusión, que es un acuerdo suscrito entre los representantes de todas las sociedades participantes, en el cual se recogen todos los aspectos sustanciales de la transacción; entre ellos, la identificación de las sociedades participantes, la motivación de la fusión y la relación de intercambio.

Etapa 2:

Aprobación de la fusión:

Una vez preparada la fusión, se somete a consideración de los accionistas o socios de las sociedades participantes, quienes deberán aprobarla con el número de votos que la ley o los estatutos de cada una de ellas determinen.

Cabe señalar que la aprobación de la fusión no es suficiente para que esta se entienda perfeccionada.

Etapa 3:

Publicidad de la fusión:

Aprobada la fusión por los socios o accionistas de las sociedades participantes, deberá informarse al público sobre dicha reforma estatutaria, mediante avisos publicados en un diario de amplia circulación, en el lugar del domicilio de cada una de las sociedades participantes y comunicaciones escritas enviadas a los acreedores sociales, en las que se expliquen las particularidades de la transacción.

A partir de la fecha de publicación o envío del último aviso, los acreedores contarán con un plazo de 30 días hábiles para presentar sus objeciones a la fusión.

Etapa 4:

Autorizaciones:

En caso de que fuera necesario, de acuerdo con las características de la operación, es posible que la fusión requiera de autorizaciones previas otorgadas por la Superintendencia de Industria y Comercio (SIC) y la Superintendencia de Sociedades (SS).

Cada una de estas autorizaciones tiene como propósito proteger a las personas que pudieran verse afectadas con la integración, pero desde una perspectiva diferente. El control previo que ejerce la SIC se centra en verificar si la fusión, tal y como se hubiera planteado, puede afectar la competencia en el mercado relevante. La verificación que hace la SS pretende proteger a los acreedores de las sociedades participantes para prevenir que la fusión sea utilizada como un mecanismo para evadir el cumplimiento de las obligaciones adquiridas por las sociedades participantes.

Para ambos casos, el estado colombiano ha establecido unos parámetros de autorización general, es decir, unos supuestos que, en caso de cumplirse, hacen suponer que con la fusión proyectada no se pone en peligro ni la competencia en el mercado relevante, ni la posición de los terceros y acreedores.

Etapa 5:

Perfeccionamiento de la fusión:

Una vez completado el periodo de publicidad y, en su caso, obtenidas las autorizaciones que hicieran falta, la sociedad procederá a perfeccionar la reforma estatutaria de fusión, mediante la inscripción de los acuerdos y demás documentación pertinente, en la Cámara de Comercio del domicilio de las sociedades intervinientes.

Cabe señalar que, en algunos casos, dependiendo del tipo de sociedades participantes en la fusión o de los bienes a ser transferidos, el perfeccionamiento puede requerir del otorgamiento de una escritura pública de fusión.

En materia cambiaria, la fusión de sociedades puede implicar cambios en los registros de inversión extranjera directa, bien sea por la sustitución de la empresa receptora o del inversionista extranjero, dependiendo de la forma en que se estructure la operación. Una vez verificado lo anterior, será necesario registrar ante el Banco de la República la situación ocurrida dentro de los 6 meses siguientes a la fecha de la operación, si esta ocurrió posterior al 26 de julio de 2017.

En algunos casos, la fusión puede implicar, también, la desaparición de inversionistas extranjeros o de las empresas receptoras, sin que haya sustitución; caso en el cual deberá registrarse ante el Banco de la República la cancelación de la inversión extranjera directa en Colombia. En este caso, también es aplicable el plazo de 6 meses.

1.4 La escisión de sociedades

Desde el punto de vista societario, y al igual que ocurre con la fusión, la escisión de sociedades es una reforma estatutaria que implica la separación o división total o parcial de una sociedad, a favor de una o más sociedades ya existentes o de una nueva creación.


La escisión de sociedades en Colombia es un procedimiento de cierta complejidad, que requiere del cumplimiento de las mismas etapas que una fusión.

En materia cambiaria, y de la misma manera que en la fusión, la escisión de sociedades puede implicar cambios en los registros de inversión extranjera directa, bien sea por la sustitución de la empresa receptora o del inversionista extranjero, dependiendo de la forma en que se estructure la operación. Una vez verificado lo anterior, será necesario registrar ante el Banco de la República la situación ocurrida dentro de los 6 meses siguientes a la fecha de la operación, si esta ocurrió posterior al 26 de julio de 2017.

1.5 La constitución del vehículo

En muchos casos, la realización de una transacción en Colombia requiere de la constitución de un vehículo local, a través del cual se canalicen los recursos y se adquieran los activos o las acciones. Cabe señalar que, de conformidad con la doctrina local, las sucursales de sociedades extranjeras no pueden ser titulares de acciones, aunque eventualmente sí podrían serlo de otros activos. En tal medida, a continuación, se presenta un breve sumario del procedimiento de constitución de las sociedades por acciones simplificadas y de las sucursales de sociedades extranjeras.

Plan detallado para la constitución de una S.A.S en Colombia

 **Documentación necesaria**

- Documento de constitución y estatutos de la nueva sociedad.
- Poderes (en su caso) otorgados por los accionistas.
- Certificado de existencia y representación de los accionistas para personas jurídicas o documento de identidad para personas naturales

Todos los documentos otorgados en el exterior deben ser apostillados o legalizados por vía diplomática en el país de origen.

Todos los documentos que estén en un idioma diferente al castellano deben ser traducidos por un traductor oficial en Colombia.

Actividades

Plan detallado para la constitución de una sucursal en Colombia

 **Documentación necesaria**

- Poderes (en su caso) otorgados por la casa principal.
- Certificado de existencia y representación de la casa principal.
- Copia de los estatutos completos de la casa principal.
- Decisión adoptada por el órgano competente de la casa principal donde conste la decisión de constituir la sucursal y sus estatutos.

Todos los documentos otorgados en el exterior deben ser apostillados o legalizados por vía diplomática en el país de origen.

Todos los documentos que estén en un idioma diferente al castellano deben ser traducidos por un traductor oficial en Colombia.

Actividades

Preparación de los documentos requeridos para la incorporación y diligenciamiento de formularios.

3 días hábiles

Registro de la sociedad ante la Cámara de Comercio.

Gastos:

- Impuesto de registro (entre el 0.7 % y el 1 % del capital suscrito, dependiendo de la ciudad del domicilio; por ejemplo, en Bogotá en el 0.7 %).
- Derechos de inscripción y de matrícula (de acuerdo a las cuantías que cada año actualiza la respectiva cámara de comercio).

5 días hábiles

Inscripción en el Registro Único Tributario (RUT) y obtención del número de identificación tributaria (NIT), ante las autoridades tributarias nacionales. (El poder para este trámite deberá ser otorgado por el representante legal de la compañía constituida en Colombia).

1 día hábil

Transferencia del capital social: Preparación del Formulario 4.

1 día hábil

Preparación de los documentos requeridos para la incorporación y diligenciamiento de formularios.

3 días hábiles

Otorgamiento de la Escritura Pública de constitución de la Sucursal, ante un notario público colombiano del lugar del domicilio.

3 días hábiles

Registro de la sucursal ante la Cámara de Comercio.

Gastos:

- Impuesto de Registro (entre el 0.7 % y el 1 % del capital asignado, dependiendo de la ciudad del domicilio; por ejemplo, en Bogotá en el 0.7 %).
- Derechos de Inscripción y de matrícula (de acuerdo a las cuantías que cada año actualiza la respectiva cámara de comercio) .

5 días hábiles

Inscripción en el Registro Único Tributario (RUT) y obtención del número de identificación tributaria (NIT), ante las autoridades tributarias nacionales. (El poder para este trámite deberá ser otorgado por el representante legal de la compañía constituida en Colombia).

1 día hábil

Transferencia del capital social: Preparación del Formulario 4.

1 día hábil

Para efectos cambiarios, únicamente la constitución de vehículos societarios en Colombia, en los que participen inversionistas extranjeros, requerirá la observancia de las normas relacionadas con inversión extranjera directa.

Tal como se advirtió anteriormente, los aportes que realice cualquier inversionista extranjero, representados en divisas, deben ser canalizados a través del mercado cambiario y registrados mediante la presentación de la información de los datos mínimos para las operaciones de cambio por inversiones internacionales (Declaración de Cambio, antes Formulario No. 4).

Adicionalmente, los no residentes podrán registrar aportes en especie consistentes en mercancías importadas como no reembolsables; cuentas por cobrar al nuevo vehículo, tales como importaciones de bienes reembolsables o préstamos externos; así como, aportes de otros tangibles e intangibles que puedan constituirse en activos de cuyo ejercicio o explotación pueden obtenerse beneficios económicos, susceptibles de amortización o depreciación, de acuerdo con las normas contables colombianas.

1.6 La transferencia de los recursos

En síntesis, la transferencia de divisas que haga un no residente por los siguientes conceptos, necesariamente, debe realizarse a través del mercado cambiario colombiano y declararse mediante la presentación de la información de los datos mínimos para las operaciones de cambio por inversiones internacionales para obtener los derechos de giro correspondientes y cumplir las normas cambiarias sobre inversión extranjera directa:

- (i) Aporte inicial en divisas a la constitución de un vehículo en Colombia, incluyendo cualquier tipo de sociedad o sucursal.
- (ii) Aportes adicionales a dichos vehículos.
- (iii) Compra a residentes de acciones, cuotas o partes de interés de empresas colombianas.
- (iv) Compra de inmuebles.

Adicionalmente, si la financiación de la transacción está originada en un crédito en divisas otorgado por un no residente, sea o no entidad financiera del exterior, debemos advertir que esta operación también es catalogada como de obligatoria canalización a través del mercado cambiario (excepto en casos especiales en los que se declara el desembolso con el Formulario 3A), y debe reportarse de forma adecuada ante el Banco de la República de Colombia antes de su desembolso.

El procedimiento de informe y desembolso de créditos externos en divisas es el siguiente:

1.

Obligación:

Verificar que el acreedor del exterior está inscrito en el **Anexo 1** de la DCIN83 del Banco de la República.

En el evento en que este no tenga un código asignado, se deberá indicar el nombre o razón social, el país y el tipo de prestamista o acreedor dentro del formulario de informe del crédito, para la obtención de este, a través del intermediario del mercado cambiario.

Oportunidad:

Antes del desembolso: no se debe recibir el desembolso si el acreedor del exterior no está inscrito.

2.

Obligación:

Informar la deuda externa, **Formulario No. 6**. Se debe contar con un contrato escrito de préstamo o documento donde consten las condiciones acordadas entre las partes (acreedor, deudor, moneda y monto contratado, plan de amortización o plazo de vencimiento, tasa de interés, entre otros).

Oportunidad:

Antes del desembolso: excepcionalmente, puede informarse el crédito junto con el desembolso cuando se hace la operación a través de intermediario del mercado cambiario (IMC).

3.

Obligación:

Declarar desembolso canalizado a través del mercado cambiario , **Formulario No. 3**, excepto cuando ya se ha informado en el mismo **Formulario No. 6** (informe deuda externa) o cuando el desembolso ocurre directamente en el exterior en los casos autorizados, caso en el cual se presenta un **Formulario No. 3 A**.

Oportunidad:

Al momento del desembolso por el IMC; o dentro del mes siguiente, si es por cuenta de compensación (CC), y antes del envío electrónico del **Formulario No. 10**.

4.

Obligación:

Canalizar el pago a través del mercado cambiario y declararlo con el **Formulario No. 3**.

Oportunidad:

Con cada pago si es por IMC, o dentro del mes siguiente, si es por CC y antes del envío electrónico del **Formulario No. 10**.

Estos créditos pueden utilizarse para realizar inversiones colombianas en el exterior, constituyéndose su desembolso también en una operación de obligatoria canalización, salvo algunas excepciones en las que se debe registrar la inversión con un procedimiento especial utilizando el Formulario 11 que se radica directamente ante el Banco de la República dentro de los 6 meses siguientes a la realización de la inversión Colombiana en el exterior.

Tributaria

Un aspecto que se ha posicionado, con significativa relevancia, es el aspecto tributario de las transacciones; si bien, todos los aspectos son inescindibles y deben entenderse como un todo, también es cierto que cualquier estructura que no cuente con el debido análisis del impacto fiscal no será más que una estructura ineficiente y costosa para cualquiera de las partes, lo que está en contra de uno de los objetivos de cualquier transacción: la optimización económica.

Ciertamente, para efectos tributarios existen tres temas centrales en la estructuración de la transacción:

1. Inversión o adquisición
2. El retorno de la inversión
3. La tributación al momento de irse del país.

2.1 Inversión o adquisición

De forma previa a cualquier análisis, es requisito esencial entender si la operación se trata de una inversión o de una adquisición, pues ambas modalidades tienen efectos fiscales disímiles, según se trate.

Así, cuando se habla de “inversión” se hace referencia a un escenario en donde un posible inversionista inyectaría capital en una nueva compañía o en una ya existente; mientras que, se habla de “adquisición” cuando ese potencial inversionista no busca aumentar el capital de una empresa ya existente, sino hacerse dueño de la totalidad de esta (o de sus activos), bien sea en una compraventa tradicional de acciones o por otros mecanismos como lo son la fusión o la escisión.

Otras diferencias que permiten reconocer el tipo de escenario en cuestión parten de la base legal; en donde, en una estructura de inversión no hay transferencia de la propiedad, sino que los accionistas preexistentes mantienen una participación en la compañía, ahora menor, a cambio de la nueva inversión realizada por el nuevo inversionista; situación opuesta a una adquisición, en la cual —por regla general— los accionistas ceden todo o parte de su participación en favor de este nuevo inversionista.

Visto lo anterior, en la inversión de capital se deben considerar aspectos tributarios puntuales como lo es el impuesto de registro, el cual se causa en todo incremento de capital y en la correspondiente emisión de acciones, gravando la totalidad del monto de

la inversión a una tarifa del 0.7 %, que puede ser reducida mediante mecanismos corporativos, p. ej.: la prima en colocación de acciones. Por otra parte, existen algunos impuestos incidentales como lo es (en particular para inversionistas extranjeros) el gravamen a los movimientos financieros (conocido como cuatro por mil dada su tarifa); puesto que, es frecuente que en la monetización y canalización de la inversión extranjera la empresa colombiana receptora de la inversión deba asumir este costo, hecho que puede ser objeto de debate al momento de la negociación.

Por otro lado, en una operación de adquisición, si bien es cierto que los impuestos que se causan con base en la disposición de acciones o de activos son puramente del vendedor, no es extraño encontrar transacciones donde el alto impacto de estos (impuesto de renta o de ganancia ocasional) pueden complicar una negociación o, incluso, llevar a romper diálogos entre las partes.

Por lo tanto, es primordial conocer la situación tributaria del vendedor de forma a previa a cualquier conversación sobre una posible adquisición; debido a que el vendedor debe tener en cuenta cuál será su impacto y cuál será el valor a pagar por una eventual utilidad en la operación.



Se debe recalcar que con el ingreso de Colombia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el sistema tributario colombiano se ha ido refinando a través de las últimas reformas, para adecuarse a las políticas fiscales del organismo internacional; por lo cual, viejas estrategias tributarias, como sociedades espejo o escisiones de la compañía objetivo, no son fiscalmente eficientes como solían serlo.

2.2 Retorno de la inversión

Una vez se estructura la adquisición/inversión en la compañía, el nuevo inversionista deberá centrarse en cómo será el retorno de su inversión.

A pesar de que el retorno por excelencia se da a través de la distribución de dividendos, existen otros

mecanismos de distribución (intereses, regalías, entre otros), los cuales se pueden analizar como alternativas eficientes o tan solo como una vía adicional para lograr distribuciones anticipadas.

En relación a los dividendos, es necesario entender —en primer lugar— los efectos fiscales a los que se enfrenta un accionista (inversionista) al recibirlos. En Colombia se encuentra establecido el impuesto a los dividendos, el cual grava -vía retención en la fuente por parte de la sociedad que los distribuye-, toda distribución de dividendos a una tarifa del 7.5 % sobre el valor bruto de la distribución, esto cuando los dividendos provengan de utilidades que hayan estado gravadas, para efectos del impuesto de renta, en cabeza de la sociedad que los distribuye.

En caso contrario, es decir, cuando los dividendos que se distribuyen tienen origen en utilidades no gravadas en cabeza de la sociedad que los distribuye, dichos dividendos estarán sujetos en un primer momento al denominado impuesto de igualación o impuesto de renta sustitutivo, el cual equivale, o tiene la misma tarifa, que el impuesto de renta corporativo (el 33 % para el año gravable 2019) y, una vez retenido dicho impuesto, el dividendo neto (dividendo bruto menos el impuesto de igualación) estará sujeto al ya mencionado impuesto a los dividendos del 7.5%.

Como ejemplo, se puede dar el caso de que los dividendos provengan de utilidades no gravadas en cabeza de la compañía que los distribuye, cuando esta tiene deducciones fiscales especiales mas no contables o cuando tiene pérdidas fiscales; en pocas palabras, cuando la utilidad contable supera a la utilidad fiscal, esa diferencia corresponderá a utilidades no gravadas para la compañía.

Existe una serie de excepciones sobre las reglas mencionadas, tanto para inversionistas nacionales como para extranjeros, como lo son: (i) grupos empresariales; (ii) en situaciones de control y (iii) las distintas tarifas especiales (algunas incluso del 0 %) que establecen los convenios para evitar la doble imposición (en adelante “CDI”) celebrados por Colombia¹³.

Ahora bien, en algunas ocasiones, la distribución de dividendos puede no ser el mecanismo más eficiente para el retorno de la inversión, no solo por la periodicidad y por las formalidades corporativas que deben seguirse, sino también por escenarios de ineficiencia fiscal, como sucede en el caso referido de distribución de dividendos que tienen origen en utilidades que no pagaron impuesto en cabeza la sociedad; pues esta, por ejemplo, compensó pérdidas

fiscales que tuvieron como resultado la inexistencia de una utilidad fiscal.

En este escenario particular, mecanismos como el de deuda pueden ser interesantes para los inversionistas, ya que, si bien el pago (o abono en cuenta) de intereses genera un ingreso gravado en Colombia para el acreedor (sin importar si es o no residente fiscal) y estará sujeto a retención en la fuente, las tarifas de retención pueden llegar a ser inferiores que la suma del impuesto de igualación y el impuesto a los dividendos.

Es importante recordar que, bajo la legislación colombiana vigente, el pago (o abono en cuenta) de intereses entre residentes nacionales está sujeto a una tarifa de retención del 7 % sobre el valor total de los intereses, mientras que para acreedores no residentes la tarifa de retención será del 20 %, en caso de que el término del crédito sea inferior a un año, pero si el crédito es superior a un año la tarifa disminuye al 15%.

Con la aplicación de los CDI la tarifa de intereses se reduce, por lo general, a un 10 % cuando se trata de deuda con entidades privadas y llega a ser mucho menor cuando la deuda es a través de una entidad financiera o una entidad gubernamental.

Por último, no puede dejarse de lado que, al estructurar un mecanismo de deuda se deben tener en cuenta ciertas limitaciones, principalmente para efectos de la deducción de los intereses en cabeza de la compañía deudora, como lo son: la regla de subcapitalización, la cual limita la deducción de intereses derivados de deudas entre vinculados, cuyo monto total promedio exceda del resultado de multiplicar por dos (2) el patrimonio líquido del contribuyente; y, por otra parte, lo relacionado con la aplicación del régimen de precios de transferencia, según el cual, una operación de crédito con vinculados del exterior, o en zona franca, deberá respetar las reglas de mercado, entre otras: que el porcentaje de tasa de intereses debe ser similar al que se hubiera pactado con un tercero independiente.

2.3 Salida del país

Se denomina salida del país a la venta de los activos objeto de la adquisición o inversión.

En este sentido, el inversionista deberá tener en cuenta que toda disposición de activos colombianos, ya sean acciones u otra clase de activos, estará gravada con impuesto de renta o ganancia ocasional.

La diferencia del impuesto aplicable atenderá a dos razones fundamentales, a saber, la naturaleza de los activos y su tiempo de posesión.

Si se trata de activos fijos poseídos por dos o más años, el impuesto que gravará la utilidad en la operación será el de ganancia ocasional, cuya tarifa corresponde al 10 % sobre la mencionada utilidad; mientras que si los activos fijos se han poseído por menos de dos años o se trata de activos movibles, sin importar el tiempo de posesión, se causará el impuesto de renta a la tarifa del 33 % (tarifa aplicable a personas jurídicas por el año 2019).

Al igual que en el caso de dividendos e intereses, los CDI presentan distintas tarifas, destacándose entre otros, España y Suiza, donde una operación de venta puede estar gravada a tarifa 0%, sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos.

Ahora bien, con independencia de cuál sea el impuesto causado, el inversionista tendrá a su cargo la obligación formal de presentar una declaración donde se refleje la operación de salida.

En caso de que se trate de un inversionista no residente, este deberá presentar una declaración de renta dentro del mes siguiente a la fecha de la operación; lo anterior, sin importar que la operación presente o no utilidad; mientras que un inversionista nacional deberá presentar la declaración de renta ordinaria dentro de los plazos establecidos, usualmente entre abril y mayo del año calendario siguiente a la operación.

Laboral



Cuando entre dos o más personas jurídicas se realiza una transacción que involucra a los trabajadores de alguna de ellas, las opciones o figuras frente al Derecho Laboral Colombiano que pueden presentarse son las siguientes:

3.1 Sustitución patronal

En la sustitución patronal una persona natural o jurídica sustituye a la anterior en todas sus obligaciones laborales y se constituye en el nuevo empleador frente a los trabajadores, sin que exista solución de continuidad en las relaciones laborales, y sin que sea necesaria la autorización previa del trabajador, la participación del Ministerio de Trabajo o de cualquier otra autoridad Gubernamental.

Una sustitución patronal se presenta cuando hay una mutación de dominio (permuta, venta, traspaso, cesión, sucesión por causa de muerte), enajenación del goce (arrendamiento, alquiler, etc.), alteración de la administración, modificación en la sociedad, transformación o fusión de esta, liquidación o cualquier otra causa.

De conformidad con la legislación laboral vigente, hay tres elementos que deben concurrir para la configuración de la sustitución patronal:



Cambio de empleador.



Continuidad en el desarrollo de las labores del establecimiento (continuidad de la compañía).



Continuidad en la prestación del servicio por parte del trabajador.

Al concurrir estos elementos, la sustitución patronal opera de pleno derecho sin que deba ser declarada por alguna autoridad judicial o administrativa. El nuevo empleador y el antiguo empleador serán solidariamente responsables por las obligaciones causadas hasta la fecha de la sustitución y solo el nuevo empleador será responsable por las obligaciones causadas con posterioridad a la fecha de la sustitución patronal.

En caso de presentarse una sustitución patronal se deberá tener en cuenta lo siguiente:



A. Comunicación a los trabajadores

Si bien, la figura de la sustitución patronal no afecta las relaciones laborales existentes y, en este sentido, los contratos de trabajo continúan vigentes sin ningún tipo de modificación, por razones de clima laboral, se recomienda comunicarle a los trabajadores esta situación y dejar constancia de esta, mediante una comunicación escrita.

Tras el envío de esta comunicación quedará claro para cada trabajador que sus condiciones laborales no serán modificadas, pero que, a partir de la fecha de la transacción que haya tomado lugar, tendrán un nuevo empleador.



B. Pago de cesantías:

El antiguo empleador deberá notificar a los fondos de cesantías a los cuales se encuentren afiliados sus empleados que, en virtud de una sustitución patronal, a partir de la fecha efectiva de la misma, el nuevo empleador será responsable de dichos empleados.

El nuevo empleador, por su parte, deberá tramitar su afiliación a los fondos de cesantías a los que se encuentren afiliados los trabajadores.



C. Entidades de seguridad social y parafiscales:

El antiguo empleador deberá comunicar la novedad de retiro a las entidades de seguridad social en salud, pensiones y riesgos profesionales, a las cuales los empleados estén afiliados, así como a las entidades parafiscales.

Por su parte, el nuevo empleador deberá afiliar a los empleados en las mismas entidades de seguridad social en la que venían afiliados, sin perjuicio de que alguno de los trabajadores quiera hacer un cambio respecto del fondo de pensiones o la entidad promotora de salud.

3.2 Terminación de los contratos de trabajo - despido colectivo

También existe la opción de terminación de los contratos de trabajo por parte del vendedor para que el comprador, posterior a la transacción, vincule el personal de su conveniencia.

Las terminaciones de contratos deberán hacerse con anterioridad a la fecha efectiva de la transacción, para evitar que opere una sustitución patronal.

Frente a la opción de terminación de los contratos de trabajo por parte del antiguo empleador, es necesario tener en cuenta que, si bien la legislación laboral permite que los empleadores terminen los contratos de trabajo en cualquier tiempo y sin justa causa, reconociendo una indemnización por despido establecida en la ley, se está en presencia de un despido colectivo cuando, en un período de seis (6) meses, se termine sin justa causa el contrato de trabajo de un porcentaje determinado de trabajadores sobre la totalidad de la planta de personal contratado directamente, como se señala a continuación:

30 %

Compañías que tienen entre 10 y 49 empleados.

20 %

Compañías que tienen entre 50 y 99 empleados.

15 %

Compañías que tienen entre 100 y 199 empleados.

9 %

Compañías que tienen entre 200 y 499 empleados.

7 %

Compañías que tienen entre 500 y 999 empleados.

5 %

Compañías que tienen más de 1000 empleados.

Cuando una compañía deba realizar un despido que sobrepase los límites porcentuales establecidos deberá solicitar autorización previa al Ministerio de Trabajo, soportando las necesidades del despido. No producirá ningún efecto el despido colectivo de trabajadores que se realice sin la previa autorización

del Ministerio de Trabajo.

De igual manera, aunque el empleador obtenga autorización por parte del Ministerio del Trabajo, esto no lo exonera del pago a los trabajadores de la indemnización por despido sin justa causa, que establece la legislación laboral:

Contratos a término fijo:
La indemnización equivale al valor de los salarios correspondientes al tiempo que faltara para cumplir el plazo pactado en el contrato.

Contratos a término indefinido:
En los contratos a término indefinido la indemnización se calculará de la siguiente manera

Los trabajadores que al 27 de diciembre de 2002 tuvieran diez (10) o más años de servicio, tienen derecho a una indemnización de cuarenta y cinco (45) días de salario por el primer año de servicios; cuarenta (40) días de salario adicionales por cada año subsiguiente al primero y proporcionalmente por fracción.



Para trabajadores que devenguen un salario inferior a diez (10) salarios mínimos legales mensuales vigentes (SMLMV):

1.

Trabajadores con un (1) año o menos de servicios: treinta (30) días de salario.

2.

Trabajadores con más de un (1) año de servicios: treinta (30) días de salario por el primer año de servicios; veinte (20) días de salario adicionales por cada año subsiguiente al primero y proporcionalmente por fracción.



Para trabajadores que devenguen un salario igual o superior a diez (10) SMLMV:

1.

Trabajadores con un (1) año o menos tiempo de servicio, veinte (20) días de salario.

2.

Trabajadores con más de un (1) año de servicio: veinte (20) días de salario por el primer año de servicio; quince (15) días de salario adicionales por cada año subsiguiente al primero y proporcionalmente por fracción.

El trámite autorización de despido colectivo por parte del Ministerio de Trabajo puede tomar varios meses y una respuesta positiva no está garantizada, es por esto que, la compañía vendedora puede también optar por implementar un plan de retiro voluntario u ofrecer acuerdos de terminación a los empleados en donde la relación se termine, ya no unilateralmente sino por mutuo acuerdo.

Las terminaciones, cuando son por mutuo acuerdo o con justa causa comprobada, no entran a sumar dentro del porcentaje establecido como despido colectivo.

De lograrse el acuerdo con el trabajador, la recomendación es suscribir una transacción privada o una conciliación laboral ante el Ministerio de Trabajo o ante un juez laboral, mediante la cual el trabajador declare a la compañía vendedora a paz y salvo, respecto de toda obligación derivada de la relación laboral que existió.

El contrato de transacción o la conciliación laboral ante la autoridad competente hace tránsito a cosa juzgada, razón por la cual ninguna reclamación sobre derechos inciertos y discutibles por parte del trabajador será procedente una vez esta se celebra.

Due Diligence

Cap 3.



Due Diligence

¿Qué es y para qué sirve?

El Due Diligence o debida diligencia (en adelante DD) es un servicio de consultoría en transacciones, especializado en brindar una visión objetiva e independiente, a partir de un proceso estructurado de indagación y revisión, que permite confirmar supuestos de la compañía objetivo, tales como: funcionamiento del negocio, la generación de ingresos, gastos y flujo de efectivo, análisis de las unidades de negocio por parte de la gerencia y operaciones con partes relacionadas y socios; así como el análisis de la situación actual de la compañía en materia contable-financiera, legal, tributaria, seguridad social y laboral, ambiental, operacional, comercial, tecnológica, entre otros.

Igualmente, el DD permite la temprana identificación de los potenciales riesgos y problemas que se puedan presentar durante una negociación y con posterioridad a la compra de la compañía o negocio objetivo, como resultado de eventos pasados de la gerencia; como errores en las declaraciones tributarias, en la liquidación de pagos parafiscales, en el cumplimiento de regulaciones, problemas de caja e insolvencia, registros contables, etc.

La cuantificación de dichas contingencias es un aspecto clave de la transacción porque permite que estas sean incorporadas en los modelos de valoración, utilizadas en la negociación como ajustes al precio. Por lo tanto, la calidad de la información es muy relevante.

Es importante mencionar que tanto el Due Diligence financiero (en adelante FDD) como el tributario (en adelante Tax DD), no corresponden a servicios de auditoría ni de revisoría fiscal, y que el propósito no es brindar una opinión sobre la razonabilidad o fidedignidad de las cifras bajo ninguna norma de auditoría generalmente aceptada.

Tipos de Due Diligence



Por tipo de cliente

El DD puede ser clasificado por el tipo de cliente que se esté asesorando, bien sea para el comprador (*buy-side* o BS-DD) o para el vendedor (*sell-side* / SS-DD o Vendor Due Diligence / VDD).

El BS-DD se caracteriza por ser una indagación independiente y estructurada, en la que, como se mencionó, se analizan y validan los supuestos fundamentales para el comprador, que le permiten: comprender mejor la adquisición, ajustar el modelo de valoración, definir los términos de negociación, y es útil para la estructuración de la transacción y de la planeación de la integración.

Por otro lado, el VDD es contratado por el vendedor para analizar su propio negocio de manera anticipada, con el fin de identificar de manera temprana la exposición a problemas financieros, tributarios, laborales, legales, entre otros, y con el objetivo de poder compartir los hallazgos con posibles compradores y facilitar el proceso de venta.

La existencia de un VDD permite que el vendedor se prepare mejor ante las indagaciones del comprador, y le ayuda al comprador a minimizar sus costos del BS-DD, siempre y cuando la fecha entre la realización del VDD y del BS-DD sea corta, así como la similitud entre el alcance, profundidad y cobertura.

El servicio de administración del cuarto de datos virtual (VDR, *virtual data room*) puede ser un servicio complementario del VDD.

B.**Por tipo de área**

Los DD más comunes, particularmente en Colombia, son: el contable-financiero (FDD), tributario (Tax DD), laboral (y de seguridad social) y el legal, los cuales serán detallados más adelante.

Dependiendo de la exposición de la compañía *target* a riesgos ambientales, el nivel de implementación tecnológica y del interés que tenga el comprador en los temas comerciales, el Due Diligence se puede ampliar.

C.**Por la profundidad y alcance**

El DD también se puede personalizar en función de las necesidades de la transacción y del presupuesto del cliente.

Normalmente, se realiza un alcance completo (*full scope*), sobre un rango temporal razonable para el análisis (ejemplo: 3 años). No obstante, también se puede realizar un DD de alto nivel (*high-level*), cuya profundidad será definida con el cliente; sin embargo, limitar el alcance implica dejar expuestos otros aspectos sin revisión durante el DD.

El VDD también tiene una versión de alto nivel denominada Vendor Assistance (VA), la cual se caracteriza por la preparación de un reporte de “hechos”, sin ningún punto de vista del consultor.

Durante el DD también se puede incluir un reporte de banderas rojas o *red flags report*, que corresponde a la identificación de los principales aspectos y riesgos de la transacción, como resultado del trabajo realizado durante la primera o las dos (2) primeras semanas.

D.**Otros tipos de DD****Top-up DD:**

Es similar al BS-DD, pero partiendo de un informe de VDD ya realizado por la compañía objetivo. Por lo tanto, se enfoca en validar el informe del VDD y cubrir aspectos no incluidos, lo cual permite ahorrar tiempo y recursos, dependiendo de la calidad del informe VDD.

No-access DD:

Como su nombre lo indica, se realiza principalmente cuando no hay acceso a la gerencia ni a la información, lo cual puede resultar de una transacción sin exclusividad, con información limitada o debido a la adquisición de una compañía pública (que cotiza en bolsa). El éxito de un DD sin acceso es la calidad de la información pública que exista. Normalmente, el reporte consiste en un *red flag report*.

DD confirmatorio:

Normalmente corresponde a una DD en una segunda fase de negociación, bien sea porque durante la primera fase la información fue limitada (es decir: no Access DD) o porque se logró firmar una oferta vinculante. El objetivo es confirmar aspectos clave para culminar con la negociación.

Supuestos para la ejecución



Disponibilidad de la información

El flujo, la calidad y el acceso a la información tienen un impacto directo en el éxito de la transacción, debido a que permiten que los análisis y los alcances sean realizados satisfactoriamente y generen confianza entre las partes.

Normalmente, en transacciones estratégicas (entre competidores o empresas del mismo sector) el acceso a la información es limitado, debido al riesgo que prevé la compañía *target* de que la transacción no se lleve a cabo.

De igual forma, algunas bancas de inversión, que asesoran a los vendedores, tienden a restringir el acceso a la gerencia y el número de preguntas e indagaciones que se pueden realizar durante el Due Diligence, lo cual podría resultar en un desgaste para todas las partes involucradas y en análisis incompletos.

Para ejecutar un Due Diligence es muy importante que la información esté disponible desde el inicio o en la fecha prevista, luego de haber dado inicio a este, con el requerimiento de información preliminar correspondiente.

Por lo mismo, siempre es importante partir de requerimientos de información completos y precisos, que permitan indicar con claridad las fechas de solicitud y entrega de la información, así como las particularidades de la información entregada/recibida.



Exactitud y veracidad de la información

Desde los documentos contractuales preparatorios, incluyendo memorando de entendimiento (MOU) o carta de intención (LOI), se debe declarar expresamente por parte del vendedor, el *target* y la administración involucrada, que la información que será entregada para revisión, será previamente validada y confirmada en relación con su veracidad y exactitud.

Lo anterior da lugar a la declaración de responsabilidad que asumen el vendedor, el *target* y la administración involucrada, por cualquier falsedad, imprecisión o parcialidad en la información que se suministre.



Equipos de trabajo

La definición de los equipos de trabajo de todas las partes involucradas y sus asesores es relevante al efecto de definir con precisión los protocolos para el flujo de la información, de manera que las partes sepan claramente a quien se debe solicitar y de quien se puede recibir información, lo cual evita pérdidas de tiempo y evita malos entendidos.

Adicionalmente, es de vital importancia que los equipos de trabajo centralicen la solicitud y recibo de información, lo que permite evitar duplicidades incómodas.



Due Diligence - Por tipo de área



1. Due Diligence Legal

A continuación, haremos referencia a algunos temas que, en nuestra experiencia, resultan relevantes durante el desarrollo del Due Diligence Legal.

1.1 Propiedad de las acciones o cuotas

Uno de los primeros puntos que deben ser revisados es la propiedad de las acciones o cuotas, para lo cual deberá considerarse el tipo societario.

Si se trata de una sociedad de responsabilidad limitada, debe partirse de la composición del capital que figura inscrita en el registro mercantil y confirmar que coincida con las escrituras públicas que den cuenta de la transferencia de cuotas, y el Libro Registro de Socios de la sociedad, así como la contabilidad de la compañía. Es importante tener en cuenta que en este tipo de sociedades el capital debe estar íntegramente pagado, ya sea desde el momento de su constitución o al aprobarse una reforma estatutaria de aumento de capital, por lo que los registros contables no pueden mostrar porciones de capital pendientes de desembolso.

Si es una sociedad anónima o una sociedad por acciones simplificada, es importante que los montos de capital autorizado, suscrito y pagado que figuran inscritos en el registro de la sociedad, coincidan con la documentación societaria (estatutos y reformas estatutarias), así como con los registros contables. De la misma manera, es necesario tener en cuenta que la sociedad debe haber emitido títulos representativos de las acciones, los cuales deberán endosarse para perfeccionar la adquisición en caso de enajenación.

De cualquier forma, si la sociedad tiene inversión extranjera, los registros ante el Banco de la República deberán también coincidir con la contabilidad y demás documentación societaria.

Finalmente, debe confirmarse en el libro de registro de accionistas o socios, según el caso, los gravámenes o limitaciones a la propiedad de las cuotas o acciones, así como el régimen estatutario previsto para su transferencia.

1.2 Situación de los registros de inversión extranjera ante el Banco de la República

El registro de las inversiones extranjeras existentes en el capital del *target* constituye uno de los elementos fundamentales que debe revisarse en desarrollo del Due Diligence, pues del registro de esta depende la posibilidad que tendrá el comprador extranjero en el futuro de repatriar al exterior el capital y las utilidades o dividendos que se generen.

Para tal efecto, no basta con revisar los formularios cambiarios o declaraciones de cambio, por medio de las cuales se declaró cada aporte al capital del *target* y se obtuvieron los registros cambiarios, se recomienda adicionalmente la verificación directa de los registros ante el Banco de la República, para lo cual se requiere una autorización escrita por parte del *target* o del inversionista extranjero que entrará en la negociación.

La confirmación ante el Banco de la República puede realizarse a través de un derecho de petición radicado ante la entidad, mediante el cual se solicite el detalle de los registros históricos de inversión extranjera del *target*. La entidad tomará alrededor de 15 días hábiles para dar respuesta a la solicitud.

1.3 Aspectos aduaneros y cambiarios

Entre los aspectos a revisar, se deben incluir aquellos en materia cambiaria, que pueden representar sanciones a cargo de la Dirección de Impuesto y Aduanas Nacionales

(DIAN), que pueden llegar a ser del 100 % de la operación relacionada con pagos de importaciones y exportaciones de bienes y manejos de cuentas en divisas, o de la Superintendencia de Sociedades por asuntos relacionados con endeudamiento externo e inversiones internacionales (extranjeras en Colombia y colombianas en el exterior) que puede imponer sanciones hasta del 200 % del valor de la operación.

Asimismo, se deben verificar los aspectos aduaneros, los cuales pueden generar contingencias representadas en:

1. Sanciones pecuniarias hasta del 200 % del valor de la mercancía.
2. Aprehensión y decomiso (pérdida a manos del estado) de la mercancía, maquinaria y/o equipos.
3. Pérdida de calificaciones o autorizaciones como usuario de zona franca, usuario aduanero permanente, sociedad de comercialización internacional, entre otros; los cuales pueden impedir el desarrollo de operaciones en la forma en que son manejadas por el *target*.

Por lo anterior, en materia cambiaria y aduanera debe revisarse, por lo menos aleatoriamente, aspectos como:

- Pagos en moneda extranjera.
- Utilización de cuentas en divisas (del mercado no regulado y de compensación - tradicionales y especiales).
- Declaraciones de importación y sus documentos soporte.
- Declaraciones de exportación y sus documentos soporte.
- Formularios de movimientos de mercancía de zona franca.
- Calificaciones, autorizaciones o declaratorias realizadas por la DIAN o cualquier otra autoridad cambiaria y/o aduanera.
- Documentos oficiales relacionados con dichos asuntos, tales como: requerimientos de información, pliegos de cargos, requerimientos especiales aduaneros, resoluciones sancionatorias, resoluciones por medio de las cuales se deciden recursos y los demás relacionados con la etapa judicial, si la hay.

1.4 Aspectos contractuales relevantes - Efectos del cambio de control

La revisión de los contratos es un punto muy relevante dentro del Due Diligence Legal, y debe partir de la identificación de aquellas relaciones jurídicas, tanto activas como pasivas, que sean más relevantes para la operación del *target*.

Una vez identificados, la revisión debe partir de los elementos esenciales de cada contrato, según su naturaleza, pasando por los riesgos propios de su ejecución, pero sin dejar de lado posibles contingencias y situaciones que puedan afectar las transacciones tales como: prohibiciones o limitaciones a la cesión en cualquier forma, obligaciones de notificación de transacciones que supongan un cambio de control, entre otros.

Dentro de la revisión de contratos no debe dejarse de lado el análisis de los contratos de crédito con entidades financieras o terceros en general; para lo cual, es importante contrastar la información suministrada por la administración, con la que figure en la contabilidad de la sociedad.

1.5 Contingencias litigiosas

Teniendo en cuenta que los procesos en los que sea parte el *target* son un tema sensible dentro del Due Diligence Legal, deberán identificarse aquellos procesos más significativos o con mayor relevancia para la estructura del negocio.

En este contexto, la selección debería incluir procesos administrativos, judiciales y arbitrales en los que sea parte actora o demandada el *target*, teniendo en cuenta aquellos litigios que por su cuantía o naturaleza pudieran afectar gravemente la continuidad del negocio. Lo anterior sin perjuicio de las contingencias en materias específicas como laborales, tributarias, aduaneras y cambiarias.

En todo caso, la revisión deberá incluir el análisis de los informes suministrados por los abogados que tengan a su cargo los litigios y, especialmente, la calificación de la contingencia dada por ellos, así como su impacto en las provisiones de la sociedad. La recomendación en este punto es siempre contrastar con estos abogados las consideraciones que hubieran tenido en cuenta para emitir esa calificación.

1.6 Activos muebles e inmuebles

Como hemos explicado antes, en este documento, en el derecho colombiano no existe una regla única sobre la adquisición de activos, por lo que nuestra revisión deberá considerar la naturaleza de los bienes más relevantes desde el punto de vista patrimonial o de negocio de la sociedad *target*, para efectos de determinar posibles contingencias.

En este orden de ideas, tratándose de inmuebles, deberá revisarse la situación registral de estos, a partir de la información que figure inscrita en el registro de inmuebles, sobre la base de los correspondientes certificados de tradición y libertad. Debe tenerse en cuenta que la información que figura en ese registro público no es siempre totalmente confiable, por lo que siempre es recomendable realizar un estudio de títulos de los inmuebles, que consiste en el análisis directo de los títulos traslativos de propiedad o que hubieran establecido o levantado cargas o gravámenes a este, durante el período de prescripción, con el propósito de asegurar el concepto sobre la situación legal del inmueble y detectar posibles inconsistencias o contingencias en el registro público.

Con relación a otros activos muebles, significativos del *target*, se deberá prestar especial atención en la eficacia jurídica de los documentos que soportan su titularidad, así como la existencia de gravámenes sobre estos. Cabe señalar que no todos los bienes muebles están sujetos a registro, por lo que no en todos los casos existirá un registro público de referencia.

1.7 Derechos de propiedad industrial e intelectual

En lo que respecta a los bienes de propiedad intelectual e industrial del *target*, como pueden ser signos distintivos, patentes y licencias de *software*, es primordial verificar el estado del registro, así como el cumplimiento de los demás requisitos legales exigidos para la efectividad de tales derechos.

1.8 Cumplimiento regulatorio sectorial y medioambiental

Finalmente, debería revisarse el estado de cumplimiento de las obligaciones normativas aplicables al *target*, de acuerdo con su área de especialidad, en particular en lo que respecta al cumplimiento de las normas generales y específicas.



2. Due Diligence Laboral

Por medio del Due Diligence en materia laboral y de seguridad social, se debe realizar un diagnóstico general respecto de la compañía objetivo en relación con:

2.1 *Headcount* - estructura organizacional

Número de trabajadores, directos e indirectos, con énfasis en su antigüedad, tipo de salario, ubicación geográfica y si la compañía maneja una estructura horizontal o vertical. Este es un primer paso para dimensionar el tamaño y distribución de esta.

2.2 Políticas de contratación y tercerización

Debido a la tendencia que actualmente existe en Colombia, respecto de la tercerización de personal y los parámetros legales bajo los cuales está permitido tercerizar, es muy importante determinar si la compañía objetivo tiene personal vinculado a través de compañías temporales, cooperativas de trabajo asociado o a través de contratos de prestación de servicios y si se cumple con la reglamentación específica respecto de cada uno de estos tipos de contratación.

2.3 Cumplimiento de pago de obligaciones laborales, aportes al Sistema Integral de Seguridad Social y aportes parafiscales.

Se deberá hacer una evaluación que comprenda como mínimo los tres últimos años (período de prescripción de obligaciones laborales), del correcto cálculo y pago de las obligaciones laborales establecidas por la ley, tales como:

1. Prima legal de servicios
2. Auxilio de cesantías
3. Dotación de calzado y vestido de labor
4. Indemnizaciones por despido sin justa causa.

El no pago o pago indebido de las obligaciones laborales puede generar no solo posibles reclamaciones por parte de los trabajadores, sino sanciones por el no pago e intereses.

Es de igual importancia revisar el cumplimiento del pago de aportes al Sistema Integral de Seguridad Social en Salud, Pensiones y Riesgos Profesionales ya que, de no cumplir la compañía objetivo con esta obligación, será responsable de cubrir directamente las obligaciones prestacionales y asistenciales propias del sistema.

Por otra parte, las obligaciones relacionadas con aportes a pensiones no prescriben, y en esa medida, el no pago de aportes a pensiones podrá ser reclamado en cualquier tiempo por parte del trabajador a quien la compañía le haya incumplido. En caso de proceder un reclamo en este sentido, la condena implicará para la compañía no solo el pago del valor no aportado, sino los intereses y rentabilidad que esto hubiera generado, lo cual deberá ser calculado mediante un cálculo actuarial.

2.4 Litigios laborales, reclamaciones administrativas y auditorías

Es importante conocer los litigios que cursan ante la jurisdicción laboral en contra de la compañía, así como las reclamaciones administrativas que los trabajadores hayan presentado ante el Ministerio del Trabajo, con el fin de determinar:

1. Algún tema que sea objeto de reclamaciones recurrentes y que determine claramente un incumplimiento específico por parte de la compañía objetivo.
2. Valor estimado de las pretensiones.
3. Probabilidad de pérdida o éxito.

De la misma manera, es importante verificar si la compañía ha tenido auditorías en materia de derecho laboral, ya sea por parte del Ministerio de Trabajo o por parte de las entidades encargadas de recibir los aportes parafiscales¹⁴, con el fin de establecer si fue sancionada o requerida a recalcular el pago de aportes parafiscales por el no pago o pago mal calculado.



3. Due Diligence Tributario

Por medio del Due Diligence Tributario se logra evidenciar la política tributaria de una compañía, así como también las posibles contingencias que se derivan de la errónea aplicación de la normatividad tributaria o del incumplimiento de las obligaciones formales correspondientes.

Los aspectos principales que entran bajo revisión se pueden resumir así:

3.1 Impuesto de renta:

Se debe buscar realizar una revisión detallada de la base gravable y del patrimonio fiscal incluidos en la declaración de renta; para tal fin, los siguientes elementos serán clave para dicha determinación:

- Procedimiento para establecer beneficios especiales en materia de impuesto sobre la renta.
- Conciliación de cifras fiscales y contables.
- Pérdidas fiscales.
- Excesos de renta presuntiva sobre renta líquida.
- Amortización.
- Efectos de operaciones de reestructuración.
- Depreciación.
- Costos y gastos incurridos en el exterior.
- Venta de activos fijos.
- Descuentos tributarios.
- Tratamientos tributarios especiales (exclusiones a la base gravable).
- Revisión de la deducibilidad de los pagos laborales, de acuerdo con el cumplimiento de la normatividad laboral vigente en temas salariales, no salariales y aportes a seguridad social.

3.2 Impuesto sobre las ventas (IVA):

Para efectos del IVA, primero se debe entender la operación de la compañía, esto es, si los ingresos que obtiene la compañía producto de su actividad se encuentran gravados o no con dicho impuesto:

- Procedimiento aplicado por la compañía para la preparación de sus declaraciones de impuesto sobre las ventas.
- Clasificación de las actividades realizadas por la compañía para efectos de impuesto sobre las ventas (gravadas, exentas, excluidas o no gravadas).
- Bases gravables y eventual aplicación de reglas de proporcionalidad.
- Retenciones en la fuente a título de impuesto sobre las ventas a las que la compañía haya estado eventualmente sujeta o retenciones teóricas practicadas.

3.3 Impuesto de industria y comercio:

- La revisión de las jurisdicciones en las cuales la compañía sería responsable del impuesto de industria y comercio.
- El cumplimiento de obligaciones formales en dichas jurisdicciones de los últimos dos años.
- Eventuales obligaciones pendientes de pago.
- Bases gravables y tarifas aplicables.

3.4 Retenciones:

Como complemento de los tres impuestos anteriores, la retención en la fuente (renta e IVA), junto con la retención de ICA, juegan un rol importante, puesto que no solo sirven de soporte para los impuestos sino que también dichas declaraciones pueden contener errores de forma o fondo que dan lugar a hechos sancionables:

- Bases de retención para transacciones seleccionadas. En este punto se califican las transacciones como seleccionadas, lo anterior con base a que, debido al tamaño de una empresa, revisar todas las operaciones sujetas a retención puede ser una labor dispendiosa y puede tomar un tiempo considerable que fácilmente excederá el término dispuesto para la revisión.
- Procedimientos de retención por concepto de ingresos laborales, con base en pruebas selectivas.
- Procedimientos de retención en pagos al exterior.

3.5 Cumplimiento de obligaciones formales:

Se deberá hacer una revisión del cumplimiento formal frente a todas las declaraciones; esto es, la presentación en forma oportuna de las declaraciones tributarias a las que esté obligada la compañía.

3.6 Otros:

Por último, atendiendo a la naturaleza y a la actividad de la compañía bajo revisión, existirán otra serie de impuestos y obligaciones que podrán ser materiales.





4. Due Diligence Financiero y Contable

4.1 Marco contable y calidad de la información

El proceso de armonización de los principios y normas contables en Colombia, entre la antigua norma local (decreto 2649 de 1993 y los artículos vigentes de la ley 145 de 1960) y las normas internacionales de información financiera (NIIF o IFRS, por sus siglas en inglés) se formalizó a partir de la ley No.1314 del 13 julio 2009.

Desde entonces, la mayoría de las compañías formales han adoptado las IFRS, bien sea en su versión completa (Full IFRS) o la versión para pequeñas y medianas empresas (pymes o SME, por sus siglas en inglés).

La posibilidad de utilizar alguna de las versiones depende de los criterios dispuestos en el artículo 1 del decreto 2784 del 2012, y su modificación por el decreto 3024 del 2013, así como del decreto 3022 del 2013, y su modificación por el decreto 2267 del 2014, entre otros. Según el artículo en mención, las empresas que deben aplicar las normas completas son:

1.

Emisores de valores: entidades y negocios fiduciarios que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) en los términos del artículo 1.1.1.1.1. del decreto 2555 del 2010.

2.

Entidades y negocios de interés público.

3.

Entidades que no estén en los literales anteriores, que cuenten con una planta de personal mayor a 200 trabajadores o con activos totales superiores a 30,000 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMLMV) y que, adicionalmente, cumplan con cualquiera de los siguientes parámetros:

1. Ser subordinada o sucursal de una compañía extranjera que aplique NIIF plenas.
2. Ser subordinada o matriz de una compañía nacional que deba aplicar NIIF plenas.
3. Ser matriz, asociada o negocio conjunto, de una o más entidades extranjeras que apliquen NIIF plenas.

4.

Realizar importaciones o exportaciones que representen más del 50 % de las compras o de las ventas, respectivamente.

En el caso en que no se cumplan las condiciones anteriores, se podrá optar por IFRS para pymes, de acuerdo con el artículo 1 del decreto 3022 del 2013, el cual es modificado posteriormente por D.R. 2267/2014, artículo 3.

Por lo anterior, se deben tener en cuenta las diferencias e impactos entre las dos versiones de las normas durante el Due Diligence, en especial si existe diferencia entre el conjunto de normas de la adquirente y la adquirida.

Por otro lado, una vez identificado el marco contable de análisis y de reporte, se debe validar la calidad de la información suministrada por la compañía y su utilidad para el análisis. Esto no equivale, ni reemplaza, un proceso de auditoría y su propósito es completamente diferente.

Algunos indicios de problemas en la calidad de la información pueden resultar de:

- La información, evidentemente, no cumple con los requerimientos de contables (es decir, el reconocimiento de ingresos por caja, costos y gastos no coinciden en el periodo de la generación de ingresos, se realiza un reconocimiento inadecuado de los contratos de leasing, etc.).
- La información no es auditada.
- Es una empresa familiar con poca separación entre las cuentas de la compañía y los gastos familiares.
- El auditor no es una firma reconocida.
- El auditor sostiene una relación cercana con la compañía objetivo.
- La información incluye supuestos sesgados o irracionales (es decir, no existe deterioro de cartera para cuentas por cobrar, existen pasivos negativos, el balance general no cierra, etc.).
- No existe suficiente detalle (es decir, subcuentas, por terceros, etc.) que sea consistente con las cuentas generales.

- Hay evidencia de sobrestimación/ subestimación de gastos.
- El *software* contable es deficiente y la información es suministrada en un formato que dificulta el procesamiento y análisis (PDF).
- Existen inconsistencias en el reconocimiento de transacciones económicas entre un año y otro.

La calidad de la información impacta directamente en la calidad del resultado del Due Diligence, por ende, se debe revelar al cliente lo antes posible y realizar los ajustes que sean pertinentes en los siguientes análisis que serán descritos.

4.2 Due Diligence Financiero en el proceso de M&A y la determinación del precio de la transacción

En términos generales, la ejecución de los diferentes tipos de Due Diligence se realiza una vez el *target* ha sido identificado; se ha definido la posible estructura legal y fiscal de la transacción; se ha estimado un

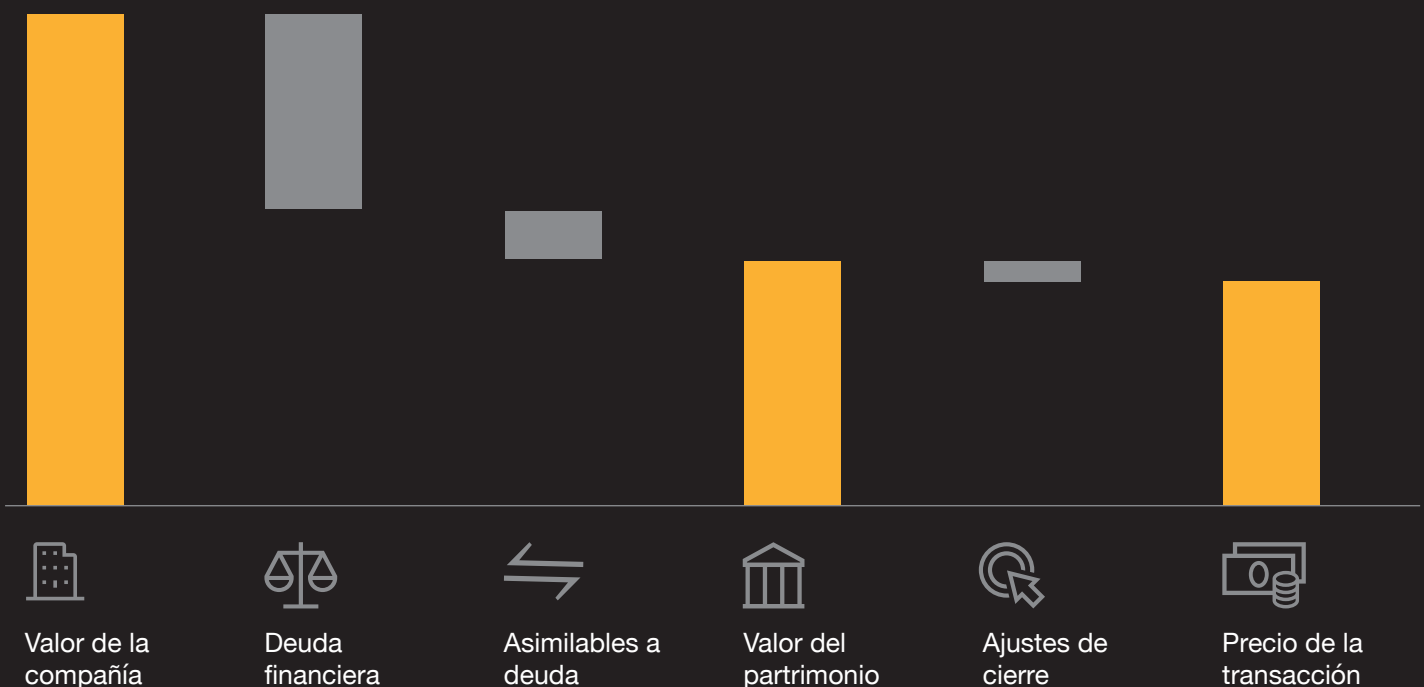
valor; existen acercamientos importantes para la negociación, etc.

La culminación del Due Diligence permite dar paso al cierre de la negociación y al ajuste de la valoración. Una vez la transacción ha sido finalizada, se llevan a cabo procedimientos posteriores al cierre como la integración financiera y operacional, la captura de sinergias y la combinación de negocios.

Normalmente, la determinación del precio de una transacción inicia con la estimación del valor de la compañía, a través de alguna metodología reconocida técnicamente tal como el flujo de caja descontado o los múltiplos de mercado. Subsecuentemente, se descuenta el valor de la deuda financiera y de las partidas asimilables a deuda para determinar el valor del patrimonio.

Una vez definida la participación a ser adquirida (en la tabla 1 se estimó sobre el 100 %), se realizarán ciertos ajustes para el cierre del acuerdo con lo dispuesto en el SPA (*Sale Purchase Agreement*). Los ajustes típicos están relacionados con la variación de capital de trabajo y de la deuda entre la fecha de la negociación (referencia) y el cambio de control (cierre).

Componentes en la determinación del precio





4.3 Calidad de las ganancias (QoE)

El análisis de calidad de las ganancias o Quality of Earnings (QoE) se enfoca en la determinación del nivel sostenible de ganancias sobre una base histórica, aproximadamente de 2 a 3 años de análisis, y en la comprensión de los factores claves del desempeño histórico.



El objetivo es entender la base de preparación de la información contable y cómo esta refleja la realidad económica del negocio, de tal manera que cualquier sesgo o error en el reconocimiento contable pueda ser ajustado y que cualquier riesgo o cambio sustancial en la capacidad de generar beneficios económicos recurrentes sea identificado y normalizado.

La realización del QoE, inicia con el entendimiento del negocio y el reconocimiento de las partidas del P&G. Continúa con la indagación sobre variaciones anuales, mensuales y eventos extraordinarios o no recurrentes. También, se cuestiona la pérdida prospectiva de algunos clientes y los nuevos proyectos o clientes adquiridos por ser ejecutados.

Los análisis que típicamente se realizan son: estacionalidad de las ventas, variación de precios promedios y cantidades, cambios en los márgenes, resultados por línea de negocio y producto, variación de costos y gastos, cambios estructurales en el negocio, comparabilidad de las cifras, consistencia de los principios contables, impacto de la tasa de cambio, evolución de personal y los salarios, etc. A partir de los anteriores, se indaga y cuestiona la operacionalidad, recurrencia y el adecuado reconocimiento financiero-contable de las ganancias del negocio.

La manera más común para medir las ganancias de un negocio es el EBITDA, (*Earning Before Interests Tax Depreciation and Amortization*), ganancias antes de considerar los intereses financieros, el impuesto de renta, la exclusión del gasto por depreciación y amortización de activos fijos e intangibles. Este indicador es un componente clave del flujo de caja operacional junto con el movimiento del capital de trabajo.

Este concepto no se rige por ningún marco contable o legal, sino por su definición académica mencionada previamente. Adicionalmente, en el contexto de una transacción, se busca determinar un EBITDA ajustado y normalizado, que muestre la capacidad del negocio bajo análisis de generar ganancias sostenibles. Por lo tanto, existen muchas interpretaciones de lo que podría llegar a ser un EBITDA ajustado, lo cual suscita muchas discusiones en las transacciones.



Existen dos maneras para realizar el cálculo del EBITDA contable, partiendo desde las ventas o desde la utilidad neta.

En el primer cálculo los gastos y costos por depreciación y amortización son devueltos a la utilidad operacional. En el segundo, se inicia desde la utilidad neta y se devuelven los intereses, impuesto de renta, depreciación y amortización, y las partidas clasificadas como no operacionales. Ambos métodos deben conllevar al mismo valor de EBITDA contable sobre el mismo periodo (antes de realizar el Due diligence).

El EBITDA recurrente del negocio se determina a partir de la exclusión de todos los efectos anormales, no recurrentes y no operacionales de las ganancias de la compañía. Los ajustes que típicamente se realizan al EBITDA contable son:

1.

Por definición:

Evaluar que efectivamente el EBITDA contable esté correctamente calculado y que no queden partidas, por ejemplo, de depreciación aún dentro del EBITDA.

2.

Normalización:

- a. Reversiones o validación de los ajustes de la gerencia.
- b. Reclasificación de cualquier partida operacional (ingreso y gasto) contabilizada por debajo del EBITDA y viceversa.
- c. Reclasificación de cualquier partida recurrente en el pasado y hacia el futuro que esté por debajo de EBITDA y viceversa.
- d. Revisión de que los costos y gastos estén reconocidos adecuadamente en el periodo al que corresponde.
- e. Identificar errores contables y estimar el impacto, también de los cambios que hayan ocurrido en los principios contables.

- f. Indagar sobre situaciones que no estén en condiciones normales de mercado, tal como salarios y otros gastos no corporativos, — como familiares—, que vayan a ser ajustados posteriormente a la transacción; por ejemplo, el salario de un vicepresidente que resulta ser familiar de los dueños de la compañía *target* y que probablemente ni trabaje en la compañía o tenga un salario sobrestimado.

3.

Proforma:

- a. Estimar impacto de los cambios estructurales históricos de la compañía objetivo, tal como operaciones descontinuadas.
- b. Estimar impacto de la estructura de la transacción, escisión, exclusión de contratos, nuevos cargos o eliminación de posiciones y negocios no transferidos.

Los ajustes comunes pueden comprender inclusión de gastos bancarios recurrentes del EBITDA, exclusión de gastos familiares o de los socios, reexpresión de ingresos o gastos por cambio en la política contable, reclasificación de ingresos o gastos dentro del periodo adecuado, ventas puntuales o gastos extraordinarios no recurrentes ni operacionales, escisión de una línea de negocio en la transacción.

4.4 Calidad de los activos

De la misma manera en que se analiza el P&G para efectos de la transacción, el balance general es revisado para determinar el nivel adecuado de capital de trabajo, normalizado y recurrente; la deuda neta y las partidas asimilables a deuda; y la inversión en activos de capital (CAPEX). Estos ítems son relevantes para la determinación del valor de la compañía y del patrimonio.

Algunos ajustes realizados, aparte de los que se mencionaran en las siguientes subsecciones, corresponden a: correcciones contables, ajustes por cambio de política contable, escisión de activos no incluidos en la transacción, ajustes contables por activos incorrectamente capitalizados o estimados, activos y pasivos fuera de balance, deterioro adicional de activos, etc.

A continuación, una descripción de los principales conceptos.

Principales conceptos de activos fijos



Capital de trabajo

Comúnmente, el Capital de Trabajo (CdT) es definido como los activos corrientes menos los pasivos corrientes; sin embargo, en el contexto de una transacción, es preferible excluir el efectivo y sus equivalentes, así como cualquier porción de deuda de corto plazo, y reubicarlos en el análisis de deuda neta, debido a que, normalmente, las transacciones se negocian libre de deuda.

El CdT es importante para determinar la valoración mediante el flujo de caja y normalmente es un mecanismo de ajuste del cierre de la transacción. Así mismo, le permite al comprador conocer las necesidades recurrentes de capital de trabajo y proyectar posibles ahorros y sinergias.

En el CdT, al igual que en el QoE, se deberá analizar y evaluar la recurrencia y operabilidad, con el fin de efectuar ajustes pro forma, reclasificaciones y normalizaciones, con base en el normal funcionamiento del negocio y de las particularidades de la transacción.

El CdT también es útil para entender el ciclo de conversión de caja, identificar tendencias, rotaciones, recuperabilidad de ciertas partidas, apalancamiento operativo, liquidez, entre otros.

Para efectos del cierre de la transacción, normalmente, las partes involucradas pactan en el SPA (acuerdo de compra-venta) la manera en que se determinará el CdT de cierre.

Los análisis más comunes realizados en el capital de trabajo consisten en: estacionalidad y tendencias mensuales del capital de trabajo, identificación de eventos no recurrentes, análisis de la recuperabilidad de la cartera de clientes y su deterioro, análisis de la edad de la cartera y de los proveedores, exclusión de partidas asimilables a deuda y a caja, obsolescencia del inventario, transacciones intercompañía, transacciones con socios y accionistas, cambios en el ciclo de conversión de caja y en los indicadores de rotación, análisis pro forma, de acuerdo con la transacción (ejemplo, una escisión), etc.



Flujo de caja

Los elementos mencionados anteriormente pueden articularse también en el análisis del flujo de caja, partiendo de la reconciliación contable del flujo de caja operacional, financiero y de inversiones; con el fin de determinar el flujo de caja operacional y el flujo de caja antes de impuestos y financiación. Este análisis sirve de insumo para la valoración y el entendimiento de las necesidades de caja.



CAPEX

Se debe evaluar el nivel de inversión en activos fijos (Capital Expenditures, CAPEX) y la desinversión de los mismos, categorizados por reparación y mantenimiento, por reposición y por expansión.

El CAPEX de mantenimiento corresponde a aquellas inversiones que logran alargar la vida útil de los activos actuales y pueden contabilizarse bajo ciertos criterios contables; mientras que el CAPEX de reposición busca reponer los activos actuales o requeridos para la normal operación del negocio, tal como un cambio en la flota de transporte o de computación. Finalmente, el CAPEX de inversión está relacionado con la apertura de una nueva fábrica, un nuevo punto de venta, activos que soportan una nueva línea de negocio, etc.

Se debe evaluar si el CAPEX presupuestado históricamente ha sido alcanzado con el nivel actual de activos e indagar sobre el CAPEX futuro proyectado y acordado. También es importante entender la manera en la cual, dicho CAPEX, será financiado en el futuro y los cambios que traería para la compañía.

Así mismo, es importante analizar el nivel de producción y de ocupación del CAPEX actual, así como las condiciones físicas del mismo, para lo cual es importante acompañar al Due Diligence Financiero con el Due Diligence Comercial y Operacional.

En ciertas transacciones algunos vendedores pretenden incrementar el valor de la compañía mediante un CAPEX extraordinario de expansión futura, lo que incrementaría eventualmente las ventas. Esta aproximación no es correcta, si no se consideran los riesgos de dicha inversión, el valor del dinero en el tiempo, la demanda futura de los productos, la recuperación de dicha inversión y los gastos necesarios para alcanzar dicho nivel de inversión y de ventas. En otras palabras, se pretende vender el negocio actual más un proyecto de inversión futuro.



Deuda neta y partidas asimilables a deuda

Otro componente del balance consiste en la Deuda Neta (DN), compuesta por la deuda financiera, el disponible y los asimilables a deuda y disponible. La DN es descontada del valor de la compañía para determinar el valor de la inversión.

En ocasiones existen préstamos con la casa matriz, contabilizados como una cuenta por pagar operacional (dentro del CdT contable) cuando en esencia es un préstamo sin tasa de interés. También pueden identificarse acuerdos de arrendamiento financiero contabilizados erróneamente como operacionales, lo cual incrementaría el valor de la deuda y de los activos y se conoce como pasivos fuera de balance. Así mismo, se pueden identificar cuentas por cobrar o por pagar con los accionistas, tal como dividendos, contabilizados como CdT contable; por lo cual, deben ser reclasificados hacia la deuda DN.

Durante el análisis de la deuda, es importante determinar el nivel de endeudamiento de la compañía, las líneas y cupos de crédito, los componentes y características de la deuda financiera (tasa de interés, plazos, etc.), así como la identificación de cualquier garantía o cláusula de cambio de control o límite de endeudamiento.

Otros ajustes comunes, aparte de los mencionados con casa matriz o arrendamientos, son: interés minoritario, impuesto de renta neto, intereses causados, provisiones de reestructuración, obligaciones pensionales, caja atrapada, los honorarios por pagar de la transacción, contingencias, litigios, etc.

El impuesto diferido activo/pasivo consiste en la conciliación contable entre el impuesto corriente, calculado con base en reglas fiscales y contables, producto de

diferencias temporales entre un tipo de impuesto y otro.

En teoría, el pasivo por impuesto diferido resultaría en un pago superior del impuesto de renta en el futuro, debido a la reversión de las diferencias contables y fiscales. Sin embargo, el cambio en las reglas fiscales anualmente, tanto en métodos, tasas, periodos, etc., hace que dichas diferencias puedan llegar a no reversarse y, por ende, no es recomendable incluir el impuesto diferido, ni pasivo ni activo, en la DN ni en el CdT.

Algunas consideraciones no cuantificables como provisiones ambientales o litigios deberían mencionarse como otros ítems dentro del análisis de DN.



5. Due Diligence Comercial

El Due Diligence Comercial es el análisis que involucra no solo un aspecto comercial, sino también estratégico y de mercado, el cual debe realizarse en las etapas de inicio del proceso de la transacción. El análisis a realizar, que implica una revisión exhaustiva, incluye diferentes frentes de la compañía tales como: mercado, clientes, competidores (industria) y un plan de negocio. El resultado final del análisis genera una conclusión informada y detallada de las condiciones de mercado proyectado, industria y competencia, así como una recomendación sobre la decisión de proceder o no proceder (Go/No Go) respecto a la transacción.

Beneficios

A continuación, se hace referencia a algunos de los beneficios, que en nuestra experiencia resultan ser los más relevantes para desarrollar un Due Diligence Comercial:

- A.** Percepciones de mercado y competencia para la toma de la decisión de Go/No Go, entendiendo las tendencias del mercado en el que la compañía opera y el desempeño de esta respecto a la competencia.
- B.** Análisis independiente que impacta en la valoración y en el precio de la negociación, a través de la profundización en las capacidades y supuestos de la compañía para generar los ingresos proyectados, que pueden estar enfocados en nuevos productos, clientes y mercados o que demuestran un crecimiento más agresivo del reciente.
- C.** Utilización de fuentes de información primarias (internas y externas) y con expertos que permitan un análisis más preciso no solo sobre la compañía, sino sobre las dinámicas del mercado y la competencia.
- D.** Identificación de posibles riesgos, problemas o asuntos que podrían afectar la transacción o el precio negociado.

Igualmente, los beneficios del DDC se pueden clasificar en categorías de acuerdo con los hallazgos encontrados en el análisis, tales como:



Disminución de costos:

Cuando se identifica un hallazgo que por su naturaleza podría generar una disminución en el precio negociado (p. ej.: el modelo de negocio no era único en el mercado como se afirmó en el Information Memorandum (IM) y no era tan deseable para algunos segmentos de clientes).



Disminución de riesgo:

Cuando se identifica un hallazgo que no incrementa alguna debilidad expuesta por la compañía y, por lo tanto, pueda representar un riesgo para el cliente más adelante (p. ej.: se identifica que una estrategia para la creación de una plataforma en línea no se ve afectada por las áreas de debilidad identificadas antes de la transacción).



Incremento de valor:

Cuando se identifican oportunidades de mejora para la compañía que pueden incrementar el valor de esta más adelante, implementando las estrategias adecuadas (p. ej.: a través de un análisis de los clientes y su segmento se identificaron oportunidades de mejora en el modelo de negocio en línea y la estrategia de precios).

Adicionalmente, el DDC aclara el panorama respecto a la dinámica de la compañía, la industria y el mercado (entendido como demanda), a través del entendimiento de estos aspectos y respondiendo inquietudes como:



Compañía

¿Qué hace que valga la pena realizar la transacción con la compañía? ¿Se pueden confirmar las capacidades diferenciales que le dan sentido a la adquisición?

¿Cuál es o son sus productos más rentables y por qué?

¿Qué tan seguro(s) es o son su(s) cliente(s) más rentable(s)?

¿Cómo es la proyección de la participación de mercado de la compañía y su contribución por segmento o unidad de negocio (UN)?



Industria

¿Cuáles son los factores clave de éxito de la industria?

¿El sector/industria experimenta cambios estructurales?

¿Cuáles son los principales competidores?

¿Cuál es el panorama competitivo?

¿Cómo se compara la compañía con el benchmark clave?



Mercado

¿Cuál es el tamaño del mercado de la compañía?

¿La compañía está vendiendo el producto/servicio correcto al cliente correcto?

¿Cuál es el *driver* de la demanda de la compañía?

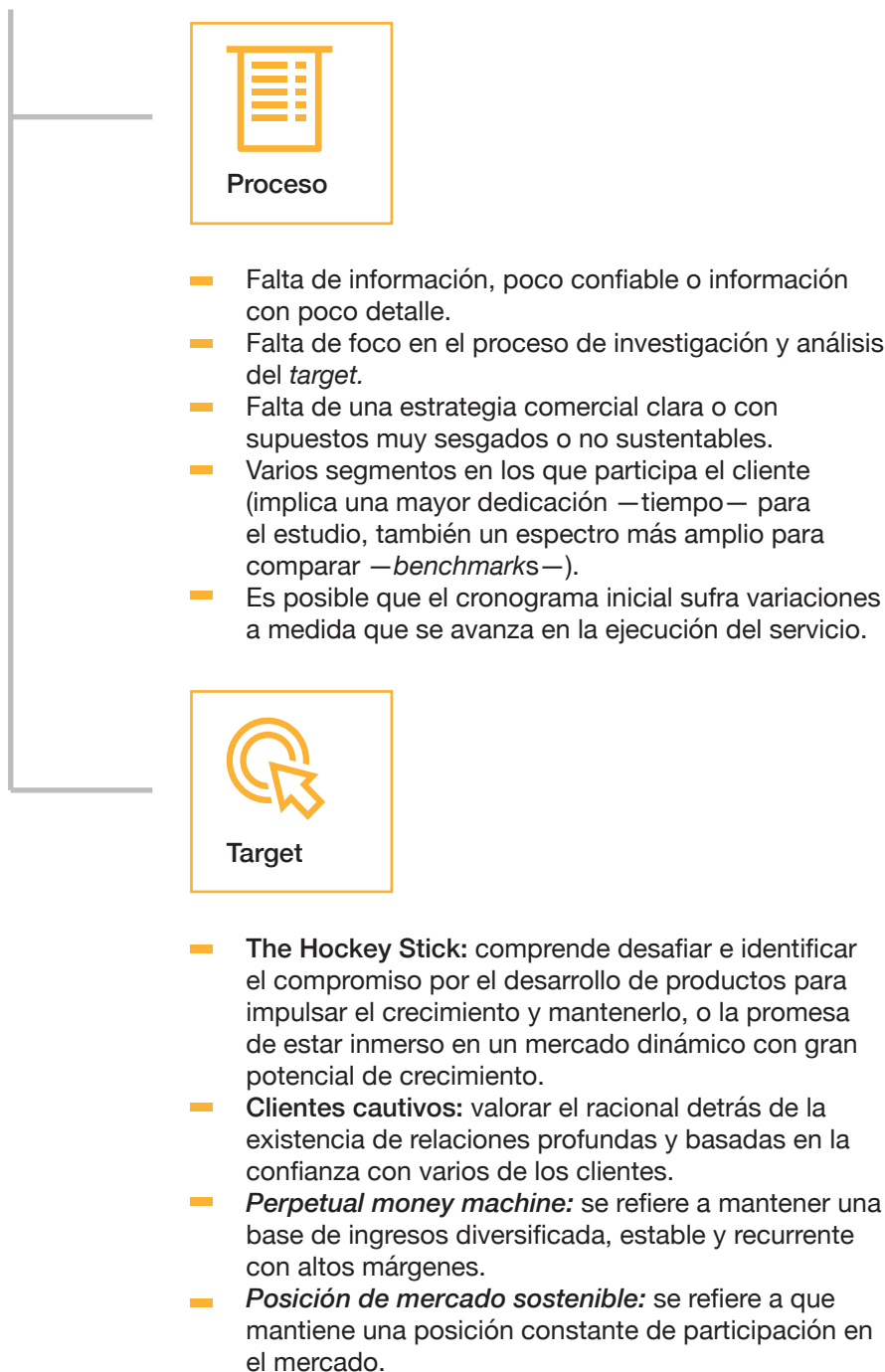
¿Cuáles son los criterios clave de compra de los clientes?

¿Qué factores externos podrían impactar el sector?

¿Cuáles son las amenazas y oportunidades del sector?

Retos

En nuestra experiencia, existen dos categorías de retos a los que nos enfrentamos en el proceso de un Due Diligence Comercial: proceso y cliente. La primera categoría, proceso, hace referencia a los principales retos que podemos encontrar en la ejecución administrativa del servicio, es decir, a la logística y coordinación general del mismo. Por otro lado, está la categoría de cliente, la cual incluye retos relacionados con el *target*, su desempeño, posición de mercado y compromisos futuros. A través del DDC, estos retos serán enfrentados y analizados, para ofrecerle al cliente una mejor visión sobre el *target*. A continuación, se resaltan los principales retos de cada categoría:



Procesos y alcances de DDC

5.1 Procesos típicos de DDC

El DDC comprende siete etapas que deben realizarse en su totalidad para alcanzar un análisis completo y de calidad. Es importante resaltar que la duración del análisis no es estándar, depende del alcance y la necesidad de cada cliente, en nuestra experiencia, este tipo de análisis puede durar entre 2 y 8 semanas, depende directamente de los requerimientos del cliente.



Recopilación de datos:

investigación de mercado, información de la compañía, datos de la competencia, información interna de PwC.



Entrevistas con la alta gerencia:

conversaciones con la alta gerencia de la compañía.



Investigación primaria:

entrevistas y conversaciones con expertos independientes, expertos de PwC, competidores y potenciales clientes.



Entrevistas con clientes:

criterios clave de compra, desempeño de la compañía en comparación con la competencia, perspectiva de ventas.



Análisis:

síntesis de inteligencia a partir de la recolección de datos, entrevistas y discusiones, identificación de tendencias de mercado y temas de negocio.



Presentación:

resultados finales del análisis, discusión de los principales hallazgos.



Seguimiento:

seguimiento al trabajo realizado según requerimiento del cliente.

5.2 Alcance del DDC

El Due Diligence comercial analiza, típicamente, dos dimensiones clave y estratégicas: el mercado y la compañía (*target*). A su vez, cada dimensión comprende dos perspectivas: demanda e industria y desempeño y plan de negocio, respectivamente. Cada una de estas dimensiones y aspectos, son analizados de acuerdo con las necesidades y requerimientos del cliente.



Mercado

La dimensión de mercado es muy amplia; es por ello que, en nuestra experiencia, enfocarla hacia los aspectos de demanda e industria hace que el análisis sea más preciso y acertado, y permite identificar más fácilmente las debilidades, oportunidades, potenciales riesgos y sinergias que pueda presentar la compañía.



Demanda

Los principales aspectos que se analizan en esta dimensión comprenden, entre otros: definición del perímetro relevante del mercado, identificación de los principales *drivers* del ingreso, evaluación de las perspectivas de evolución del mercado e identificación de los riesgos relacionados con la demanda. El objetivo principal de esta sección es identificar los aspectos más relevantes de la demanda de la compañía para entender el comportamiento de esta y su impacto en el mercado. El ejercicio final ayudará y guiará al cliente sobre la situación comercial de la compañía y sus retos, para una toma de decisiones más acertada, enfocada en los principales aspectos de la demanda: definición de la demanda, tendencias y *drivers*, dinámica de productos/servicios y comportamiento de los clientes, y estructura de canales de distribución.



Industria

Los principales aspectos que se analizan en esta dimensión comprenden, entre otros: entendimiento de las reglas y formas de jugar de la industria; identificación de la competencia y potenciales clientes; evaluar amenazas competitivas; evaluar e identificar potenciales riesgos de la industria y los relacionados con la demanda. El objetivo principal de esta sección es evaluar el nivel de riesgo de los competidores y

los cambios de la industria. El ejercicio final ayudará y guiará al cliente a tener una visión general de la industria y sus principales aspectos, para una toma de decisiones más acertada y enfocada en los principales aspectos de la industria: cadena de valor y diferenciación, factores clave de éxito, panorama competitivo, dinámica de la oferta y de la industria.



Compañía - target

La dimensión de compañía (*target*) es más acotada que la de mercado, puesto que es un análisis más introspectivo de la compañía y su dinámica. En nuestra experiencia, este tipo de análisis debe enfocarse en aspectos relacionados con el desempeño propio de la compañía y su plan de negocio de largo plazo. Así, se podrán identificar de manera más precisa las debilidades, oportunidades y potenciales riesgos que pueda presentar la compañía al interior de esta para responder a la dinámica y evolución de su industria.



Desempeño de la compañía

Los principales aspectos que se analizan en esta dimensión incluyen, entre otros: comprender si el desempeño histórico puede replicarse o mejorarse; evaluar riesgos específicos de la compañía; análisis de clientes, proveedores y costos. El objetivo principal de esta sección es mantener la perspectiva de la dinámica de la oferta del Target y la demanda de sus clientes actuales y potenciales.

El ejercicio final ayudará y guiará al cliente a comprender cuál y cómo es el desempeño de la compañía en el mercado y en su industria y qué potencial existe para mejorar e impulsar su desempeño. En consecuencia, se analizarán aspectos como: concentración de los productos y su evolución, concentración de clientes, poder de negociación, entre otros, que serán el resultado de esta sección y determinarán de una manera más acertada el desempeño de la compañía.



Plan de negocio

La intención principal de esta dimensión es evaluar la viabilidad del plan de negocio de la alta gerencia y comprender sus supuestos y *drivers*, para estudiar la posibilidad de ajustarlos, de ser necesario. A través de esta evaluación, y teniendo como insumo los análisis anteriormente expuestos, se genera una evaluación detallada y profunda sobre las iniciativas, sensibilidades y supuestos del modelo de negocio, con el fin de presentar recomendaciones de ajuste al modelo.

Algunos de los aspectos más relevantes que evaluamos en esta sección son: proyecciones de ventas y EBIT, crecimientos orgánicos e inorgánicos, supuestos de participación de mercado, volumen y precio, entre otros. El resultado de estas evaluaciones permite crear escenarios de sensibilidad respecto a diferentes variables clave para la industria y para la compañía, que afectarán principalmente el desempeño futuro de esta y, por lo tanto, podrá intervenir en una negociación de ajuste de precio, si es necesario.

Documentos de la transacción

Cap 4.



Documentos de la transacción

Documentos precontractuales

Acuerdo de confidencialidad

Su propósito principal es el de preservar la confidencialidad de la información revelada por el vendedor, el *target* o la administración durante las negociaciones y el cierre de la transacción.

Entre otros acuerdos, este documento suele contener:

- La identificación de las partes.
- La definición de la información que tendrá la consideración de confidencial.
- Los términos en que será revelada la información confidencial.
- La obligación de utilizar la información exclusivamente para los efectos propios de la transacción.
- Las condiciones en las que se ejercerá esa confidencialidad.
- El alcance de las obligaciones surgidas entre las partes alrededor de dicha confidencialidad.
- Las personas autorizadas a acceder a la información.
- El plazo de la confidencialidad.
- Las circunstancias en las que la parte obligada queda relevada de su obligación de mantenimiento de la confidencialidad.
- Las consecuencias del incumplimiento.
- La posible devolución o destrucción de la información.
- El procedimiento previsto para la solución de controversias.
- La jurisdicción competente y la ley aplicable.

Cabe señalar que, en muchos casos, este acuerdo se incluye como parte de la carta de intención o memorando de entendimiento.

La carta de intención o memorando de entendimiento

Es el documento que refleja el entendimiento inicial entre las partes respecto de la transacción, los términos en los que se desarrollarán las negociaciones y las asunciones que se han tomado como base para llegar a esos acuerdos.

Entre otros acuerdos, este documento suele contener:

- La identificación de las partes.
- Las consideraciones que han llevado a las partes a la transacción.
- La identificación de la transacción pretendida.
- Los términos de la exclusividad (en su caso). Cabe señalar que, en algunos casos, las partes deciden regular este tema como un acuerdo independiente de la carta de intención.
- El “paso a paso” de la transacción, incluyendo los tiempos previstos para la preparación de los documentos contractuales, el Due Diligence, el cierre, etc.
- La estructura prevista para la transacción. Cabe señalar que este aspecto, en concreto, suele condicionarse a los resultados del Due Diligence.
- El precio de la transacción y fórmulas de ajuste, así como las bases contables de dichos cálculos.
- Las autorizaciones requeridas para el perfeccionamiento de la transacción.
- La definición de su carácter vinculante.
- Las consecuencias del incumplimiento.
- El mecanismo de resolución de conflictos.
- La jurisdicción competente y la ley aplicable.

Documentos contractuales

El contrato de compraventa de acciones

Tratándose de un “*share deal*”, los acuerdos entre las partes, así como los resultados del Due Diligence y, en general, los términos finales de la negociación se plasman en el contrato de compraventa de acciones.

Entre otros acuerdos, este documento suele contener:

Las más comunes refieren a:

La capacidad para ejecutar la transacción.

La veracidad de la información.

El origen de fondos.

Las consecuencias del incumplimiento, imprecisión o inexactitud de las representaciones y garantías de las partes.

Claúsulas como:

La confidencialidad.

Las notificaciones a las partes.

La resolución de conflictos.

La jurisdicción competente y la ley aplicable.

Los anexos.

El lugar y fecha de suscripción.	La identificación de las partes.	Las consideraciones que se toman como base de la transacción.
Las definiciones de los términos relevantes del contrato, al efecto de evitar repeticiones innecesarias o evitar malos entendidos en cuanto al alcance de esos términos.	La definición del objeto de la transacción.	Las representaciones y garantías del vendedor.
El lugar y fecha de suscripción.	El precio y forma de pago.	Las consecuencias del incumplimiento, imprecisión o inexactitud de las representaciones y garantías de las partes.
El procedimiento para hacer efectivas las reclamaciones de contingencias.	La cuantificación de los daños y perjuicios por las contingencias reveladas.	Las limitaciones a la responsabilidad del vendedor.
Las fórmulas de ajuste al precio.	Las garantías.	Las condiciones precedentes a la transacción.
Las cláusulas generales a estos contratos.	Las regulaciones del post deal.	La fecha y condiciones de cierre.

Las más comunes refieren a:

La capacidad para ejecutar la transacción.

La veracidad de la información.

La propiedad de las acciones o cuotas objeto de la transacción.

Las cargas y gravámenes que afecten la transferencia o propiedad de las acciones o cuotas.

Los aspectos corporativos.

Los aspectos tributarios.

Los aspectos laborales.

La situación de los activos.

Las cuentas bancarias.

Los estados financieros.

La solvencia.

El listado de clientes.

El listado de proveedores.

Las deudas.

Los seguros.

Las situaciones de cambio de control.

Las subsidiarias.

Los litigios o deudas contingentes.

La situación ambiental.

El origen de fondos.

Documentos contractuales

El Contrato de compraventa de activos

Tratándose de un “asset deal”, los acuerdos entre las partes, así como los resultados del Due Diligence y, en general, los términos finales de la negociación se plasman en el contrato de compraventa de activos.

Entre otros acuerdos, este documento suele contener:

Las más comunes refieren a:

La capacidad para ejecutar la transacción.

La veracidad de la información.

La propiedad de los activos objeto de la transacción.

Las cargas y gravámenes que afecten la transferencia o propiedad de los activos.

Los aspectos tributarios.

La situación registral de los activos.

Los seguros.

Los litigios o deudas contingentes asociadas a los activos.

La situación ambiental.

El origen de fondos.

El lugar y fecha de suscripción.	La identificación de las partes.	Las consideraciones que se toman como base de la transacción.
Las definiciones de los términos relevantes del contrato, al efecto de evitar repeticiones innecesarias o evitar malos entendidos en cuanto al alcance de esos términos.	La definición del objeto de la transacción.	El precio y la forma de pago.
Las representaciones y garantías del vendedor.	Las fórmulas de ajuste al precio.	Las representaciones y garantías del comprador.
Las consecuencias del incumplimiento, imprecisión o inexactitud de las representaciones y garantías de las partes.	La cuantificación de los daños y perjuicios por las contingencias reveladas.	Las limitaciones a la responsabilidad del vendedor.
El procedimiento para hacer efectivas las reclamaciones de contingencias.	Las garantías.	Las condiciones precedentes a la transacción.
La fecha y condiciones de cierre.	Las regulaciones del <i>post deal</i> .	Las cláusulas generales a estos contratos.

Las más comunes refieren a:

La capacidad para ejecutar la transacción.

La veracidad de la información.

El origen de fondos.

Cláusulas como:

La confidencialidad.

Las notificaciones a las partes.

La resolución de conflictos.

La jurisdicción competente y la ley aplicable.

Los anexos.

Documentos contractuales

El contrato de fiducia como garantía de pago de obligaciones - *Escrow Account*

Es un modelo de garantía en el cual se suele aparcarse una porción del precio durante un tiempo determinado, con el fin de cubrir las contingencias que pudieran surgir durante ese plazo y que pudieran afectar a la sociedad *target*.

Cabe señalar que en Colombia no existe un modelo de cuenta bancaria que pueda utilizarse como *escrow account*, por lo que es necesario acudir a una entidad fiduciaria. Es importante recalcar que las entidades fiduciarias en Colombia son entidades financieras reguladas y vigiladas por las autoridades del sector.

Normalmente, los contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario son preparados por las propias entidades fiduciarias con base en la información suministrada por las partes, e incluirán las cláusulas generales aprobadas por la Superintendencia Financiera, que regulan, entre otros temas, el alcance de la responsabilidad de la entidad fiduciaria. En este orden de ideas, deberán tenerse en cuenta los siguientes aspectos:

Cláusulas como:

- La confidencialidad.
- Las notificaciones a las partes.
- La resolución de conflictos.
- La jurisdicción competente y la ley aplicable.
- Los anexos.

La definición de la entidad fiduciaria.	El valor del depósito fiduciario.	Las cláusulas generales.
La definición del modelo de contrato fiduciario.	Las contingencias cubiertas por la fiducia.	Las fechas de liberación total o parcial de los recursos.
El acuerdo sobre el pago de los costos de la entidad fiduciaria.	El procedimiento para ejecutar la garantía.	El manejo que se dará por parte de la fiduciaria a los recursos depositados y propiedad de los eventuales rendimientos financieros.
El plazo de vigencia del contrato.		

Servicio de *post deal*

Cap 5.



Servicios de *post deal*

Introducción y conceptos

Una vez se concluye la etapa de la oferta, negociación y cierre exitoso de la transacción, el trabajo apenas inicia y, en muchas ocasiones, hemos encontrado que las compañías (nacionales, multilatinas e inclusive multinacionales) suelen subestimar la etapa crucial relacionada con el *post deal*. En esta etapa el propósito inicial de la estrategia de adquisición, integración, escisión o reorganización cobra vida y su ejecución puede marcar el éxito o el fracaso, entendido como la generación o destrucción de valor de la transacción.

Lo anterior se evidencia a través de los estudios mencionados, en donde se revela que dos terceras partes de las transacciones no logran éxito operacional. Los resultados de estos, realizados entre la comunidad de los M&A, demuestran que los objetivos operacionales y financieros de largo plazo son más difíciles de alcanzar que los objetivos estratégicos. Sin embargo, lo anterior no sorprende al entender que los objetivos estratégicos de crecimiento inorgánico se cumplen en la misma realización del acuerdo. En cuanto al logro de los objetivos financieros, estos requieren un enfoque en la consecución de sinergias o integración de capacidades diferenciales, que tienden a considerarse como ganancias rápidas desde el principio. En última instancia, los objetivos operativos son los más complicados de alcanzar, ya que implican el logro de un compromiso sostenido con la culminación de una actividad de *post deal* a largo plazo. Una vez cerrado el trato, el desafío se reenfoca en garantizar que la organización siga operando sin interrupciones comerciales en el proceso.

Los servicios y actividades de *post deal* se centran en la estrategia, planeación, diseño y acompañamiento de las acciones de *post merger integration* de principio a fin, escisiones (desinversiones) y reestructuraciones, principalmente. Si bien, estos procesos están relacionados, pueden ejecutarse por separado, de acuerdo con la necesidad del cliente y la etapa de la transacción en la que se encuentre. De manera análoga a los DD son actividades que se pueden prestar desde el lado del comprador o del vendedor. Dependiendo de

la perspectiva (comprador vs. vendedor) la estrategia de las actividades del *post deal* cambian y tendrán intereses distintos.

A través de nuestra experiencia y metodologías aplicadas, hemos creado un conjunto de pilares fundamentales que le permiten a nuestros clientes desarrollar una transición exitosa:



Definición de la estrategia del servicio de *post deal*.



Foco en actividades prioritarias.



Comunicación con los grupos de interés.



Transacción acelerada.



Preparación para el día 1.



Definición del liderazgo en todos los niveles.



Gestión del proceso de *post deal* como un proceso de negocio.

Actividades del post deal

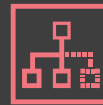
Una vez finalizadas las primeras etapas del proceso de M&A, definición de la estrategia corporativa/general y transacción financiera, el cliente puede proceder con la última etapa, la implementación del post deal. Esta implementación es el paso final para materializar la estrategia; se enfoca en preservar la continuidad del negocio y, por encima de todo, en el fundamento de la adquisición que, en nuestro concepto, se refiere al racional de apalancar y o extender capacidades para competir en el mercado. Para desarrollar el plan de acción de integración es importante tener un enfoque más estructurado y que tenga un vínculo claro con la estrategia general. Los pasos a desarrollar y ejecutar en este tipo de servicios se listan a continuación:



La determinación de los principales hitos del proyecto, incluyendo: fechas, entregables y responsables, así como los principales problemas (*issues*) que se pueden presentar a lo largo del proyecto.



La utilización de herramientas para facilitar el proceso de post deal.



El diseño de un esquema de acompañamiento y seguimiento de ejecución de tareas que garantiza la implementación de los cambios para el nuevo modelo y capturar los beneficios esperados.



El diseño, planeación y ejecución de cronogramas y planes que sirvan como mapa de navegación de la organización durante la etapa de transición (post deal) en el marco de los tiempos fijados para el proyecto. Incluye el detalle de las actividades, entregables, participantes y responsables.

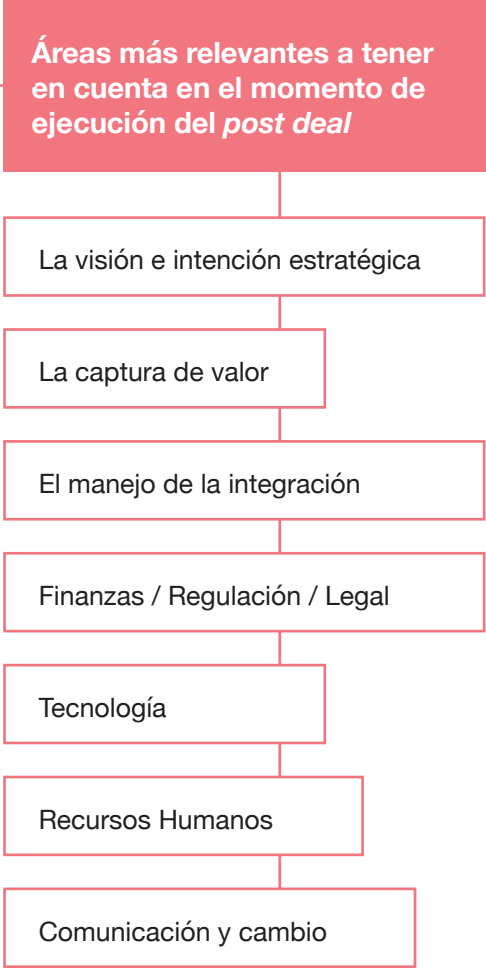
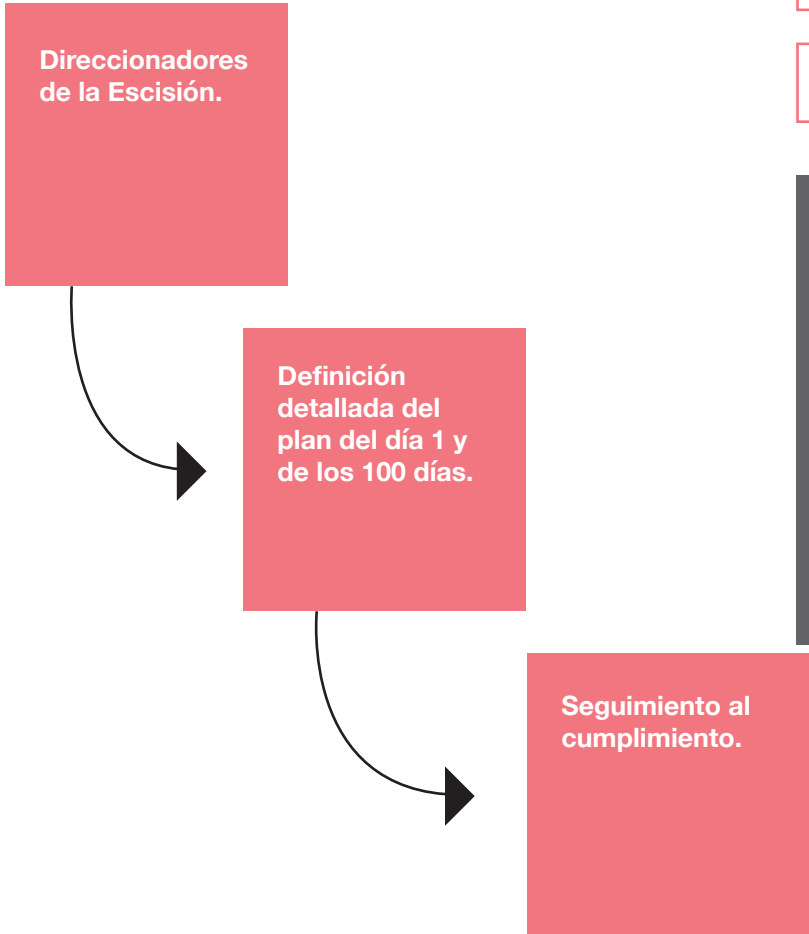


El acompañamiento y seguimiento a la etapa de salida y cierre de la transición.

A lo largo de nuestros años de ejecución de proyectos de post deal, hemos encontrado una lista de los errores más comunes que se comenten durante el proceso de integración. A su vez, hemos identificado las **áreas clave**, en las que debe mantenerse el foco para evitar este tipo de errores.

Es importante que antes de empezar cualquier proyecto se defina claramente la estrategia de la transición. Las prioridades de los post deal son más fáciles de identificar cuando existe una estrategia clara y comunicada. Por lo tanto, los fundamentos del servicio de post deal son: la definición de una visión clara, definir la estrategia y grado de la transición, establecer objetivos, implementar una estructura de gobierno y toma de decisiones. Lo anterior, permitirá construir el ambiente correcto, estabilizar y asegurar valor, y medir los beneficios entregados. Por consiguiente, es importante desarrollar planes antes de iniciar el proyecto de transición, para así asegurar el ciclo completo del proyecto.

¿Por qué desarrollar planes?



Acciones clave:

- Establecer las actividades, los plazos, responsabilidades y decisiones que deben tomarse por cada uno de los procesos o áreas del negocio (ej. Tesorería, TI, RRHH, ventas, operaciones, finanzas, etc).
- Monitorear el progreso de los planes de 100 días.
- Consolidar los resultados a través de la oficina de gestión del proyecto y presentación a la alta dirección.

El diseño y estructuración de estos planes comprenden un rango de tiempo determinado y cada plan reúne una serie de actividades específicas y propias de cada etapa con fechas de inicio, fin, responsables e interdependencias.

Si bien, la naturaleza de la transacción y la perspectiva del post deal (para el vendedor o para el comprador) puede cambiar la metodología, por lo general el desarrollo comprende las siguientes actividades:

- Planear el proyecto y conformar el equipo.
- Definir el gobierno del proyecto.
- Establecer la oficina de gestión de la integración.
- Definir la estrategia de integración/separación, incluyendo las premisas y objetivos del proyecto.
- Diseñar el plan del día 1 y de los 100 días.
- Evaluar el estado actual y diseñar su estado futuro.
- Ejecutar el plan del día 1.
- Ejecutar el plan de los 100 días.
- Transición a la operación normal del negocio (*Business as Usual*).
- Maximizar el valor a través de la implementación del estado futuro.

Retos del post deal

Como parte de los principales retos de un proceso *post deal* se encuentra el integrar de manera efectiva el propósito del M&A y resolver: **¿cómo integrar una capacidad diferencial que posee la empresa adquirida sin perderla o dañar mis capacidades existentes?, ¿qué debo integrar y qué debo mantener separado?, ¿cómo favorecer el compromiso de las personas y mitigar su resistencia al cambio? y ¿cómo acelerar el proceso de integración?**

Como bien se menciona anteriormente, uno de los principales desafíos en la ejecución de proyectos de *post deal*, consiste en acelerar la transición bajo el entendimiento, esto permitirá acelerar la consecución de beneficios que se traducen en un mayor valor agregado. El desafío se origina cuando existe la intención de acelerar el proceso, pero, por otra parte, se puede caer en el error de omitir o errar actividades críticas para la continuidad del negocio e incurrir en periodos donde no es posible seguir operando por diferentes razones (por ejemplo: fallas en los sistemas que impiden facturar normalmente, desabastecimiento a clientes, cierres temporales de planta, entre otros) que llevan a una destrucción de valor de manera inmediata.

Lograr acelerar el proceso de integración y, a su vez, evitar una disrupción del negocio se vuelve un objetivo de la oficina de gestión de integración del proyecto. Estos equipos suelen estar conformados por personal multidisciplinario, dedicados de manera exclusiva al proyecto que, con su experiencia previa en procesos anteriores, le pueden evitar a la compañía caer en errores comunes y, por el contrario, facilitar un proceso ordenado y fluido entre los actores y áreas que intervienen.

Como expertos en M&A, la unión de Strategy& y PwC, a nivel mundial, nos permite ofrecer a nuestros clientes un acompañamiento completo e integral, desde la concepción de la estrategia *pre deal* (*targets*, racionales, estrategia basada en capacidades), pasando por la evaluación del deal (servicios de *Due Diligence*), hasta el *post deal* permitiéndole a las empresas cerrar con éxito sus transacciones en curso. Esta unión concibe una nueva visión que crea una estrategia preeminente, a través de un asesor de confianza, con una firma que sabe crear y ejecutar dicha estrategia, ofrece un alto valor, con el mejor talento y se distingue por su capacidad para ayudar a los clientes a construir sus propias capacidades diferenciales a nivel global.



Referencias

1. La República, 2019. Producto Interno Bruto de Colombia creció 2,7% en 2018 según informó el Dane, <https://www.larepublica.co/economia/producto-interno-bruto-de-colombia-crecio-27-en-2018-segun-informo-el-dane-2834007>.
2. Portafolio, 2019. Economía colombiana crecería por debajo del 3% en el 2019, <https://www.portafolio.co/economia/proyecciones-crecimiento-colombia-531855>.
3. Dinero, 2019. Inflación de 2018 cerró en 3,18%, <https://www.dinero.com/economia/articulo/inflacion-total-en-colombia-2018-ipc/265860>.
4. Banco de la República, 2019. Inflación total y meta, <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/inflacion-total-y-meta>.
5. Banco de la República, 2019. Reporte de Estabilidad Financiera, <http://www.banrep.gov.co/es/reportes-estabilidad-financiera>.
6. El Tiempo, 2019. Significado de calificaciones donde Colombia tiene grado de inversión, <https://www.eltiempo.com/economia/sector-financiero/que-significan-las-calificaciones-en-las-que-colombia-tiene-grado-de-inversion-366462>.
7. Portafolio, 2019. Desempleo en Colombia sigue en aumento, <https://www.portafolio.co/economia/desempleo-en-colombia-en-mayo-de-2019-531082>.
8. Strategy+Business: Gerald Adolph, Cesare Mainardi, and J. Neely, 2012. The Capabilities Premium in M&A, <https://www.strategy-business.com/article/12105?gko=05907>.
9. Strategy+Business: Thomas N. Hubbard, Paul Leinwand, and Cesare Mainardi, 2014, The New Supercompetitors. <https://www.strategy-business.com/article/00272>.
10. Strategy+Business: J. Neely, John Jullens, and Joerg Krings, 2015. Deals That Win. <https://www.strategy-business.com/article/00346?gko=47f36>.
11. Strategy+Business: J. Neely, John Jullens, and Joerg Krings, 2015, Deals That Win, <https://www.strategy-business.com/article/00346?gko=47f36>.
12. Strategy+Business: Gerald Adolph, Cesare Mainardi, and J. Neely. 2012, The Capabilities Premium in M&A, <https://www.strategy-business.com/article/12105?gko=996eb>.



Contactos PwC Colombia



Gustavo F. Dreispiel
Socio líder de PwC Colombia
gustavo.f.dreispiel@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10218



César Leonardo Maldonado Prieto
Gerente líder de Deals
leonardo.maldonado@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10444



Carlos Mario Lafaurie Scorza
Socio líder Servicios Legales
y Tributarios
carlos_mario.lafaurie@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10404



Juan Carlos Cagua Martinez
Gerente líder de Estrategia Empresarial
juan.carlos.cagua@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10363



Mónica Jiménez Poveda
Socia líder de Consultoría
monica.jimenez@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10307



Adriana Hincapié Hernández
Directora de área Laboral
adriana.hincapie@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10291



Eliana Bernal Castro
Socia de Servicios Legales
y Tributarios
eliana.bernal@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10280



Álvaro Enrique Jiménez Bejarano
Gerente de Servicios Legales
y Tributarios
alvaro.jimenez@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10291



Diego Henao
Socio de Consultoría
diego.henao@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10339



Daniel Orrego Velásquez
Clientes y Mercados
daniel.orrego@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10356



Wilson Herrera Robles
Associate Partner de Servicios
Legales y Tributarios
wilson.herrera@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10324



Laura Carolina Rojas Rubiano
Clientes y Mercados
laura.r@pwc.com
57+ (1) 634 0555 Ext. 10296



Créditos y agradecimientos

Nos gustaría agradecer a todos los socios, gerentes, directores y colaboradores que participaron activamente, aportando ideas y experiencias valiosas para la construcción y realización de esta publicación.

Contribuciones al contenido del reporte por parte de expertos PwC Colombia

Adriana Hincapié H.
Álvaro Enrique Jiménez B.
César Leonardo Maldonado P.
Juan Carlos Cagua M.
Wilson Herrera R.

Diseño y diagramación:

Laura María Ricaurte S.

Gestión, redacción y edición del reporte

Claudia Milena Mejía P.
Camilo Andrés Andrade B.
Carlos Jose Uribe Ch.
Laura Carolina Rojas R.
Libsy Andrea Ramos B.

Bogotá

Calle 100 No. 11A-35, piso 5
Teléfono: (57-1) 634 0555
Fax: (57-1) 218 8544

Cali

Edificio Torre de Cali
Calle 19 Norte No. 2N-29, piso 7
Teléfono: (57-2) 684 5500
Fax: (57-2) 684 5510

Medellín

Edificio Forum
Calle 7 Sur No. 42-70, Torre 2, piso 11
Teléfono: (57-4) 325 4320
Fax: (57-4) 325 4322

Barranquilla

Smart Office Center
Carrera 51B No. 80 - 58 Piso 7, Oficina 701
Teléfono: (57-5) 378 2772
Fax: (57-5) 378 2772 Ext. 217



Este documento ha sido preparado únicamente para propósitos de orientación general sobre asuntos de interés y no constituye asesoramiento profesional. No se debe actuar sobre la información contenida en esta publicación sin obtener asesoría profesional específica. No se da ninguna representación o garantía (expresa o implícita) en cuanto a la exactitud o integridad de la información contenida en esta publicación, y, en la medida de lo permitido por la ley, PricewaterhouseCoopers no acepta ni asume ninguna obligación, responsabilidad o deber de cuidado por las consecuencias de su actuación o de cualquiera que actúe, o deje de actuar, basándose en la información contenida en esta publicación o para cualquier decisión basada en este documento. Esta publicación (y cualquier extracto de ella) no se debe copiar, redistribuir o compartir en ningún sitio web, sin consentimiento por escrito previo de PricewaterhouseCoopers.

PwC ayuda a las organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 157 países, con más de 270.000 personas comprometidas a entregar calidad en los servicios de Auditoría, Impuestos y Consultoría. Cuéntanos lo que te importa y encuentra más información visitando nuestra web: www.pwc.com

© 2019 PricewaterhouseCoopers. PwC se refiere a las Firmas colombianas que hacen parte de la red global de PricewaterhouseCoopers International Limited, cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente. Todos los derechos reservados.

