

Repercussions of the pandemic caused by Sars-Cov-2 and its variants in legislation of mergers and acquisitions in the United Kingdom and Panama as well as the relevance of environmental, social and governance criteria in the corporate context of the new normality

Juan Armengol

Universidad Católica Santa María La Antigua (USMA)

Faculty of Law and Political Science

País: Panamá

argolcliente@gmail.com

ORCID: 0000-0002-4684-5581

Recepción: 20 de noviembre de 2021

Aceptación: 30 de noviembre de 2021

ABSTRACT

SARS-CoV-2 and its variations significantly have stimulated changes to legislation that regulates mergers and acquisitions processes in the United Kingdom (UK). This paper analyzes the legal aspects of material adverse change (MAC) as well as its use in mergers and acquisitions and new legislation created to withstand any inimical effects of the pandemic in corporate restructuring operations in the UK. Additionally, this paper addresses the possibility of developing a new legal framework that regulates the processes of mergers and acquisitions in Panama. It examines the current legal framework that regulates the topic of ESG criteria in the commercial context in the UK and Panama. Lastly the article exposes the need for Panama to emulate the vision and progressive legal actions of the UK. Finally it concludes with the importance of ESG due diligence and compliance by the target company. These ESG criteria are central elements for creating value in mergers and acquisitions processes.

KEYWORDS

Assets, Adverse Material Change (MAC), Black Swan, COVID-19, Climate Change, Environmental, Social and Governance (ESG) Criteria, ESG due diligence, ESG Due Diligence for Risk Management, Federal Reserve Bank of New York, International Business Council (IBC), Mergers & Acquisitions (M&A), MSCI ESG Rating, Podcast, Risk Management, SARS-CoV2, Status rerum, The Global Sustainability Standards Board (GSSB), The Financial Stability Board (FSB), The Sustainability Accounting Standards Board (SASB), The Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), Zombie Deals.

RESUMEN

El SARS-CoV-2 y sus variaciones han estimulado significativamente cambios en la legislación que regula los procesos de fusiones y adquisiciones en el Reino Unido (UK). Este artículo analiza los aspectos legales del cambio adverso material (MAC), así como su uso en fusiones y adquisiciones y la nueva legislación creada para resistir cualquier efecto adverso de la pandemia en las operaciones de reestructuración corporativa en el Reino Unido. Adicionalmente, este artículo aborda la posibilidad de desarrollar un nuevo marco legal que regule los procesos de fusiones y adquisiciones en Panamá. Examina el marco legal actual que regula el tema de los criterios ESG en el contexto comercial en el Reino Unido y Panamá. Por último, el artículo expone la necesidad de que Panamá emule la visión y las acciones legales progresistas del Reino Unido. Finalmente, concluye con la importancia de la debida diligencia ESG y el cumplimiento por parte de la empresa objetivo. Estos criterios ESG son elementos centrales para la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones.

PALABRAS CLAVES

Activos, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, COVID-19, Cambio climático, Cambio adverso material(MAC), Cisne negro, Clasificación MSCI ESG Consejo Empresarial Internacional (IBC) Criterios Ambientales, sociales y de gobernanza (ESG), Contextos, Debida diligencia ESG, Debida diligencia ESG para la gestión de riesgo, El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), El Grupo de Trabajo sobre divulgación de información financiera relacionada con el clima (TCFD),Fusiones y Adquisiciones(M&A) Gestión de riesgos, La Junta de Estándares Globales de Sostenibilidad (GSSB), La Junta de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB),Ofertas Zombie, Podcast, SARS-CoV2.

INTRODUCTION

This paper shall measure the SARS-CoV-2 pandemic's impact on the status rerum of mergers and acquisitions. Similarly, it shall explore the concept of Material Adverse Change (MAC) in the United Kingdom (UK) and its use in corporate restructuring processes. Additionally, new legislation regarding mergers and acquisitions in the UK will be analyzed. Evidence of the need to conceive such legislation in the Republic of Panama (Panama) will be studied. To conclude, a new way of conducting due diligence and the importance of environmental, social, and governance (ESG) criteria in merger and acquisition processes will be evaluated in terms of the *new reality*.

According to Nassim Nicholas Taleb, PhD, SARS-CoV-2 and its variations are a “black swan”¹(an event difficult to predict but retrospectively predictable). As such, parties currently immersed in a corporate restructuring process that has legal discrepancies a result

¹ Taleb, N, N. (Host).Taleb, N, N. (Producer). (2008). Black Swan [Video podcast]. FORA.tv. <https://longnow.org/>

of the SARS-CoV-2 pandemic (the pandemic) have few options regarding the use of legal principles such as fortuitous case and force majeure.

I. THE INFLUENCE OF SARS-CoV-2 AND ITS VARIATIONS IN THE LEGISLATION THAT REGULATES THE PROCESSES OF MERGERS AND ACQUISITIONS (M&A).

United Kingdom

A. Material adverse change (MAC) in mergers and acquisitions.

Before continuing, it is important to first define what a “material-adverse-change clause” is. This clause is used in the UK in merger and acquisition processes. Its origins in academic literature are evidenced from approximately 1940.² The material adverse change clause (MAC clause) is introduced in certain mergers and acquisitions. It is essentially a mechanism of risk transfer between the parties, protecting the buyer by granting the right to abandon the transaction before completion. In public mergers and acquisitions, the incorporation of the MAC clause has been, and will most likely continue to be, common practice when the buyer makes an offer for the target company.³ However, although the MAC clause was not commonly used in private acquisitions in the UK, it is anticipated that its inclusion will become a growing trend in private acquisitions due to economic uncertainty caused by the pandemic.

As stated above, a MAC clause allows the buyer to react should the target company lose value before the acquisition is completed or should it come to light that something pertaining to the agreement is false. The MAC clause can be drawn upon between signing and the end of the merger or acquisition process. The buyer’s reaction may be to terminate the acquisition or renegotiate its terms.

In view of the pandemic, it is believed that English courts will now have to rule over a significant number of mergers and acquisitions, many of which began before the pandemic. In particular, buyers are likely to exercise the MAC clause, claiming that the pandemic has caused adverse effects in the industry and in turn the company subject to acquisition. Indeed, this critical juncture of adverse and unforeseen circumstances due to the pandemic has rendered pending for completion many mergers and acquisitions that, under normal circumstances, would have been completed.

As Timothy Galpin, PhD, Senior Lecturer at Saïd Business School explains, mergers and acquisitions that began before the pandemic have been trapped between the signing stage and the closure of the transaction and therefore transformed into “zombie deals” that fall into a limbo.⁴

² Schwartz, A. (2010) at 813 referring to Fuld, J. ‘Some Practical Aspects of a Merger’ (1947) 60 Harvard Law Review 1092.

³ Cicarella, J. ‘Wake of Death: How the Current MAC Standard Circumvents the Purpose of the MAC Clause’ (2007) 57(2) Case Western Reserve Law Review at 423–424. See also, Manns, J., and Anderson, R. IV, ‘The Merger Agreement Myth’ (2013) 98 Cornell Law Review at 1143, 1153; Miller, R. ‘The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements’ (2009) 50 William and Mary Law Review 2007 at 2012.

The author of this paper argues that although the MAC clause may appear to be the master key that opens all locks and distributes risk between the parties concerned, in practice the buyer who intends to invoke the MAC clause must bear in mind that English courts may not be easy to convince. The burden of proof must be abundant, not only limited to the financial situation of the target company. The buyer must prove the causal link between change and adversity. This means that it is of utmost importance to prove that the cited change has indeed produced adversity. Above all, the buyer must prove that the adversity has been sustained by the target company for a prolonged period. This latter point is of particular interest and shall be developed in section B of this paper.

In the UK, the termination of public, corporate restructuring processes is governed in accordance with the provisions of The City Takeover Code (the "Code"), which stipulates the circumstantial limitations through which the offeror may request the termination of the mergers or acquisition. The grounds to invoke the termination of the transaction must be of "material significance" for the offeror. Likewise, it should be mentioned that The Takeover Panel (the Panel) is reluctant to allow bidders to adhere to the MAC clause, except in extraordinary circumstances. To clarify, the author of this paper quotes The City Takeover Code, Rule 13. PRE-CONDITIONS IN FIRM OFFER ANNOUNCEMENTS AND OFFER CONDITIONS. 13.5 (INVOKING CONDITIONS AND PRE-CONDITIONS):

“(a) An offeror may only invoke a condition or pre-condition so as to cause the offer not to proceed, to lapse or to be withdrawn with the consent of the Panel. The firm offer announcement and the offer document must each incorporate language which appropriately reflects this requirement. The Panel will normally only give its consent if the circumstances which give rise to the right to invoke the condition or pre-condition are of material significance to the offeror in the context of the offer. This will be judged by reference to the facts of each case at the time that the relevant circumstances arise.

(b) The following will not be subject to Rule 13.5(a):

(i) The acceptance condition (see Rules 9.3 and 10.1);

(ii) A condition relating to the approval of a scheme of arrangement by the offeree company's shareholders or to the sanctioning of the scheme by the court;

(iii) Where the offeror proposes to finance cash consideration by an issue of new securities, a condition required under Rule 13.4(b);

(iv) Where securities are offered as consideration, a condition required to give effect to a legal or regulatory requirement relating to the issuance, listing and/or admission to trading of those securities (see the Note on Rule 13.4);

⁴ Tufano, P. (Host). (2020-present) Leadership in Extraordinary Times / The reshaping of the mergers and acquisitions market. [Audio podcast]. University of Oxford, Saïd Business School.

<https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/reshaping-mergers-and-acquisitions-market-0>

(v) A condition required to give effect to a legal or regulatory requirement, or a requirement of the offeror's articles of association (or equivalent), for the offeror's shareholders to approve the implementation of the offer;

(vi) A term relating to the long-stop date of a contractual offer (but see the separate requirements of Rules 12.1 and 12.2);

(vii) A condition relating to a long-stop date of a scheme of arrangement or a specific date by which the shareholder meetings or the court sanction hearing must be held (see Sections 3(b) and (c) of Appendix 7 and also the separate requirements of Section 3(g) of Appendix 7); and

(viii) Any other condition or pre-condition that the Panel has agreed will not be subject to Rule 13.5(a) in the particular circumstances.

(c) The firm offer announcement and the offer document must state which conditions and, in the case of a firm offer announcement, preconditions are not subject to Rule 13.5(a).

(d) The firm offer announcement and the offer document must state that any condition or, in the case of a firm offer announcement, precondition that is subject to Rule 13.5(a) may be waived by the offeror.⁵”

B. Jurisprudence on material adverse change (MAC) pertaining to financial condition.

Serving as an example is case [2013] EWHC 1039 (Comm), carried in *The High Court of Justice Queen's Bench Division Commercial Court. Royal Courts of Justice Strand, London, WC2A 2LL*.⁶ The dispute originates between Grupo Hotelero Urvasco S.A. ("GHU"), a Spanish company dedicated to the hotel industry, and Carey Value Added, S.L. ("Carey"), whose investments are centralized in the hotel industry. It is important to point out that Carey had a counterclaim and filed a complaint against Grupo Urvasco S.A. ("GU") as guarantor.

GHU was the borrower and Carey the lender. GU was the guarantor. The project was for the development of a hotel and apartments in the old Marconi Building, which is on the corner of Aldwych and the Strand in central London.

The dispute between GHU and Carey arose because the materialization of the hotel and apartment project was carried out in the name of Urvasco Ltd, an English subsidiary of GHU and whose position in the project was that of developer. In 2007, GHU faced difficulties with increasing bank financing. Several agreements were signed between GHU and Carey, and in the event of these

⁵ The UK Takeover Panel, 'The City Code on Takeovers and Mergers' Rule 13.5. (INVOKING CONDITIONS AND PRE- CONDITIONS) <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=7Nov2019>> accessed 27 September 2021.

⁶ IN THE HIGH COURT OF JUSTICE QUEEN'S BENCH DIVISION COMMERCIAL COURT. Royal Courts of Justice Strand, London, WC2A 2LL. (2013, April). *England and Wales High Court (Commercial Court) Decisions* ([2013] EWHC 1039 (Comm)). England and Wales High Court (Commercial Court) Decisions. <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2013/1039.html>

agreements running their course Carey would acquire the property under a Share Purchase Agreement subject to a subsequent lease to GHU with a buyback option seven years later. GHU claimed damages of £71.38M since, it argued, if the financing for the loan contract had not been stopped, the hotel and housing project would have materialized in accordance with what was agreed. However, Carey replied that it did not default because it had no obligation to continue lending money. GHU did not honor the conditions of the loan agreement and Carey counterclaimed against GHU for the sum of €55.4M to be paid in advance based on the loan agreement with GU being under warranty.

Undoubtedly, given the monetary amounts and the complexity of this case, the High Court of Justice Queen's Bench Division Commercial Court had the complicated task of administering justice once all the evidence was analyzed. Furthermore, Carey was unable to evidence material adverse change stemming from the financial condition of GHU. However, Carey did manage to prove that a material adverse change had occurred in the financial condition of GU, the guarantor. Nonetheless, GU did not present such claim in virtue of the financial condition on the date on which GHU withdrew. Consequently, the High Court of Justice Queen's Bench Division Commercial Court ruled that no material adverse change had taken place, but Carey was able to elucidate that a separate event of default had occurred.

The ruling in this case clarifies that material adverse change can be argued based on the financial situation of a company. The backbone of the evidentiary element to demonstrate this condition is based on the financial position of the company specifically in the period relevant to the case. However, on this occasion it was possible to extend the time frame. Thus, if appropriate, other evidence could be included to help strengthen the position of the party that intends to prove the material adverse change. It is important to note that the court's position was clearly based on the fact that the adverse change cannot occur temporarily. The author of this paper believes that this sets precedent for cases arising now, during the pandemic.

II. LEGISLATION ON MERGERS AND ACQUISITIONS RESULTING FROM THE PANDEMIC CAUSED BY SARS-CoV-2 AND ITS VARIANTS.

United Kingdom

The Enterprise Act 2002 was updated Order 2020⁷ through the inclusion of Additional Section 58, Article 2. The additional section stipulates the considerations of public interest ("capability to combat and to mitigate the effects of public health emergencies").

Furthermore, the Secretary of State has the right to issue a "Public Interest Intervention Notice" ("PIIN") in these cases the Competition and Markets Authority ("CMA") is instructed to initiate the process of an investigation regarding a relevant merger situation. In turn, this transfers control of the review of the merger to the Secretary of State, who then has the authority to block the relevant merger situation and/or impose commitments and solutions.

⁷ Parliament of the United Kingdom. (2020, June 23). *The Enterprise Act 2002 (Specification of Additional Section 58 Consideration) Order 2020 and shall come into force on the day after the day on which it is laid before Parliament*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/ukSI/2020/627/contents/made>

The Enterprise Act 2002 (Share of Supply) (Amendment) Order 2020⁸ amends section 23A. of the Enterprise Act 2002, including additional relevant sectors and limiting the scope of action. The three added sectors are artificial intelligence, cryptographic authentication technology, and advanced materials. It is essential to highlight that this amendment contemplates the development, supply, and research of the goods that are within the delimited items. On the other hand, in the case of advanced materials, it also includes having intellectual property and supplying or sharing knowledge regarding any material that is used in the production or manufacturing process of advanced materials.

The author of this paper argues that these amendments demonstrate the actions of a government that swiftly adapts its legislation following the requirements of the times, with clarity on the vision of the future, always ensuring the protection of the health and safety of the country, as well as of each one of its citizens.

Panama

A. The application of the fortuitous case and force majeure as legal instruments to deal with COVID-19 and its variants in mergers and acquisitions (M&A) processes.

Unfortunately, Panama has not updated legislation on mergers and acquisitions before or during the pandemic, and the corporations that began the merger or acquisition process before the pandemic are in a precarious situation due to a lack of legislation to help clarify possible controversies.

Should the buyer not want to continue with the merger or acquisition due to the target company having been negatively impacted by the pandemic, severe legal difficulties may be faced since there is no legislation catering to issues arising from the pandemic. Since the pandemic began, the Panamanian government has at times closed entire sectors of the economy and at times placed restrictions upon entire sectors of the economy. Obviously, closures and restrictions have made it if not impossible, incredibly difficult, to generate sales. The financial situation of many target companies has been jeopardized, thus devaluing the companies and putting at risk the merger or acquisition. One of the few current legal mechanisms that could be called upon by the buyer to appeal the termination of the merger or acquisition in Panama is the fortuitous case.

The fortuitous case is defined in Panama's Civil Code, Article 34-D (Modified by Article 1 of Law 7 of 27th January 1961,⁹ published in the Official Gazette 14,318, 27th January 1961) as:

"It is a fortuitous case, the one that comes from natural events that could not be foreseen, such as a shipwreck, an earthquake, a conflagration and others of the same or similar nature."

⁸ Parliament of the United Kingdom. (2020, June 23). *The Enterprise Act 2002 (Share of Supply) (Amendment) Order 2020*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2020/9780348208795/article/2>

⁹ *Law 7 of 27 January 1961. BY WHICH PROVISIONS OF THE FIRST BOOK OF THE CIVIL CODE ARE SUBROGATED*. (1961, January). Republic of Panama, National Assembly. <https://panama.justia.com/federales/leyes/7-de-1961-jan-27-1961/gdoc/>

As clearly stipulated in the Civil Code, a fortuitous case must be an unforeseen, natural event. The incident that occurred in Wuhan, Hubei Province, the believed epicenter of SARS-CoV-2, was unforeseen but, despite unleashing a global pandemic, was caused by human error.

Bearing this in mind, let us now look at the problem from the perspective of the target company immersed in the merger or acquisition process today, during the pandemic. A common scenario is that sanitary restrictions imposed by the government of Panama to contain SARS-CoV-2 have compromised a target company's operations and financial wellbeing. As such, the buyer may want to terminate or at least renegotiate the as the merger or acquisition. However, there is a legal defense mechanism that the target company could cite. Article 34-D also addresses force majeure. It stipulates:

“Force Majeure is the situation caused by acts of man, which have not been possible to resist, such as acts of authority exercised by public officials.”

The author of this paper argues that the government's sanitary restrictions are acts of authority impossible to resist. It is clear that force majeure can apply as a valid legal argument in favor of the target company should the buyer wish to withdraw from the merger or acquisition agreement. However, just as English courts may be difficult to convince, force majeure cited in a Panamanian court may not be the magic formula, so to speak, that will prevent the withdrawal of the buyer.

This is an issue that generates conflicting legal opinions, and it is to be expected that in the coming years there will be an abundant number of judicial decisions that will undoubtedly be the object of study.

The Civil Code offers the target company the opportunity to cite force majeure, thus justifying financial losses and in turn deterring the buyer from pulling out of the agreement. However, the Civil Code also offers the buyer the opportunity to cite fortuitous case and therefore withdraw from the merger process or acquisition. A legal dilemma is presented, and the solution of which is far from being simple if legislation is not updated.

To overcome such ambiguity in Panamanian legislation, the author of paper advocates the recognition of the principle of material adverse change and in turn the adoption of MAC clauses as legal protection for the buyer.

Accordingly, the author of this paper also believes that if new legislation regarding mergers and acquisitions is drafted, it must demand sufficient evidence to support the conditions of material adverse change.

III. THE RELEVANCE OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) CRITERIA IN THE CORPORATE CONTEXT OF THE NEW REALITY.

United Kingdom

A. ESG legislation

Currently, legislation that regulates the topic of ESG criteria in the commercial context is not unified in one single legal body. To clarify, it is important to start with The UK Corporate Governance Code 2018 (the UKCGC),¹⁰ which contains the standards of corporate governance for long-term sustainable success, where integrity and transparency in the commercial sphere are essentially promoted. It has 18 principles of good governance and 41 provisions. It includes factors such as Board Leadership and Company Purpose, Division of Responsibilities, Composition, Succession and Evaluation, Audit, Risk and Internal Control, and Remuneration.¹¹

The author of this paper states that the spirit of the UKCGC, in addition to healthy corporate governance practices, focuses on positive relationships among shareholders and stakeholders, which exemplifies excellence and creates a corporate culture that produces positive synergies with the strategies of corporations to create value in the long term. Accordingly, diversity, succession and adequate remuneration are promoted in this code. In short, it can be said that the UKCGC represents a source of legal inspiration for other jurisdictions such as Panama who, after adapting the parameters established in this code to local legal reality and implementing what is enshrined by virtue of corporate practices of excellence, would enjoy a greater volume of foreign investment. On the other hand, in the Companies Act 2006, section 172¹² stipulates the following:

“Duty to promote the success of the company

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—

- (a) The likely consequences of any decision in the long term,*
- (b) The interests of the company's employees,*
- (c) The need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,*
- (d) The impact of the company's operations on the community and the environment,*
- (e) The desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and*
- (f) The need to act fairly as between members of the company”.*

The author of this paper believes that this legal extract fits within the ESG concept since the English legislator was able to demonstrate how the director of a company must conduct himself, being aware that their actions must be in good faith and be viewed from a long-term perspective. Decision making must transcend the traditional approach of profit maximization and cost control. We see that the spectrum referring to directors' decision-making is quite broad and covers situations that range from the interests of the company's employees up to the impact that the company's operations have on the community and the environment.

¹⁰ Financial Reporting Council. (2018, July). *THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE*. <https://www.frc.org.uk/>. <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>

¹¹ Idem.

¹² Parliament of the United Kingdom. (2021, September 20). *Companies Act 2006. Section 172*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172>

The Climate Change Act 2008¹³ makes it the duty of the Secretary of State to reduce the following greenhouse gases: carbon dioxide, methane, nitrous oxide, hydrofluorocarbons, perfluorocarbons, and sulfur hexafluoride. An 80% reduction on levels from 1990 must be reached by 2050. Similarly, it is relevant to highlight that in 2019, through The Climate Change Act 2008 (2050 Target Amendment) Order 2019, No.1056, the UK became the world's first major economy to pass a law to stop global warming by 2050. The ambitious goal is to bring UK greenhouse gas emissions to net-zero by 2050.¹⁴

The author of this paper believes that what is stated in this section shows the will of the UK government to have legislation that covers the issue of ESG criteria in the corporate context. Although legislation is not currently unified in one single legal body (a fact that will surely be corrected in the coming years), companies currently have a clear roadmap regarding what the development of their commercial activity should be in terms of ESG in the era of the new normal caused by SARS-CoV-2 and its variations.

Panama

Panama does not currently have legislation that unifies the topics of ESG criteria in a commercial context. However, it is essential to note that there is legislation that regulates specific points of the ESG criteria.

Agreement No. 12-2003 of November 11, 2003¹⁵ stipulates the guidelines and principles of good corporate governance by companies registered with the National Securities Commission (today called the Superintendency of the Securities Market. Through this norm, registered companies achieve balance, transparency and due representation of all groups of shareholders in directorial power, control and management of the companies, disclosure of information, and assignment of clear responsibilities under the principle of autonomy that the law affords companies with the objective of achieving efficiency and responsibility. Accordingly, this legal framework demands internal control systems that allow the execution of performance measures of business policies and objectives, an accounting system, and the submission of reliably managed reports.¹⁶

We see through these previously expressed lines that there are regulations to guide legal persons registered with the Superintendency of Securities of the Republic of Panama to adopt healthy corporate governance practices, which reassures investors that the company conducts itself transparently.

¹³ Parliament of the United Kingdom. (2008, November 26). *Climate Change Act 2008*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/en/ukpga/2008/27/contents>

¹⁴ Parliament of The United Kingdom. (2019, June 27). *The Climate Change Act 2008 (2050 Target Amendment) Order 2019*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2019/9780111187654/note>

¹⁵ The Republic Of Panama, Superintendency of the Securities Market. (2003, November 11). *Agreement No. 12-2003 of November 11, 2003*. Superintendency of the Securities Market. <https://supervalores.gob.pa/download/acuerdo-12-2003/#:~:text=Por%20el%20cual%20se%20recomiendan,se%20modifican%20los%20Acuerdos%20No.>

¹⁶ Idem.

AGREEMENT No. 005, 2011 (of September 20, 2011) of the Superintendency of Banks¹⁷ provides the provisions on corporate governance are updated based on official banks, general license banks, and international license banks. This legal standard stipulates the minimum corporate governance requirements with which banks must comply; for example, documents that establish corporate values, strategic objectives, codes of conduct, clear assignment of responsibilities and decision-making authorities, adequate system controls that include risk management functions independent of the business lines, among other checks and balances.¹⁸

Likewise, the Superintendent of Banks of the Republic of Panama stipulates provisions that define a clear path for banks regarding transparency and the materialization of their daily activities based on value and control systems, thus guaranteeing ethical behaviour within its operations.

Law 41 of 1st July, 1998 corresponds to the reforms approved by Law 18 of 2003, Law 44 of 2006, Law 65 of 2010 and Law 8 of 2015.¹⁹ Law 41 of 1st July, 1998 with its reforms, establishes the basic principles and standards for the protection, conservation and recovery of the environment, promoting the sustainable use of natural resources.²⁰

The author of this paper argues that it is time for Panama to assume a leadership position and update Law No. 32 of February 26, 1927²¹ (which regards corporations), incorporating into this regulatory framework profound reforms based on the ESG criteria. Aspects of UK legislation have been analyzed and the conclusion has been reached that the actions adopted by this sister sovereign nation can be emulated, providing clear legal norms that regulate ESG criteria depending on the actions of the companies. Reforms should be in virtue of global corporate trends, which will be analyzed in the next section of this paper, and the new normality caused by the SARS-CoV-2 and its variations. The country that comprehensively and quickly adapts the ESG criteria to its legislation will have a greater chance of attracting foreign investment, especially in these complex economic times.

B. Environmental, Social and Governance (ESG) due diligence on Mergers and Acquisitions in the era of the new reality.

¹⁷ The Republic Of Panama, the Superintendence of Banks. (2011, September 20). *AGREEMENT No. 005–2011 (of September 20, 2011) of the Superintendency of Banks*. Superintendency of Banks of Panama. https://www.superbancos.gob.pa/superbancos/documentos/leyes_y_regulaciones/acuerdos/2011/Acuerdo_5-2011.pdf

¹⁸ Idem.

¹⁹ The Republic Of Panama, National Assembly of Panama. (2016, October 4). *Law 41 of July 1, 1998, which corresponds to the reforms approved by Law 18 of 2003, Law 44 of 2006, Law 65 of 2010 and Law 8 of 2015*. Official Digital Gazette. https://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/28131_A/GacetaNo_28131a_20161004.pdf

²⁰ Idem.

²¹ The Republic Of Panama, National Assembly of Panama. (1927, February 26). *Law No. 32 of February 26, 1927. About Corporations*. Organization of American States. https://www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_pan_ley32.pdf

The author of this paper believes that due diligence of merger and acquisition processes in the era of the new normality will be focused on the level of compliance with the Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria and adequate analysis of the associated risks to these subjects. One of the elements to analyze within ESG risk, which will likely play a leading role both in the short and long term, is the level of impact on climate change generated by the target company of the merger or acquisition process. A fact that helps clarify doubts on this issue and traces a clear path of how the future is shaping up is that institutional investors (that is 3,826 signatories with about USD 121.3 trillion in assets under management by 2021)²² are part of the investors' initiative in collaboration with UNEP Finance Initiative and UN Global Compact, called: The Principles of Responsible Investment.²³ It is essential to note that this initiative establishes investment principles that offer concrete actions based on ESG criteria in investments made on a daily basis. Thus everyday concepts of valuation of the ESG criteria in target companies of a merger or acquisition process will be an area of vital importance to be analyzed by the interested party in the process.

In the podcast of the University of Oxford, Saïd Business School, How Capital Markets Can Take Sustainability to The Next Level, Richard Barker, Professor of Accounting, expresses the following: *"The first is that financial statements are historical. Investors are concerned with the future; they're concerned with future cash flows. Accounting records what has happened in the past and what the current rights and obligations of the reporting entity are, so if you take something like climate change, where we know have a dramatic global transition to net-zero by 2050 ahead of us, and one that hasn't happened yet, so we know there's going to be significant discontinuity. So not surprisingly, investors are increasingly calling for more sustainable information, not just climate, but ranging all the way to social inclusion and the reason they're calling for this sustainability information is because sustainability data is relevant to understanding the viability of business models, the corporate license to operate, and therefore the corporate capacity to create enterprise value."*²⁴ The above reaffirms that climate change is a genuine concern. The analysis of the target company in a merger or acquisition process in the present and the future transcends the financial and accounting aspect because investors require information about sustainability, social inclusion and its application depending on the operation of the target company to make investment decisions. There is no doubt that sustainability will be one of the critical elements that will contribute to the creation of value for the target company in the present and the future of operations of mergers and acquisitions.

On the other hand, it is also interesting to mention what was said in the podcast, Climate Rising, from Harvard Business School, where Robert Litterman, Risk Committee Chairman at Kepos Capital and former head of risk at Goldman Sachs expressed the following referring to risk management: *"The purpose of risk management is not to minimize risk, but to make sure we were getting paid appropriately for taking that risk. And that really is the fundamental problem in both*

²² Principles for Responsible Investment. (2020). *PRI growth 2006-2021*. <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

²³ *What are the Principles for Responsible Investment?* (2006). PRI. Principles for Responsible Investment. <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

²⁴ Barby, C (Host). (2020-present) Leadership in Extraordinary Times, How capital markets can take sustainability to the next level [Audio podcast]. University of Oxford, Saïd Business School. <https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/how-capital-markets-can-take-sustainability-next-level>

the coronavirus case and climate change. We're not pricing the risk, okay. And if you don't price the risk, you take too much risk. With respect to climate risk, what does it mean for investors? We're not pricing the risk. In fact, the incentives globally go strongly in the wrong direction. We're actually subsidizing fossil fuel production and consumption globally around the world."²⁵

Although the main point of the paragraph is risk management and the proportional economic remuneration in virtue of it, the paragraph constitutes an irrefutable fact that climate change has gone from being an eminently scientific and academic issue to a real risk that is taken into account today in the corporate world.

Likewise, Kevin Stiroh, executive vice president of the Federal Reserve Bank of New York expressed the following in his podcast: *"In the last few years, we have seen a growing focus of central banks on the financial risks related to climate change. Within the Federal Reserve, Governor Brainard has detailed how climate change impacts all of our key objectives and responsibilities, including monetary policy, financial stability, supervision and regulation, consumer affairs, and the payment system."*²⁶ In this issue, reference is not only made to the private sector, but it also reflects the importance assigned by the public or government sector to climate change and how it affects the central objectives of the Federal Reserve Bank of New York. Based on what is expressed in this section, we see a unified position from both the public and private sectors that climate change is a problem that we must urgently face.

The author of this paper defines ESG Due Diligence for Risk Management in a merger or acquisition process as the level of risk assumed by the interested company in carrying out the corporate restructuring process in the face of possible adverse situations that may arise in virtue of issues relating to the ESG criteria of the target company. These risks extend from the moment the corporate restructuring process begins until the merger or acquisition transaction between the parties or companies is finalized.

Delving deeper into the virtue of ESG due diligence in a merger or acquisition process, to assess the risk accurately the following should be considered:

Environmental: Some of the elements that should be analyzed are: Use of limited natural resources for production; the efficiency of strategies for the use of energy; measurement of efficiency based on the use of water and wastewater treatment, especially in places where this vital resource is not abundant; quantification of the degree of pollution caused in the air, water and land; waste management; assessment of the efficiency of the recycling policy; evaluation of the ability to adapt to new environmental performance legislation.²⁷

²⁵ Toffel, M. (Host) (2020/7/7). Financial Regulation and Climate Risk Management. (No.4) [Audio podcast episode]. In Climate Rising. Business Environment Initiative at Harvard Business School. <https://www.hbs.edu/environment/podcast/Pages/podcast-details.aspx?episode=15116819>

²⁶ Idem.

²⁷ ESG (Environmental, Social and Governance). (2021, March 15). Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/esg-environmental-social-governance/>

Social: Through due diligence of social criteria, the relationship of the target company with its environment is dimensioned. In this sense, the factors to be analyzed are the following: the supply chain and the working conditions within it; evaluation of compliance with human rights such as not using child labour or practices related to modern slavery, measurement of compliance with the industrial safety standards of the workers, and the evaluation of the impact in the communities where the productive activity takes place; quantification of the level of consumer satisfaction; assessment of the safety of manufactured products.²⁸

Governance: Through due diligence of the governance criteria, how the target company operates under the board of directors' leadership is analyzed. The factors evaluated are: measurement of ESG risks in the management process; demographic diversity of the board of directors; evaluation of anti-corruption and anti-bribery policies; measurement of political contribution and lobbying records; assessment of the diversity policy in managerial positions; quantification of whistle blower protection policies based on inappropriate corporate actions; evaluation of the succession plan or corporate succession; quantification of the effectiveness of the ESG risk management plan; evaluation of internal audit to avoid inappropriate accounting practices and level compliance with the accounting parameters accepted by the jurisdictions where it operates; assessment of the business compensation system.

However, ESG due diligence of mergers and acquisitions in the new normality have a certain degree of complexity for the following reason:

The absence of legislation that establishes the parameters for measuring and interpreting ESG criteria for both private and public sectors.

To evaluate actors currently engaged in the measurement of ESG criteria, scores from 0 (being the most severe) to 10 are awarded. The minimum score to achieve in the ESG Leaders Index is 3. MSCI ESG Leaders Indexes are free float-adjusted market capitalization weighted indexes designed to represent the performance of companies that have high ESG ratings relative to their sector to ensure the inclusion of the best-in-class companies from an ESG perspective.²⁹

The Sustainability Accounting Standards Board (SASB) provides standards allowing disclosure of companies of relevant financial information to investors in the sustainability area. These standards focus on the identification of problems based on ESG criteria for the financial performance of 77 different industries.³⁰ The Financial Stability Board (FSB) created The Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD) in order to provide climate-related financial risk disclosures for companies, banks, and investors when providing information to stakeholders.³¹ The Global Reporting Initiative (GRI), through The Global Sustainability Standards Board (GSSB), is

²⁸ *Idem*.

²⁹ Hayes, A. (2021, February 11). *MSCI ESG Ratings*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/msci-esg-ratings-5111990>

³⁰ *Standards Overview*. (2018). SASB. <https://www.sasb.org/standards/>

³¹ *TCFD – TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES*. (2015). UN environment programme/ finance initiative. <https://www.unepfi.org/climate-change/tcfd/>

responsible for stipulating globally accepted standards for sustainability reporting.³² The World Economic Forum, International Business Council (IBC) conceived the Stakeholder Capitalism Metrics with the purpose that companies align their mainstream reporting on performance against ESG indicators and to track their contributions towards the SDGs on a consistent basis. It is essential to specify that the metrics are based on existing standards which have short-term objectives and whose purpose is to accelerate the convergence between leading private standard-setters and provide greater comparability and consistency in how disclosure reports on ESG are presented.³³

The author of this paper believes that not all the target companies of a merger or acquisition process have the information organized and available so that the interested company can evaluate the level of compliance with the ESG criteria. Every day the difference will be more noticeable between the target companies whose board of directors did not make any effort to adapt the operation of the business to comply with ESG criteria and the target companies whose board of directors invested the time and resources to ensure that the operation of the business and that each of its sections or departments comply with the ESG criteria. Consequently, this will be the difference between the creation of value or not.

And compliance as well as good ESG ratings by the target company will render the company more attractive to potential investors and be one of the essential elements for the interested company when deciding whether or not to proceed with the merger or acquisition.

IV. CONCLUSION

The author of this paper believes that Panama should modernize the legal framework that currently regulates this type of commercial operation since SARS-CoV-2 and its variations have evidenced the need to provide better legal tools to reduce risk for the parties involved in this type of corporate restructuring. In particular, Article 34-D (Modified by Article 1 of Law 7 of 27th January 1961, published in the Official Gazette 14,318, 27th January 1961), where the fortuitous case and force majeure are exposed, should be addressed.

This is particularly pertinent having examined the actions of the UK regarding updates made to The Enterprise Act 2002 (Specification of Additional Section 58 Consideration) Order 2020; such updates recognized the considerations of public interest. The author of this paper believes that Panama is able to emulate this type of action and make a joint effort between the Minister of Health and the Minister of Commerce and Industries by conceiving a regulatory framework that would avoid the acquisition or merger of vulnerable target companies dedicated to supplying public and private hospitals with necessary medicines and medical equipment to combat the disastrous effects of the public health crisis caused by SARS-CoV-2 and its variations.

³² *Global Sustainability Standards Board*. (2016). Global Reporting Initiative. <https://www.globalreporting.org/about-gri/governance/global-sustainability-standards-board/>

³³ *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. (2020, September 22). World Economic Forum. <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>

After analyzing the UK's legislation, Panama and The Principles for Responsible Investment, it can be concluded that ESG criteria constitute a structural change in the paradigm of sustainability. In the short and long term, target companies, which better manage the risk of ESG criteria based on the development of their daily business activity, will be more attractive and offer substantial value in a merger and acquisition process.

Financial information pertaining to the target company in a corporate restructuring process, be it merger or acquisition, continues to be of vital importance for the decision-making process by investors. Likewise, a high level of compliance with the ESG criteria by the target company and the development of adequate ESG due diligence on the part of the interested company will be the foundations on which the creation of value in merger and acquisition processes of the present and the future will be built.

V. REFERENCES

1. Taleb, N, N. (Host).Taleb, N, N. (Producer). (2008).Black Swan [Video podcast]. FORA.tv. <https://longnow.org/>
2. Schwartz A. (2010) at 813 referring to Fuld, J. 'Some Practical Aspects of a Merger' (1947) 60 Harvard Law Review 1092.
3. Cicarella, J. 'Wake of Death: How the Current MAC Standard Circumvents the Purpose of the MAC Clause' (2007) 57(2) Case Western Reserve Law Review at 423–424. See also, Manns, J., and Anderson, R. IV, 'The Merger Agreement Myth' (2013) 98 Cornell Law Review at 1143, 1153; Miller, R. 'The Economics of Deal Risk: Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements' (2009) 50 William and Mary Law Review 2007 at 2012.
4. Tufano, P (Host). (2020-present) Leadership in Extraordinary Times / The reshaping of the mergers and acquisitions market. [Audio podcast]. University of Oxford, Saïd Business School. <https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/reshaping-mergers-and-acquisitions-market-0>
5. The UK Takeover Panel, 'The City Code on Takeovers and Mergers' Rule 13.5. (INVOKING CONDITIONS AND PRE- CONDITIONS) <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=7Nov2019>> accessed 1 February 2021.
6. IN THE HIGH COURT OF JUSTICE QUEEN'S BENCH DIVISION COMMERCIAL COURT. Royal Courts of Justice Strand, London, WC2A 2LL. (2013, April). *England and Wales High Court (Commercial Court) Decisions* ([2013] EWHC 1039 (Comm) England and Wales High Court (Commercial Court) Decisions. <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2013/1039.html>
7. Parliament of the United Kingdom. (2020, June 23). *The Enterprise Act 2002 (Specification of Additional Section 58 Consideration) Order 2020 and shall come into force on the day after the day on which it is laid before Parliament*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2020/627/contents/made>
8. Parliament of the United Kingdom. (2020, June 23). *The Enterprise Act 2002 (Share of Supply) (Amendment) Order 2020*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2020/9780348208795/article/2>

9. Law 7 of 27 January 1961. BY WHICH PROVISIONS OF THE FIRST BOOK OF THE CIVIL CODE ARE SUBROGATED. (1961, January). Republic of Panama, National Assembly.
<https://panama.justia.com/federales/leyes/7-de-1961-jan-27-1961/gdoc/>
10. Financial Reporting Council. (2018, July). *THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE*. <https://www.Frc.Org.Uk/>. /<https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>
11. Parliament of the United Kingdom. (2021, September 20). *Companies Act 2006*. Section 172. Legislation.Gov.Uk.
<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172>
12. Parliament of the United Kingdom. (2008, November 26). *Climate Change Act 2008*. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/en/ukpga/2008/27/contents>
13. Parliament of the United Kingdom. (2019, June 27). *The Climate Change Act 2008 (2050 Target Amendment) Order 2019*. Legislation.Gov.Uk.
<https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2019/9780111187654/note>
14. The Republic Of Panama, Superintendency of the Securities Market. (2003, November 11). *Agreement No. 12–2003 of November 11, 2003*. Superintendency of The Securities Market.
<https://supervalores.gob.pa/download/acuerdo-12-2003/#:~:text=Por%20el%20cual%20se%20recomiendan,se%20modifican%20los%20Acuerdos%20No>
15. The Republic Of Panama. The Superintendence of Banks. (2011, September 20) *AGREEMENT No. 005–2011 (of September 20, 2011) of the Superintendency of Banks*. Superintendence of Banks of Panama.
https://www.superbancos.gob.pa/superbancos/documentos/leyes_y_regulaciones/acuerdos/2011/Acuerdo_5-2011.pdf
16. The Republic Of Panama, National Assembly of Panama. (2016, October 4). *Law 41 of July 1, 1998, which corresponds to the reforms approved by Law 18 of 2003, Law 44 of 2006, Law 65 of 2010 and Law 8 of 2015*. Official Digital Gazette.https://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/28131_A/GacetaNo_28131a_20161004.pdf
17. The Republic Of Panama, National Assembly of Panama. (1927, February 26) *Law. No. 32 of February 26, 1927. About Corporations*. Organization of American States.
https://www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_pan_ley32.pdf
18. Principles for Responsible Investment. (2020). *PRI growth 2006-2021*.
<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>
19. *What are the Principles for Responsible Investment?* (2006). PRI. Principles for Responsible Investment. <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
20. Barby, C (Host). (2020-present) Leadership in Extraordinary Times, How capital Markets can take sustainability to the next level [Audio podcast]. University of Oxford, Saïd Business School.
<https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/how-capital-markets-can-take-sustainability-next-level>
21. Toffel, M. (Host) (2020/7/7). Financial Regulation and Climate Risk Management.

- (No.4) [Audio podcast episode]. In Climate Rising. Business Environment Initiative at Harvard Business School.
<https://www.hbs.edu/environment/podcast/Pages/podcast-details.aspx?episode=15116819>
22. *ESG (Environmental, Social and Governance)*. (2021, March 15). Corporate Finance Institute.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/esg-environmental-social-governance/>
23. Hayes, A. (2021, February 11). *MSCI ESG Ratings*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/msci-esg-ratings-5111990>
24. *Standards Overview*. (2018). SASB. <https://www.sasb.org/standards/>
25. *TCFD – TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES*. (2015). UN environment programme/ finance initiative.
<https://www.unepfi.org/climate-change/tcfid/>
26. *Global Sustainability Standards Board*. (2016). Global Reporting Initiative.
<https://www.globalreporting.org/about-gri/governance/global-sustainability-standards-board/>
27. *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. (2020, September 22). World Economic Forum.
<https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>

Repercusiones de la Pandemia causada por Sars-Cov-2 y sus variantes en la Legislación de Fusiones y Adquisiciones en Reino Unido y Panamá, así como la relevancia de los criterios ambientales, sociales y de Gobernanza en el contexto corporativo de la nueva normalidad

Juan Armengol

Universidad Católica Santa María La Antigua (USMA)

Facultad de Derecho y Ciencias Políticas. Panamá

[*argolcliente@gmail.com*](mailto:argolcliente@gmail.com)

Recepción: 20 de noviembre de 2021

Aceptación: 30 de noviembre de 2021

RESUMEN

El SARS-CoV-2 y sus variaciones han estimulado significativamente cambios en la legislación que regula los procesos de fusiones y adquisiciones en el Reino Unido (UK). Este artículo analiza los aspectos legales del cambio adverso material (MAC), así como su uso en fusiones y adquisiciones y la nueva legislación creada para resistir cualquier efecto adverso de la pandemia en las operaciones de reestructuración corporativa en el Reino Unido. Adicionalmente, este artículo aborda la posibilidad de desarrollar un nuevo marco legal que regule los procesos de fusiones y adquisiciones en Panamá. Examina el marco legal actual que regula el tema de los criterios ESG en el contexto comercial en el Reino Unido y Panamá. Por último, el artículo expone la necesidad de que Panamá emule la visión y las acciones legales progresistas del Reino Unido. Finalmente, concluye con la importancia de la debida diligencia ESG y el cumplimiento por parte de la empresa objetivo. Estos criterios ESG son elementos centrales para la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones.

PALABRAS CLAVES

Activos, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, COVID-19, Cambio climático, Cambio adverso material(MAC), Cisne negro, Clasificación MSCI ESG Consejo Empresarial Internacional (IBC) Criterios Ambientales, sociales y de gobernanza (ESG),Contextos, Debida diligencia ESG, Debida diligencia ESG para la gestión de riesgo, El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), El Grupo de Trabajo sobre divulgación de información financiera relacionada con el clima (TCFD),Fusiones y Adquisiciones(M&A) Gestión de riesgos, La Junta de Estándares Globales de Sostenibilidad (GSSB), La Junta de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB),Ofertas Zombie, Podcast, SARS-CoV2.

INTRODUCCIÓN

Este artículo medirá el impacto de la pandemia del SARS-CoV-2 en el contexto de las fusiones y adquisiciones. Asimismo, explorará el concepto de Cambio Adverso Material (MAC) en el Reino Unido (UK) y su uso en procesos de reestructuración empresarial. Además, se analizará la nueva legislación sobre fusiones y adquisiciones en el Reino Unido. Se estudiarán las evidencias de la necesidad de concebir dicha legislación en la República de Panamá (Panamá). Para concluir, se evaluará una nueva forma de realizar la debida diligencia y la importancia de los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en los procesos de fusiones y adquisiciones en función de la nueva realidad.

Según el Dr. Nassim Nicholas Taleb, el SARS-CoV-2 y sus variaciones son un "cisne negro"³⁴ (un evento difícil de predecir pero predecible retrospectivamente). Como tal, las partes actualmente inmersas en un proceso de reestructuración corporativa que tiene discrepancias legales como resultado de la pandemia causada por el SARS-CoV-2 (la pandemia) tienen pocas opciones con respecto al uso de principios legales como lo son el caso fortuito y la fuerza mayor.

I. LA INFLUENCIA DEL SARS-CoV-2 Y SUS VARIACIONES EN LA LEGISLACIÓN QUE REGULA LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES (M&A).

Reino Unido

A. Cambio adverso material (MAC) en fusiones y adquisiciones.

Antes de continuar, es importante definir primero qué es una "cláusula de cambio material adverso". Esta cláusula se utiliza en el Reino Unido en procesos de fusiones y adquisiciones. Sus orígenes en la literatura académica se evidencian desde aproximadamente 1940³⁵. La cláusula de cambio adverso material (cláusula MAC) se introduce en ciertas fusiones y adquisiciones. Es esencialmente un mecanismo de transferencia de riesgo entre las partes, que protege al comprador al otorgarle el derecho a abandonar la transacción antes de su finalización. En las fusiones y adquisiciones públicas, la incorporación de la cláusula MAC ha sido, y muy probablemente seguirá siendo, una práctica común cuando el comprador hace una oferta por la empresa objetivo³⁶. Sin embargo, aunque la cláusula MAC no se usó comúnmente en adquisiciones privadas en el Reino Unido, se anticipa que su inclusión se

³⁴ Taleb, N, N. (Anfitrión). Taleb, N, N. (Productor). (2008). Cisne Negro [Video podcast]. FORA.tv.

<https://longnow.org/>

³⁵ Schwartz, A.(2010) at 813 refiriendo a Fuld, J. Algunos Aspectos Prácticos de la Fusión' (1947) 60 Harvard Revisión de la ley 1092.

³⁶ Cicarella, J. "Despertar de La Muerte: cómo el estándar MAC actual evita el propósito de la cláusula MAC" (2007) 57 (2) Case Western Reserve Law Review en 423-424. Ver también, Manns, J. y Anderson, R. IV, El Mito del Acuerdo de Fusión' (2013) 98 Cornell Revisión de Ley en 1143, 1153; Miller, R. 'La Economía del Riesgo de Acuerdos': Asignación de riesgo a través de cláusulas MAC en el acuerdo de combinación de negocios' (2009) 50 William and Mary Law Review 2007 en 2012.

convertirá en una tendencia creciente en adquisiciones privadas debido a la incertidumbre económica causada por la pandemia.

Como explica el Dr. Timothy Galpin,, profesor titular de la Escuela de Negocios Saïd, las fusiones y adquisiciones que comenzaron antes de la pandemia han quedado atrapadas entre la etapa de firma y el cierre de la transacción y, por lo tanto, se han transformado en “ofertas zombies” que caen en un limbo.³⁷

El autor de este artículo sostiene que, aunque la cláusula MAC puede parecer la llave maestra que abre todas las cerraduras y distribuye el riesgo entre las partes interesadas, en la práctica, el comprador que pretenda invocar la cláusula MAC debe tener en cuenta que los tribunales ingleses no serán fáciles de convencer. La carga de la prueba debe ser abundante, no solo limitada a la situación financiera de la empresa objetivo. El comprador debe probar el vínculo causal entre cambio y adversidad. Esto significa que es de suma importancia demostrar que el cambio citado efectivamente ha producido adversidad. Sobre todo, el comprador debe demostrar que la empresa objetivo ha sufrido la adversidad durante un período prolongado. Este último punto es de especial interés y se desarrollará en la sección B de este documento.

En el Reino Unido, la terminación de los procesos públicos de reestructuración corporativa se rige de acuerdo con las disposiciones del Código de adquisición de la ciudad (el "Código"), que estipula las limitaciones circunstanciales mediante las cuales el oferente puede solicitar la terminación de las fusiones o adquisiciones. Los motivos para invocar la terminación de la transacción deben ser de "importancia material" para el oferente. Asimismo, cabe mencionar que el Panel de Adquisición (el Panel) es reacio a permitir que los postores se adhieran a la cláusula MAC, excepto en circunstancias extraordinarias. Para aclarar, el autor de este documento cita el Código de Adquisición de la Ciudad, Regla 13. CONDICIONES PREVIAS EN ANUNCIOS DE OFERTA FIRME Y CONDICIONES DE OFERTA. 13.5 (CONDICIONES DE INVOCACIÓN Y CONDICIONES PREVIAS):

“(a) Un oferente solo podrá invocar una condición o condición previa para que la oferta no proceda, caduque o se retire con el consentimiento del Panel. El anuncio de oferta en firme y el documento de oferta deben incorporar un lenguaje que refleje adecuadamente este requisito. Normalmente, el Panel sólo dará su consentimiento si las circunstancias que dan lugar al derecho a invocar la condición o condición previa son de importancia material para el oferente en el contexto de la oferta. Esto será juzgado por referencia a los hechos de cada caso en el momento en que surjan las circunstancias relevantes.

(b) Lo siguiente no estará sujeto a la Regla 13.5 (a):

³⁷ Tufano, P (Anfitrión). (2020-presente) Liderazgo en tiempos extraordinarios / La remodelación del mercado de fusiones y adquisiciones. [Podcast de audio]. Universidad de Oxford, Escuela de Negocios Saïd. <https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/reshaping-mergers-and-acquisitions-market-0>

- (i) la condición de aceptación (ver Reglas 9.3 y 10.1);
 - (ii) una condición relativa a la aprobación de un plan de acuerdo por los accionistas de la sociedad oferente o a la sanción del régimen por el órgano jurisdiccional;
 - (iii) cuando el oferente proponga financiar la contraprestación en efectivo mediante la emisión de nuevos valores, una condición requerida por la Regla 13.4 (b);
 - (iv) cuando se ofrezcan valores como contraprestación, una condición necesaria para dar efecto a un requisito legal o reglamentario relacionado con la emisión, cotización y / o admisión a negociación de esos valores (véase la Nota sobre la Regla 13.4);
 - (v) una condición requerida para dar efecto a un requisito legal o reglamentario, o un requisito de los estatutos del oferente (o equivalente), para que los accionistas del oferente aprueben la implementación de la oferta;
 - (vi) un término relacionado con la fecha de finalización prolongada de una oferta contractual (pero consulte los requisitos separados de las Reglas 12.1 y 12.2);
 - (vii) una condición relacionada con una fecha de finalización prolongada de un esquema de arreglo o una fecha específica para la cual deben celebrarse las juntas de accionistas o la audiencia de sanción judicial (véanse las Secciones 3 (b) y (c) del Apéndice 7 y también la requisitos separados de la Sección 3 (g) del Apéndice 7); y
 - (viii) cualquier otra condición o condición previa que el Panel haya acordado no estará sujeta a la Regla 13.5 (a) en las circunstancias particulares.
- (c) El anuncio de oferta en firme y el documento de oferta deben indicar qué condiciones y, en el caso de un anuncio de oferta en firme, las condiciones previas no están sujetas a la Regla 13.5 (a).
- (d) El anuncio de oferta en firme y el documento de oferta deben indicar que cualquier condición o, en el caso de un anuncio de oferta en firme, la condición previa sujeta a la Regla 13.5.a) podrá ser renunciada por el oferente.³⁸

B. Jurisprudencia sobre cambio adverso material (MAC) relacionados con la situación financiera.

Sirva como ejemplo el caso [2013] EWHC 1039 (Comm), presentado en El Tribunal Superior de Justicia División de la Sala de la Reina Tribunal Comercial. Tribunales de Justicia Strand, Londres, WC2A 2LL³⁹.

³⁸ El Panel de Adquisiciones del Reino Unido, "El Código de la Ciudad sobre Adquisiciones y Fusiones" Regla 13.5. (INVOCACIÓN DE CONDICIONES Y CONDICIONES PREVIAS). <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=7Nov2019>>

³⁹ EN EL TRIBUNAL SUPERIOR DE JUSTICIA TRIBUNAL COMERCIAL DE LA DIVISIÓN DE BANCO DE LA REINA. Tribunales Reales de Justicia Strand, Londres, WC2A 2LL. (2013, abril). Decisiones del Tribunal Superior de Inglaterra y Gales (Tribunal de Comercio) ([2013] EWHC 1039 (Comm)). Decisiones del Tribunal Superior de Inglaterra y Gales (Tribunal Comercial). <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2013/1039.html>

La disputa se origina entre Grupo Hotelero Urvasco S.A. ("GHU"), empresa española dedicada a la industria hotelera, y Carey Value Added, S.L. ("Carey"), cuyas inversiones están centralizadas en la industria hotelera. Es importante señalar que Carey tuvo reconvencción y presentó una denuncia contra Grupo Urvasco S.A. ("GU") como garante.

GHU era el prestatario y Carey el prestamista. GU fue el garante. El proyecto era para el desarrollo de un hotel y apartamentos en el antiguo edificio Marconi, que se encuentra en la esquina de Aldwych y Strand en el centro de Londres.

La disputa entre GHU y Carey surgió porque la materialización del proyecto de hotel y apartamentos se llevó a cabo a nombre de Urvasco Ltd, filial inglesa de GHU y cuya posición en el proyecto era la de desarrollador. En 2007, GHU enfrentó dificultades para aumentar la financiación bancaria. Se firmaron varios acuerdos entre GHU y Carey, y en caso de que estos acuerdos siguieran su curso, Carey adquiriría la propiedad bajo un Acuerdo de Compra de Acciones sujeto a un arrendamiento posterior a GHU con una opción de recompra siete años después. GHU reclamó daños por £ 71.38M ya que, argumentó, que, si no se hubiera detenido la financiación del contrato de préstamo, el proyecto de hotel y vivienda se habría materializado de acuerdo con lo acordado. Sin embargo, Carey respondió que no incumplió porque no tenía la obligación de seguir prestando dinero. GHU no cumplió con las condiciones del contrato de préstamo y Carey reclamó a GHU la suma de 55,4 millones de euros a pagar por adelantado en función del acuerdo de préstamo con GU que está en garantía.

Sin lugar a dudas, dados los montos monetarios y la complejidad de este caso, El Tribunal Superior de Justicia División de la Sala de la Reina Tribunal Comercial, tuvo la complicada tarea de administrar justicia una vez analizadas todas las pruebas. Además, Carey no pudo evidenciar un cambio adverso material derivado de la situación financiera de GHU. Sin embargo, Carey logró demostrar que se había producido un cambio adverso material en la situación financiera de GU, el garante. Sin embargo, GU no presentó dicha reclamación en virtud de la condición financiera en la fecha en que GHU se retiró. En consecuencia, El Tribunal Superior de Justicia División de la Sala de la Reina Tribunal Comercial, dictaminó que no se había producido ningún cambio material adverso, pero Carey pudo dilucidar que se había producido un evento separado de incumplimiento.

La sentencia en este caso aclara que se puede argumentar un cambio adverso material en función de la situación financiera de una empresa. La columna vertebral del elemento probatorio para demostrar esta condición se basa en la situación financiera de la empresa específicamente en el período relevante para el caso. Sin embargo, en esta ocasión fue posible extender el plazo. De esta manera, de ser apropiado, se podrían incluir otras pruebas para ayudar a fortalecer la posición de la parte que pretende probar el cambio material adverso. Es importante señalar que la posición del tribunal se basó claramente en el hecho de

que el cambio adverso no puede ocurrir temporalmente. El autor de este artículo cree que esto sienta un precedente para los casos que surgen ahora, durante la pandemia.

II. LEGISLACIÓN SOBRE FUSIONES Y ADQUISICIONES (M&A) RESULTANTES DE LA PANDEMIA CAUSADA POR SARS-CoV-2 Y SUS VARIANTES.

Reino Unido

La Ley de Empresas de 2002 se actualizó mediante la Orden 2020⁴⁰ con la inclusión de la Sección adicional 58, Artículo 2. La sección adicional estipula las consideraciones de interés público ("capacidad para combatir y mitigar los efectos de las emergencias de salud pública"). Además, el Secretario de Estado tiene el derecho de emitir un "Aviso de Intervención de Interés Público" ("PIIN") en estos casos la Autoridad de Competencia y Mercados ("CMA") tiene instrucciones para iniciar el proceso de una investigación sobre una situación de fusión relevante. A su vez, esto transfiere el control de la revisión de la fusión al Secretario de Estado, quien luego tiene la autoridad para bloquear la situación de fusión relevante y / o imponer compromisos y soluciones.

La Orden de 2020 de la Ley de Empresas de 2002 (Participación de la oferta) (Enmienda)⁴¹ enmienda la sección 23A. De la Ley de Empresas de 2002, incluyendo sectores relevantes adicionales y limitando el ámbito de acción. Los tres sectores agregados son inteligencia artificial, tecnología de autenticación criptográfica y materiales avanzados. Es fundamental resaltar que esta enmienda contempla el desarrollo, suministro e investigación de los bienes que se encuentran dentro de los epígrafes delimitados. Por otro lado, en el caso de materiales avanzados, también incluye tener propiedad intelectual y suministrar o compartir conocimientos sobre cualquier material que se utilice en el proceso de producción o fabricación de materiales avanzados.

El autor de este trabajo sostiene que estas enmiendas evidencian las acciones de un gobierno que adapta rápidamente su legislación siguiendo los requerimientos de los tiempos, con claridad en la visión de futuro, velando siempre por la protección de la salud y seguridad del país, como así como de cada uno de sus ciudadanos.

Panamá

⁴⁰ Parlamento del Reino Unido. (2020, 23 de junio). La Ley de Empresas de 2002 (Especificación de la consideración adicional del artículo 58) Orden de 2020 y entrará en vigor el día siguiente al día en que se presente ante el Parlamento. Legislación Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2020/627/contents/made>

⁴¹ Parlamento del Reino Unido. (2020, 23 de junio). Ley de empresas de 2002 (Cuota de Suministro) (Enmienda) Orden de 2020. Legislation.Gov.Uk. <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2020/9780348208795/article/2>

A. La aplicación del caso fortuito y fuerza mayor como instrumentos legales para atender el COVID-19 y sus variantes en procesos de fusiones y adquisiciones (M&A).

Lamentablemente, Panamá no ha actualizado la legislación sobre fusiones y adquisiciones antes o durante la pandemia, y las corporaciones que iniciaron el proceso de fusión o adquisición antes de la pandemia se encuentran en una situación precaria debido a la falta de legislación que ayude a aclarar posibles controversias.

Si la empresa interesada no desea continuar con la fusión o adquisición debido a que la empresa objetivo se ha visto afectada negativamente por la pandemia, es posible que se enfrenten a graves dificultades legales, ya que no existe una legislación que atienda los problemas derivados de la pandemia. Desde que comenzó la pandemia, el gobierno panameño a veces ha cerrado sectores enteros de la economía y en ocasiones ha impuesto restricciones a sectores enteros de la economía. Obviamente, los cierres y las restricciones han hecho que sea increíblemente difícil, si no imposible, generar ventas. La situación financiera de muchas empresas objetivo se ha visto comprometida, devaluando las empresas y poniendo en riesgo la fusión o adquisición. Uno de los pocos mecanismos legales actuales a los que podría recurrir la empresa interesada para apelar la terminación de la fusión o adquisición en Panamá es el caso fortuito. El caso fortuito se define en el Código Civil de Panamá, artículo 34-D (Modificado por el artículo 1 de la Ley 7 de 27 de enero de 1961⁴², publicada en la Gaceta Oficial 14.318 del 27 de enero de 1961) como:

"Es un caso fortuito, el que proviene de acontecimientos de la naturaleza que no hayan podido ser previstos, como un naufragio, un terremoto, una conflagración y otros de igual o parecida índole".

Como se estipula claramente en el Código Civil, un caso fortuito debe ser un evento natural imprevisto. El incidente que ocurrió en Wuhan, Provincia de Hubei, el supuesto epicentro del SARS-CoV-2, fue imprevisto.

Teniendo esto en cuenta, veamos ahora el problema desde la perspectiva de la empresa objetivo inmersa en el proceso de fusión o adquisición hoy, durante la pandemia. Un escenario común es que las restricciones sanitarias impuestas por el gobierno de Panamá para contener el SARS-CoV-2 han comprometido las operaciones y el bienestar financiero de la empresa objetivo. Como tal, la empresa interesada puede querer rescindir o al menos renegociar la fusión o adquisición. Sin embargo, existe un mecanismo de defensa legal que la empresa objetivo podría citar. El artículo 34-D también aborda la fuerza mayor. Estipula:

"Fuerza mayor es la situación producida por hechos del hombre, a los cuales no haya sido posible resistir, tales como los actos de autoridad ejercidos por funcionarios públicos".

El autor de este artículo sostiene que las restricciones sanitarias del gobierno son actos de autoridad imposibles de resistir. Está claro que la fuerza mayor puede aplicarse como un argumento legal válido a favor de la empresa objetivo si la empresa interesada desea

⁴² Ley 7 de 27 de enero de 1961. POR LA CUAL SE SUBROGAN DISPOSICIONES DEL PRIMER LIBRO DEL CÓDIGO CIVIL. (1961, enero). República de Panamá, Asamblea Nacional.
<https://panama.justia.com/federales/leyes/7-de-1961-jan-27-1961/gdoc/>

retirarse del acuerdo de fusión o adquisición. Sin embargo, así como los tribunales ingleses pueden ser difíciles de convencer, la fuerza mayor citada en un tribunal panameño puede no ser la fórmula mágica, por así decirlo, que evitará el retiro de la empresa interesada.

Este es un tema que genera opiniones jurídicas contradictorias, y es de esperar que en los próximos años haya un número abundante de decisiones judiciales que sin duda serán objeto de estudio.

El Código Civil ofrece a la empresa objetivo la oportunidad de citar caso de fuerza mayor, lo que justifica las pérdidas económicas y, a su vez, tratar de disuadir a la empresa interesada de retirarse del trato. Sin embargo, el Código Civil también ofrece a la empresa interesada la oportunidad de citar caso fortuito y por lo tanto retirarse del proceso de fusión o adquisición. Existe un dilema legal, cuya solución no es nada fácil si no se actualiza la legislación.

Para superar tal ambigüedad en la legislación panameña, el autor del artículo aboga por el reconocimiento del principio de cambio adverso material y a su vez la adopción de cláusulas MAC como protección legal para la empresa interesada.

En consecuencia, el autor de este documento también cree que, si se redacta una nueva legislación sobre fusiones y adquisiciones, se debe exigir evidencia suficiente para respaldar las condiciones del cambio adverso material.

III. LA RELEVANCIA DE LOS CRITERIOS AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBERNANZA (ESG) EN EL CONTEXTO CORPORATIVO DE LA NUEVA REALIDAD.

Reino Unido

A. Legislación ESG

Actualmente, la legislación que regula el tema de los criterios ESG en el contexto comercial no está unificada en un solo cuerpo legal. Para aclarar, es importante comenzar con el Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido 2018 (UKCGC)⁴³, que contiene los estándares de gobierno corporativo para el éxito sostenible a largo plazo, donde se promueve esencialmente la integridad y la transparencia en la esfera comercial. Tiene 18 principios de buen gobierno y 41 provisiones. Incluye factores como Board Leadership and Company Purpose, Division of Responsibilities, Composición, Sucesión y Evaluación, Auditoría, Riesgo y Control Interno, y Remuneración⁴⁴.

El autor de este artículo afirma que el espíritu del UKCGC, además de prácticas saludables de gobierno corporativo, se enfoca en las relaciones positivas entre accionistas y participantes, lo que ejemplifica la excelencia y crea una cultura corporativa que produce sinergias positivas con las estrategias de las corporaciones para crear valor a largo plazo. En

⁴³ Consejo de Información Financiera. (Julio de 2018). EL CÓDIGO DE GOBIERNO CORPORATIVO DEL REINO UNIDO. <https://www.Frc.Org.Uk/>. <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>

⁴⁴ Ídem.

consecuencia, en este código se promueve la diversidad, la sucesión y la adecuada retribución. En definitiva, se puede decir que el UKCGC representa una fuente de inspiración legal para otras jurisdicciones como Panamá que, luego de adecuar los parámetros establecidos en este código a la realidad jurídica local e implementar lo consagrado en virtud de prácticas corporativas de excelencia, gozaría de un mayor volumen de inversión extranjera.

Por otro lado, en la Ley de Sociedades de 2006, sección 172⁴⁵ estipula lo siguiente:

“Deber de promover el éxito de la empresa

(1) El director de una empresa debe actuar de la manera que considere, de buena fe, que tendría más probabilidades de promover el éxito de la empresa en beneficio de sus miembros en su conjunto, y al hacerlo, tener en cuenta (entre otros asuntos) a—

(a) las probables consecuencias de cualquier decisión a largo plazo,

(b) los intereses de los empleados de la empresa,

(c) la necesidad de fomentar las relaciones comerciales de la empresa con proveedores, clientes y otros,

(d) el impacto de las operaciones de la empresa en la comunidad y el medio ambiente,

(e) la conveniencia que la empresa mantenga una reputación de altos estándares de conducta empresarial, y

(f) la necesidad de actuar con equidad entre los miembros de la empresa”.

El autor de este trabajo cree que este extracto legal se enmarca dentro del concepto ESG ya que el legislador inglés supo demostrar cómo debe comportarse el director de una empresa, siendo consciente que sus acciones deben ser de buena fe y ser vistas desde una perspectiva de a largo plazo. La toma de decisiones debe trascender el enfoque tradicional de maximización de utilidades y control de costes. Vemos que el espectro referente a la toma de decisiones de los directores es bastante amplio y cubre situaciones que van desde los intereses de los empleados de la empresa hasta el impacto que las operaciones de la empresa tienen en la comunidad y el medio ambiente.

La Ley de Cambio Climático de 2008⁴⁶ establece que es deber del Secretario de Estado reducir los siguientes gases de efecto invernadero: dióxido de carbono, metano, óxido nitroso, hidrofluorocarbonos, perfluorocarbonos y hexafluoruro de azufre. Se debe alcanzar una reducción del 80% en los niveles a partir de 1990 para 2050. De manera similar, es relevante resaltar que en 2019, a través de la Ley de Cambio Climático de 2008 (Enmienda de la Meta de 2050) Orden 2019, No 1056, el Reino Unido se convirtió en la primera gran economía del mundo en aprobar una ley para detener el calentamiento global para 2050. El

⁴⁵ Parlamento del Reino Unido. (2021, 20 de septiembre). Ley de Sociedades de 2006. Sección 172. Legislación. Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172>

⁴⁶ Parlamento del Reino Unido. (2008, 26 de noviembre). Ley de Cambio Climático de 2008. Legislación. Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/en/ukpga/2008/27/contents>

ambicioso objetivo es llevar las emisiones de gases de efecto invernadero del Reino Unido a cero- neto para el 2050⁴⁷.

El autor de este artículo cree que lo que se indica en esta sección muestra la voluntad del gobierno del Reino Unido, de tener una legislación que cubra el tema de los criterios ESG en el contexto empresarial. Si bien actualmente la legislación no está unificada en un solo cuerpo legal (hecho que seguramente se corregirá en los próximos años), las empresas tienen en la actualidad una hoja de ruta clara sobre cuál debe ser el desarrollo de su actividad comercial en materia de ESG en la era de la nueva normalidad causada por el SARS-CoV-2 y sus variaciones.

Panamá

Panamá no cuenta actualmente con una legislación que unifique los temas de los criterios ESG en un contexto comercial. Sin embargo, es fundamental tener en cuenta que existe una legislación que regula puntos específicos de los criterios ESG.

El Acuerdo No. 12-2003 de 11 de noviembre de 2003⁴⁸ establece las guías y principios de buen gobierno corporativo de las sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores, hoy Superintendencia del Mercado de Valores. A través de esta norma, las sociedades registradas logran equilibrio, transparencia y representación de todos los grupos de accionistas en el poder directivo, control y gestión de las sociedades, divulgación de información y asignación de responsabilidades claras bajo el principio de autonomía que la ley otorga a las sociedades con el objetivo de lograr eficiencia y responsabilidad. De igual forma, este marco legal exige sistemas de control interno que permitan la ejecución de medidas de desempeño de las políticas y objetivos comerciales, un sistema de contabilidad y la presentación de informes gestionados de manera confiable⁴⁹.

Vemos a través de estas líneas previamente expresadas que existen regulaciones para orientar a las personas jurídicas registradas en la Superintendencia de Valores de la República de Panamá a adoptar prácticas saludables de gobierno corporativo, lo que asegura a los inversionistas que la empresa se conduce de manera transparente.

ACUERDO No. 005,2011 (de 20 de septiembre de 2011) de la Superintendencia de Bancos⁵⁰ actualiza las disposiciones sobre gobierno corporativo en función de bancos oficiales, bancos de licencia general y bancos de licencia internacional. Esta norma legal estipula los requisitos mínimos de gobierno corporativo que deben cumplir los bancos; por

⁴⁷ Parlamento del Reino Unido. (2019, 27 de junio). Ley de Cambio Climático de 2008 (Enmienda de la Meta 2050) Orden 2019. Legislación. Gobierno del Reino Unido.

<https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2019/9780111187654/note>

⁴⁸ República de Panamá, Superintendencia del Mercado de Valores. (2003, 11 de noviembre). Acuerdo No. 12-2003 de 11 de noviembre de 2003. Superintendencia del Mercado de Valores.

<https://supervalores.gob.pa/download/acuerdo-12-2003/#:~:text=Por%20el%20cual%20se%20recomiendan,se%20modifican%20los%20Acuerdos%20No.>

⁴⁹ Ídem.

⁵⁰ República de Panamá, Superintendencia de Bancos. (2011, 20 de septiembre). ACUERDO No. 005-2011 (de 20 de septiembre de 2011) de la Superintendencia de Bancos. Superintendencia de Bancos de Panamá.

https://www.superbancos.gob.pa/superbancos/documentos/leyes_y_regulaciones/acuerdos/2011/Acuerdo_5-2011.pdf

ejemplo, documentos que establezcan valores corporativos, objetivos estratégicos, códigos de conducta, asignación clara de responsabilidades y autoridades para la toma de decisiones, controles adecuados del sistema que incluyan funciones de gestión de riesgos independientes de las líneas de negocio, entre otros controles y contrapesos⁵¹.

De la misma manera, la Superintendencia de Bancos de la República de Panamá estipula disposiciones que definen un camino claro para los bancos en materia de transparencia y materialización de sus actividades diarias basadas en sistemas de valor y control, garantizando así un comportamiento ético dentro de sus operaciones.

La Ley 41 de 1 de julio de 1998 corresponde a las reformas aprobadas por la Ley 18 de 2003, Ley 44 de 2006, Ley 65 de 2010 y Ley 8 de 2015⁵². La Ley 41 de 1 de julio de 1998 con sus reformas, establece los principios y normas básicas para la protección, conservación y recuperación del medio ambiente, promoviendo el uso sostenible de los recursos naturales⁵³.

El autor de este artículo sostiene que es hora de que Panamá asuma una posición de liderazgo y actualice la Ley No. 32 de 26 de febrero de 1927⁵⁴ (que se refiere a las Sociedades Anónimas), incorporando en este marco regulatorio reformas profundas con base en los criterios ESG. Aspectos de la legislación de Reino Unido se han analizado y se ha concluido que las acciones tomadas por esta hermana nación soberana pueden ser emuladas, proporcionando normas legales claras que regulen los criterios ESG en función del desempeño de las sociedades. Las reformas deben basarse en función de las tendencias corporativas globales, que serán analizadas en la siguiente sección de este documento, y la nueva normalidad causada por el SARS-CoV-2 y sus variaciones. El país que adapte de manera integral y rápida los criterios ESG a su legislación tendrá mayores posibilidades de atraer inversión extranjera, especialmente en estos tiempos económicos complejos.

B. Debida diligencia ambiental, social y de gobernanza (ESG) sobre fusiones y adquisiciones en la era de la nueva realidad.

El autor de este artículo considera que la debida diligencia de los procesos de fusiones y adquisiciones en la era de la nueva normalidad estará enfocada al nivel de cumplimiento de los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG) y al análisis adecuado de los riesgos asociados a estos temas. Uno de los elementos a analizar dentro del riesgo ESG, que probablemente tendrá un papel protagonista tanto a corto como a largo plazo, es el nivel de impacto en el cambio climático que genera la empresa objetivo del proceso de fusión o adquisición. Un hecho que ayuda a aclarar dudas sobre este tema y traza un camino claro de cómo se perfila el futuro, es que los inversores institucionales (es decir, 3.826 signatarios

⁵¹ Ídem.

⁵² República de Panamá, Asamblea Nacional de Panamá. (2016, 4 de octubre). Ley 41 de 1 de julio de 1998, que corresponde a las reformas aprobadas por Ley 18 de 2003, Ley 44 de 2006, Ley 65 de 2010 y Ley 8 de 2015. Gaceta Oficial Digital.

https://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/28131_A/GacetaNo_28131a_20161004.pdf

⁵³ Ídem.

⁵⁴ República de Panamá, Asamblea Nacional de Panamá. (1927, 26 de febrero). Ley Núm. 32 de 26 de febrero de 1927. Sobre Sociedades Anónimas. Organización de Estados Americanos

https://www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_pan_ley32.pdf

con unos 121,3 trillones de dólares en activos bajo gestión en el 2021)⁵⁵ forman parte de la iniciativa de los inversores en colaboración con la Iniciativa Financiera del UNEP y el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, denominado:

Los Principios para la inversión responsable⁵⁶. Es fundamental señalar que esta iniciativa establece principios de inversión que ofrecen acciones concretas basadas en criterios ESG en las inversiones que se realizan en el día a día. Así, los conceptos cotidianos de valoración de los criterios ESG en las empresas objetivo de un proceso de fusión o adquisición serán un área de vital importancia a ser analizada por la parte interesada en el proceso.

En el podcast de la Universidad de Oxford, Escuela de Negocios Saïd, Cómo los Mercados de Capitales pueden llevar la Sostenibilidad al Siguiente Nivel, Richard Barker, profesor de contabilidad, expresa lo siguiente: *"La primera es que los estados financieros son históricos. Los inversionistas están preocupados por el futuro; están preocupados por los flujos de efectivo futuros. La contabilidad registra lo que ha sucedido en el pasado y cuáles son los derechos y obligaciones actuales de la entidad informante, por lo que si se toma algo como el cambio climático, donde sabemos que habrá una transición global dramática a neto cero para 2050 por delante de nosotros, y uno que aún no ha sucedido, por lo que sabemos que habrá una discontinuidad significativa. Por lo tanto, no es sorprendente que los inversores estén pidiendo cada vez más información más sostenible, no solo sobre el clima, sino que abarque todo el camino a la inclusión social y la razón por la que piden esta información de sostenibilidad es porque los datos de sostenibilidad son relevantes para comprender la viabilidad de los modelos de negocio, la empresa La licencia para operar y, por lo tanto, la capacidad corporativa para crear valor empresarial⁵⁷".* Lo anterior reafirma que el cambio climático es una preocupación genuina. El análisis de la empresa objetivo en un proceso de fusión o adquisición en el presente y el futuro trasciende el aspecto financiero y contable porque los inversionistas requieren información sobre sustentabilidad, inclusión social y su aplicación en función de la operación de la empresa objetivo para la toma de decisiones de inversión. No cabe duda de que la sostenibilidad será uno de los elementos críticos que contribuirá a la creación de valor para la empresa objetivo en el presente y futuro de las operaciones de fusiones y adquisiciones.

Por otro lado, también es interesante mencionar lo dicho en el podcast, Aumento Climático, de La Escuela de Negocios de Harvard, donde Robert Litterman, presidente del Comité de Riesgos de Kepos Capital y exjefe de riesgo de Goldman Sachs expresó lo siguiente refiriéndose al riesgo gestión: *"El propósito de la gestión de riesgos no es minimizar el*

⁵⁵ Principios de inversión responsable. (2020). Crecimiento del PRI 2006-2021. <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

⁵⁶ ¿Cuáles son los principios de inversión responsable? (2006). PRI. Principios de inversión responsable. <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

⁵⁷ Barby, C (Anfitrión). (2020-presente) Liderazgo en tiempos extraordinarios, Cómo los mercados de capitales pueden llevar la sostenibilidad al siguiente nivel [Audio podcast]. Universidad de Oxford, Escuela de Negocios Saïd. <https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/how-capital-markets-can-take-sustainability-next-level>

riesgo, sino asegurarnos que nos pagan adecuadamente por asumir ese riesgo. Y ese es realmente el problema fundamental tanto en el caso del coronavirus como en el cambio climático. No estamos valorando el riesgo, está bien. Y si no se fija el precio del riesgo, se corre demasiado riesgo. Con respecto al riesgo climático, ¿qué significa para los inversionistas? No estamos poniendo precio al riesgo. De hecho, los incentivos a nivel mundial van fuertemente en la dirección equivocada. De hecho, estamos subvencionando la producción y el consumo de combustibles fósiles en todo el mundo.”⁵⁸

Si bien el punto principal del párrafo es la gestión del riesgo y la retribución económica proporcional en virtud del mismo, el párrafo constituye un hecho irrefutable de que el cambio climático ha pasado de ser una cuestión eminentemente científica y académica a un riesgo real que se tiene en cuenta hoy en día en el mundo corporativo.

Asimismo, Kevin Stiroh, vicepresidente ejecutivo del Banco de la Reserva Federal de Nueva York expresó lo siguiente en su podcast: *“En los últimos años, hemos visto un creciente enfoque de los bancos centrales en los riesgos financieros relacionados con el cambio climático. Dentro de la Reserva Federal, el gobernador Brainard ha detallado cómo el cambio climático impacta todos nuestros objetivos y responsabilidades claves, incluida la política monetaria, la estabilidad financiera, la supervisión y regulación, los asuntos del consumidor y el sistema de pagos”⁵⁹*. En esta edición no solo se hace referencia al sector privado, sino que también refleja la importancia que le asigna el sector público o gubernamental al cambio climático y cómo este afecta los objetivos centrales del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. En función de lo expresado en este apartado, vemos una posición unificada tanto del sector público como del privado de que el cambio climático es un problema que debemos enfrentar con urgencia.

El autor de este trabajo define la Debida Diligencia ESG para la Gestión de Riesgos en un proceso de fusión o adquisición como el nivel de riesgo que asume la empresa interesada en llevar a cabo el proceso de reestructuración corporativa ante posibles situaciones adversas que puedan surgir en virtud de cuestiones relacionadas con los criterios ESG de la empresa objetivo. Estos riesgos se extienden desde el inicio del proceso de reestructuración societaria hasta que finaliza la operación de fusión o adquisición entre las partes o empresas.

Profundizando en la virtud de la diligencia debida ESG en un proceso de fusión o adquisición, para evaluar el riesgo con precisión, se debe considerar lo siguiente:

Ambiental: Algunos de los elementos que deben analizarse son: Uso de recursos naturales limitados para la producción; la eficiencia de las estrategias de uso de la energía; medición de la eficiencia basada en el uso de agua y tratamiento de aguas residuales, especialmente en

⁵⁸ Toffel, M. (Anfitrión) (2020/7/7). Regulación Financiera y Gestión de Riesgos Climáticos. (No.4) [Episodio de podcast de audio]. En Aumento Climático. Iniciativa de entorno empresarial en La Escuela de Negocios de Harvard. <https://www.hbs.edu/environment/podcast/Pages/podcast-details.aspx?episode=15116819>

⁵⁹ Ídem.

lugares donde este recurso vital no es abundante; cuantificación del grado de contaminación causada en el aire, el agua y la tierra; gestión de residuos; evaluación de la eficiencia de la política de reciclaje; evaluación de la capacidad de adaptación a la nueva legislación sobre desempeño ambiental⁶⁰.

Social: A través de la debida diligencia de criterios sociales, se dimensiona la relación de la empresa objetivo con su entorno. En este sentido, los factores a analizar son los siguientes: la cadena de suministro y las condiciones de trabajo dentro de ella; evaluación del cumplimiento de los derechos humanos como la no utilización de trabajo infantil o prácticas relacionadas con la esclavitud moderna, medición del cumplimiento de los estándares de seguridad industrial de los trabajadores, y evaluación del impacto en las comunidades donde se desarrolla la actividad productiva; cuantificación del nivel de satisfacción del consumidor; evaluación de la seguridad de los productos manufacturados.⁶¹

Gobernanza: A través de la debida diligencia de los criterios de gobernanza, se analiza cómo opera la empresa objetivo bajo el liderazgo de la junta directiva. Los factores evaluados son: medición de riesgos ESG en el proceso de gestión; diversidad demográfica de la junta directiva; evaluación de políticas anticorrupción y anti soborno; medición de la contribución política y los registros de cabildeo; evaluación de la política de diversidad en puestos directivos; cuantificación de políticas de protección de denunciantes basadas en acciones corporativas inapropiadas; evaluación del plan de sucesión o sucesión corporativa; cuantificación de la eficacia del plan de gestión de riesgos ESG; evaluación de la auditoría interna para evitar prácticas contables inapropiadas y nivel de cumplimiento de los parámetros contables aceptados por las jurisdicciones donde opera; evaluación del sistema de compensación empresarial.

Sin embargo, la debida diligencia ESG de las fusiones y adquisiciones en la nueva normalidad tiene un cierto grado de complejidad por la siguiente razón:

Escasez de legislación internacional que establezca los parámetros para medir e interpretar los criterios ESG tanto para el sector público como para el privado.

Para evaluar a los actores que actualmente participan en la medición de los criterios ESG, se otorgan puntuaciones de 0 (siendo el más severo) a 10. El puntaje mínimo para lograr en el índice de líderes ESG es 3. Los índices MSCI ESG Leaders son índices ponderados de capitalización de mercado ajustados por flotación libre diseñados para representar el desempeño de las empresas que tienen altas calificaciones de ESG en relación con su sector para garantizar la inclusión de los mejores- empresas de su clase desde una perspectiva ESG⁶².

⁶⁰ ESG (Ambiental, Social y Gobernanza). (2021, 15 de marzo). Instituto de Finanzas Corporativas. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/esg-environmental-social-governance/>

⁶¹ Ídem.

La Junta de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB) proporciona estándares que permiten la divulgación de la información financiera relevante de las empresas a los inversores en el área de la sostenibilidad. Estos estándares se enfocan en la identificación de problemas basados en criterios ESG para el desempeño financiero de 77 industrias diferentes⁶³. La Junta de Estabilidad Financiera (FSB) creó el Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD) con el fin de proporcionar divulgaciones de riesgos financieros relacionados con el clima para empresas, bancos e inversionistas al proporcionar información a las partes interesadas⁶⁴. La Iniciativa Mundial de Presentación de Informes (GRI), a través de la Junta de Estándares Globales de Sostenibilidad (GSSB), es responsable de estipular los estándares aceptados a nivel mundial para los informes de sostenibilidad⁶⁵. El Foro Económico Mundial, el Consejo Empresarial Internacional (IBC) concibió las Métricas de Capitalismo de las Partes Interesadas con el propósito de que las empresas alineen sus informes generales sobre el desempeño con los indicadores ESG y realicen un seguimiento de sus contribuciones hacia los ODS de manera constante. Es esencial especificar que las métricas se basan en estándares existentes que tienen objetivos a corto plazo y cuyo propósito es acelerar la convergencia entre los principales emisores de estándares privados y proporcionar una mayor comparabilidad y consistencia en la forma en que se presentan los informes de divulgación sobre ESG⁶⁶.

El autor de este trabajo considera que no todas las empresas objetivo de un proceso de fusión o adquisición tienen la información organizada y disponible para que la empresa interesada pueda evaluar el nivel de cumplimiento de los criterios ESG. Cada día será más notoria la diferencia entre las empresas objetivo cuyo consejo de administración no hizo ningún esfuerzo por adaptar el funcionamiento del negocio para cumplir con los criterios ESG y las empresas objetivo cuyo consejo de administración invirtió el tiempo y los recursos para asegurar que el funcionamiento del negocio y que cada una de sus secciones o departamentos cumpla con los criterios ESG. En consecuencia, esta será la diferencia entre la creación de valor o no.

Y el cumplimiento, así como las buenas calificaciones ESG por parte de la empresa objetivo, harán que la empresa sea más atractiva para los posibles inversores y será uno de los

⁶² Hayes, A. (2021, 11 de febrero). Calificaciones MSCI ESG. Investopedia. . <https://www.investopedia.com/msci-esg-ratings-5111990>

⁶³ Visión general de las normas. (2018). SASB. <https://www.sasb.org/standards/>

⁶⁴ TCFD - GRUPO DE TRABAJO SOBRE DIVULGACIONES FINANCIERAS RELACIONADAS CON EL CLIMA. (2015) Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente / Iniciativa Financiera. <https://www.unepfi.org/climate-change/tcfd/>

⁶⁵ Junta de Estándares Globales de Sostenibilidad. (2016). Iniciativa de informe global. <https://www.globalreporting.org/about-gri/governance/global-sustainability-standards-board/>

⁶⁶ Medición del capitalismo de las partes interesadas: Hacia Métricas Comunes e Informes Coherentes de Creación de Valor Sostenible. (2020, 22 de septiembre). Foro Económico Mundial. <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>

elementos esenciales para la empresa interesada a la hora de decidir si procede o no con la fusión o adquisición.

IV. CONCLUSIÓN

El autor de este trabajo considera que Panamá debe modernizar el marco legal que actualmente regula este tipo de operación comercial ya que el SARS-CoV-2 y sus variaciones han evidenciado la necesidad de brindar mejores herramientas legales para reducir el riesgo de las partes involucradas en este tipo de situaciones de reestructuración corporativa. En particular, conviene abordar el artículo 34-D (Modificado por el artículo 1 de la Ley 7 de 27 de enero de 1961, publicada en Gaceta Oficial 14.318, de 27 de enero de 1961), donde se exponen el caso fortuito y fuerza mayor.

Esto es particularmente pertinente después de haber examinado las acciones del Reino Unido, con respecto a las actualizaciones realizadas a la Ley de Empresas de 2002 (Especificación de la consideración adicional de la Sección 58) Orden 2020; dichas actualizaciones reconocen las consideraciones de interés público. El autor de este artículo cree que Panamá es capaz de emular este tipo de acciones y hacer un esfuerzo conjunto entre el Ministro de Salud y el Ministro de Comercio e Industrias al concebir un marco regulatorio que evite la adquisición o fusión de empresas objetivo vulnerables dedicadas a suministrar a los hospitales públicos y privados los medicamentos y equipos médicos necesarios para combatir los efectos desastrosos de la crisis de salud pública provocada por el SARS-CoV-2 y sus variaciones.

Después de analizar la legislación del Reino Unido, Panamá y Los Principios para la Inversión Responsable, se puede concluir que los criterios ESG constituyen un cambio estructural en el paradigma de la sostenibilidad. A corto y largo plazo, las empresas objetivo, que gestionen mejor el riesgo de criterios ESG en función del desarrollo de su actividad empresarial diaria, serán más atractivas y ofrecerán un valor sustancial en un proceso de fusión y adquisición.

La información financiera de la empresa objetivo en un proceso de reestructuración corporativa, ya sea de fusión o adquisición, sigue siendo de vital importancia para la toma de decisiones por parte de los inversionistas. Asimismo, un alto nivel de cumplimiento de los criterios ESG por parte de la empresa objetivo y el desarrollo de la debida diligencia ESG adecuada por parte de la empresa interesada serán los cimientos sobre los que la creación de valor en los procesos de fusión y adquisición del presente y del futuro se construirá.

V. REFERENCIAS

1. Taleb, N, N. (Anfitrión). Taleb, N, N. (Productor). (2008). Cisne Negro [Video podcast]. FORA.tv. <https://longnow.org/>

2. Schwartz, A.(2010) at 813 refiriendo a Fuld, J. ' Algunos Aspectos Prácticos de la Fusión' (1947) 60 Harvard Revisión de la ley 1092.

3. Cicarella, J. "Despertar de La Muerte: cómo el estándar MAC actual evita el propósito de la cláusula MAC" (2007) 57 (2) Case Western Reserve Law Review en 423–424. Ver también, Manns, J. y Anderson, R. IV, 'El Mito del Acuerdo de Fusión' (2013) 98 Cornell Revisión de Ley en 1143, 1153; Miller, R. 'La Economía del Riesgo de Acuerdos': Asignación de riesgo a través de cláusulas MAC en el acuerdo de combinación de negocios' (2009) 50 William and Mary Law Review 2007 en 2012.

4. Tufano, P (Anfitrión). (2020-presente) Liderazgo en tiempos extraordinarios / La remodelación del mercado de fusiones y adquisiciones. [Podcast de audio]. Universidad de Oxford, Escuela de Negocio Saïd. <https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/reshaping-mergers-and-acquisitions-market-0>

5. El Panel de Adquisiciones del Reino Unido, "El Código de la Ciudad sobre Adquisiciones y Fusiones" Regla 13.5. (INVOCACIÓN DE CONDICIONES Y CONDICIONES PREVIAS)

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=7Nov2019>

6. EN EL TRIBUNAL SUPERIOR DE JUSTICIA TRIBUNAL COMERCIAL DE LA DIVISIÓN DE BANCO DE LA REINA. Tribunales Reales de Justicia Strand, Londres, WC2A 2LL. (2013, abril). Decisiones del Tribunal Superior de Inglaterra y Gales (Tribunal de Comercio) ([2013] EWHC 1039 (Comm)). Decisiones del Tribunal Superior de Inglaterra y Gales (Tribunal Comercial). <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2013/1039.html>

7. Parlamento del Reino Unido. (2020, 23 de junio). La Ley de Empresas de 2002 (Especificación de la consideración adicional del artículo 58) Orden de 2020 y entrará en vigor el día siguiente al día en que se presente ante el Parlamento. Legislación Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2020/627/contents/made>

8. Parlamento del Reino Unido. (2020, 23 de junio). Ley de empresas de 2002 (Cuota de Suministro) (Enmienda) Orden de 2020. Legislation.Gov.Uk.

<https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2020/9780348208795/article/2>

9. Ley 7 de 27 de enero de 1961. POR LA CUAL SE SUBROGAN DISPOSICIONES DEL PRIMER LIBRO DEL CÓDIGO CIVIL. (1961, Enero). República de Panamá, Asamblea Nacional. <https://panama.justia.com/federales/leyes/7-de-1961-jan-27-1961/gdoc/>

10. Consejo de Información Financiera. (Julio de 2018). EL CÓDIGO DE GOBIERNO CORPORATIVO DEL REINO UNIDO. <https://www.frc.org.uk/>. <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>

11. Parlamento del Reino Unido. (2021, 20 de septiembre). Ley de Sociedades de 2006. Sección 172. Legislación. Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172>

12. Parlamento del Reino Unido. (2008, 26 de noviembre). Ley de Cambio Climático de 2008. Legislación. Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/en/ukpga/2008/27/contents>
13. Parlamento del Reino Unido. (2019, 27 de junio). Ley de Cambio Climático de 2008 (Enmienda de la Meta 2050) Orden 2019. Legislación. Gobierno del Reino Unido. <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2019/9780111187654/note>
14. República de Panamá, Superintendencia del Mercado de Valores. (2003, 11 de noviembre). Acuerdo No. 12-2003 de 11 de noviembre de 2003. Superintendencia del Mercado de Valores. <https://supervalores.gob.pa/download/acuerdo-12-2003/#:~:text=Por%20el%20cual%20se%20recomiendan,se%20modifican%20los%20Acuerdos%20No>
15. República de Panamá, Superintendencia de Bancos. (2011, 20 de septiembre). ACUERDO No. 005-2011 (de 20 de septiembre de 2011) de la Superintendencia de Bancos. Superintendencia de Bancos De Panamá. https://www.superbancos.gob.pa/superbancos/documentos/leyes_y_regulaciones/acuerdos/2011/Acuerdo_5-2011.pdf
16. República de Panamá, Asamblea Nacional de Panamá. (2016, 4 de octubre). Ley 41 de 1 de julio de 1998, que corresponde a las reformas aprobadas por Ley 18 de 2003, Ley 44 de 2006, Ley 65 de 2010 y Ley 8 de 2015. Gaceta Oficial Digital. https://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/28131_A/GacetaNo_28131a_20161004.pdf
17. República de Panamá, Asamblea Nacional de Panamá. (1927, 26 de febrero). Ley Núm. 32 de 26 de febrero de 1927. Sobre Sociedades Anónimas. Organización de Estados Americanos https://www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_pan_ley32.pdf
18. Principios de inversión responsable. (2020). Crecimiento del PRI 2006-2021. <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>
19. ¿Cuáles son los principios de inversión responsable? (2006). PRI. Principios de inversión responsable. <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
20. Barby, C (Anfitrión). (2020-presente) Liderazgo en tiempos extraordinarios, Cómo los mercados de capitales pueden llevar la sostenibilidad al siguiente nivel [Audio podcast]. Universidad de Oxford, Escuela de Negocios Saïd. <https://www.sbs.ox.ac.uk/oxford-answers/how-capital-markets-can-take-sustainability-next-level>
21. Toffel, M. (Anfitrión) (2020/7/7). Regulación Financiera y Gestión de Riesgos Climáticos. (No.4) [Episodio de podcast de audio]. En Aumento de Climático. Iniciativa de entorno empresarial en La Escuela de Negocios de Harvard. <https://www.hbs.edu/environment/podcast/Pages/podcast-details.aspx?episode=15116819>
22. ESG (Ambiental, Social y Gobernanza). (2021, 15 de marzo). Instituto de Finanzas Corporativas.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/esg-environmental-social-governance/>

23. Hayes, A. (2021, 11 de febrero). Calificaciones MSCI ESG. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/msci-esg-ratings-5111990>

24. Visión general de las normas. (2018). SASB. <https://www.sasb.org/standards/>

25. TCFD - GRUPO DE TRABAJO SOBRE DIVULGACIONES FINANCIERAS RELACIONADAS CON EL CLIMA. (2015) Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente / Iniciativa Financiera. <https://www.unepfi.org/climate-change/tcfd/>

26. Junta de Estándares Globales de Sostenibilidad. (2016). Iniciativa de informe global. <https://www.globalreporting.org/about-gri/governance/global-sustainability-standards-board/>

27. Medición del capitalismo de las partes interesadas: Hacia Métricas Comunes e Informes Coherentes de Creación de Valor Sostenible. (2020, 22 de septiembre). Foro Económico Mundial. <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>