



FACULTAD DE DERECHO

EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS

Aproximación conceptual al desarrollo, concepción actual y perspectivas de futuro del seguro de manifestaciones y garantías.

Autor: Iñigo Sánchez Zurdo

5º E3 C

Derecho Mercantil

Tutor: Abel Benito Veiga Copo

Introducción:

En un contexto máxima transaccionalidad a nivel histórico, el Derecho Mercantil ha centrado su atención en solventar las distintas problemáticas que pueden surgir en estas operaciones.

De entre las soluciones desarrolladas, destaca el seguro de manifestaciones y garantías que en apenas una década ha pasado de ser una *rara avis* a un elemento casi consustancial a los contratos de compraventas de empresas, debido a la protección que confiere a las partes y a flexibilidad que confiere a estas para acomodar la póliza a las características propias de la operación para la que se suscriba, incluso a través de garantías sintéticas.

Se proyectan sobre el seguro de manifestaciones y garantías las problemáticas de la asimetría de la información propias de cualquier seguro, además de algunas particulares de este tipo de pólizas, obligando a las aseguradoras a implementar una serie de mecanismos para evitar sufrir los perjuicios de la asimetría.

El nivel de implantación del que gozan estas pólizas en las operaciones privadas, no se ha obtenido en las operaciones de tipo público. Si bien la razón para ello estriba en las especiales condiciones de este tipo de empresas, se plantea y analiza la idoneidad de la proyección de esta tipología de seguro a las operaciones que incluyan a sociedades cotizadas o SPACs.

Palabras clave: seguro de manifestaciones y garantías, garantías sintéticas, fusiones y adquisiciones, asimetría de la información, SPAC.

Abstract:

In a context of all time-high M&A activity, Corporate Law has been heavily focused in solving the different obstacles that may arise within these operations.

The representation and warranty insurance stands out amongst the different developed instruments that have been developed. Over the last decade it has become consubstantial to M&A transactions due to the protection it provides to both parties as well as the ability to precisely define the extent of the insurance policy to the specifics of the operation, even though synthetic warranties.

However, the information asymmetry problems that arise in any insurance policy, as well as some that are specific of the representation and warranty insurance. As a result, insurers must make sure that enough protection mechanisms are in place to avoid suffering the damages of the asymmetry.

Public operations have barely made use of the representation and warranty insurance as of yet in comparison to private operations. Although public companies have a special legal regime given their characteristics, the suitability of the representation and warranty insurance for transactions in which public companies or even SPACs are involved is analyzed.

Keywords: representation and warranty insurance, synthetic warranties, M&A, public companies, SPAC.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	CONSIDERACIONES PREVIAS	3
2.1.	Las declaraciones de manifestaciones y garantías.....	3
2.1.1.	<i>Aproximación al concepto.....</i>	<i>3</i>
2.1.2.	<i>Marco conceptual de las manifestaciones y de las garantías.....</i>	<i>4</i>
2.1.3.	<i>Clasificación de los distintos tipos de manifestaciones</i>	<i>8</i>
2.1.4.	<i>Marco legal</i>	<i>10</i>
2.2.	Otros instrumentos para hacer frente a los riesgos propios de las operaciones de compraventa de empresas.	11
3.	EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS.....	14
3.1.	Origen, desarrollo histórico y situación actual	14
3.2.	Naturaleza y aproximación al concepto	16
3.3.	Principal clasificación del seguro de manifestaciones y garantías. El seguro suscrito por el comprador como supuesto más habitual.....	18
3.4.	El contenido del seguro de manifestaciones y garantías.....	21
3.4.1.	<i>La no asegurabilidad de los riesgos respecto de los que el comprador haya adquirido conocimiento en el proceso de negociación de la compraventa.</i>	<i>21</i>
3.4.2.	<i>Clasificación de las pólizas habitualmente incorporadas a los seguros de manifestaciones y garantías.....</i>	<i>23</i>
3.5.	Las exclusiones como mecanismo limitativo de la responsabilidad asumida por la entidad aseguradora.....	25
3.5.1.	<i>Exclusiones relativas a aspectos de especial interés en la empresa objeto de adquisición.....</i>	<i>25</i>
3.5.2.	<i>Exclusiones derivadas de la actuación de las partes.....</i>	<i>26</i>
3.5.3.	<i>Límites cuantitativos de la responsabilidad asumida por la aseguradora</i>	<i>27</i>
3.6.	La protección de lo imprevisible. El impacto de la pandemia COVID-19 en el seguro de manifestaciones y garantías.....	29
3.6.1.	<i>Los seguros de manifestaciones y garantías suscritos con carácter previo a la pandemia.....</i>	<i>30</i>
3.6.2.	<i>El seguro de manifestaciones y garantías pospandemia.....</i>	<i>33</i>

4.	LA PROYECCIÓN DE LA ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN EN EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS.....	36
4.1.	La selección adversa.....	36
4.2.	El riesgo moral.....	39
4.3.	Credibilidad de los compromisos asumidos por la parte vendedora.....	40
4.4.	El impacto desigual de los efectos derivados de la asimetría de la información en los participantes del seguro de manifestaciones y garantías.....	41
5.	EL FUTURO DEL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS.....	43
5.1.	Las amenazas futuras para el seguro de manifestaciones y garantías.....	43
5.2.	Reestructuración del proceso tradicional de M&A.....	44
5.3.	La aceptación de garantías sintéticas.....	46
5.3.1.	<i>Aproximación al concepto.....</i>	46
5.3.2.	<i>Ventajas e inconvenientes en relación con el seguro de manifestaciones y garantías estándar</i> 47	
6.	EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS EN OPERACIONES PÚBLICAS	49
6.1.	La inutilización del seguro de manifestaciones y garantías en la adquisición de compañías públicas. Particularidades de las empresas cotizadas.....	49
6.1.1.	<i>La ausencia de recursos posoperación y la cláusula “Material Adverse Change”</i> .	49
6.1.2.	<i>La publicación periódica de información de las empresas cotizadas.....</i>	52
6.1.3.	<i>La mayor relevancia de las empresas cotizadas y el consecuente impacto en el riesgo moral.....</i>	53
6.2.	La extensión del seguro de manifestaciones y garantías a la adquisición de compañías públicas.....	53
6.3.	Las SPAC y el seguro de manifestaciones y garantías.....	55
7.	CONCLUSIONES.....	60
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	62

1. INTRODUCCIÓN

Las operaciones de fusiones y adquisiciones, comúnmente denominadas M&A por sus siglas en inglés (*mergers and acquisitions*), alcanzaron en 2021 un valor estimado de 5,6 billones de dólares repartidos entre más de 30.000 transacciones¹, el importe más elevado registrado nunca para este tipo de operaciones.

La importancia de las operaciones de M&A en el ámbito empresarial es indudable, pero su relevancia en la práctica mercantil es, si cabe, aún mayor, y es que el contenido legal que rodea estas operaciones excede a menudo el puramente empresarial planteando numerosas problemáticas tanto a los propios empresarios como a los profesionales del Derecho.

En un mercado tan competitivo y con un nivel de riesgo tan elevado, los compradores y sus asesores se encuentran en una búsqueda constante de nuevos métodos para proceder con la operación de la manera menos gravosa tanto a efectos de coste como de dicho riesgo. Un claro ejemplo es el uso de las “Special Purpose Acquisition Companies”, en adelante SPAC, que se analizarán en un momento posterior.

Esta voluntad innovadora, ha derivado a su vez en la creación de nuevos instrumentos de protección que han de encontrar acomodo en la práctica legal mercantil como consecuencia de la estrecha relación entre la disciplina económica y la legal. Así, surgen en las últimas décadas figuras tendentes a asegurar el cumplimiento de lo estipulado en el acuerdo de compraventa y a incrementar la protección recibida por el comprador, como son el *escrow*, los pactos de retención de precio o las declaraciones de manifestaciones y garantías.

Pero estos mecanismos no siempre resultan suficientemente eficaces, y su incorporación a la operación puede introducir un elemento de discordia adicional en el ya de por sí conflictivo proceso de negociación del contrato de compraventa de empresas en cuanto a que, por lo general, suponen una carga adicional para la empresa vendedora.

¹ Sen, A., Barbaglia, P., and Wu, K., “Global M&A activity smashes all-time records to top \$5 trillion in 2021”, *Reuters*, 20 de diciembre de 2021 (disponible en <https://www.reuters.com/markets/europe/global-ma-activity-smashes-all-time-records-top-5-trillion-2021-12-20/>; última consulta 28/03/2022).

En este contexto, hemos asistido al auge del seguro de manifestaciones y garantías, a cuyo análisis se dedica el grueso del presente trabajo. Se trata de un instrumento que aúna *a priori* lo mejor de ambos mundos, confiriendo al comprador mayor protección sin producirse una mayor carga correlativa para el comprador que también puede verse incentivado a utilizarlo.

El origen de este mecanismo se encuentra en última década del siglo XX, si bien ha sido a lo largo de la última década y particularmente en estos últimos años cuando su utilización se ha extendido verdaderamente hasta convertirse en un elemento casi consustancial a las operaciones de M&A.

Quedan fuera del objeto de estudio del presente trabajo aspectos de gran interés como el proceso de suscripción del contrato, los aspectos cuantitativos del mismo o las diferencias entre la práctica europea y la americana².

² Sobre este último aspecto, se recomienda encarecidamente consultar Del Río, G., “El funcionamiento de los seguros de manifestaciones y garantías en la práctica. Una visión desde la praxis norteamericana” en Veiga, A. (dir.) *Dimensiones y desafíos del seguro de responsabilidad civil*, Aranzadi, Navarra, 2021, pp. 296 y ss.

2. CONSIDERACIONES PREVIAS

2.1. Las declaraciones de manifestaciones y garantías

2.1.1. Aproximación al concepto.

Antes de entrar a analizar la figura del seguro de manifestaciones y garantías, resulta imprescindible comprender el funcionamiento del objeto subyacente al mismo, que existe con independencia de y carácter previo a la suscripción de una póliza de este tipo.

Las cláusulas de manifestaciones y garantías, denominadas en el mundo anglosajón como *representations and warranties*, se erigen como el elemento asegurado, por lo que regulan la relación entre aseguradora y asegurado cuando se suscribe un seguro de manifestaciones y garantías, con ciertas excepciones que se analizarán en un momento posterior³.

Se trata, en esencia, de declaraciones realizadas por las partes implicadas en la operación de M&A en relación con distintos aspectos de esta, mediante las cuales comprador y vendedor afirman la exactitud y veracidad de las manifestaciones incorporadas en la declaración, ofreciendo las garantías que se acuerden para compensar los incumplimientos que puedan surgir durante el desarrollo y la ejecución del contrato⁴.

Su función es la de extender el ámbito de responsabilidad del vendedor a determinadas contingencias de cuya materialización sería responsable el comprador atendiendo a la legislación contractual. De esta manera, la declaración de manifestaciones y garantías no responde tanto al deber de informar de la parte vendedora, sino que se trata de una distribución en sede contractual de los riesgos propios de la operación de compraventa⁵.

³ Vid. el apartado 5.3 sobre las garantías sintéticas.

⁴ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., “La Nueva Era de los Seguros de Manifestaciones y Garantías en Operaciones de M&A”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 3, 2016, p. 20 (disponible en <https://www.perezllorca.com/actualidad/articulo/la-nueva-era-de-los-seguros-de-manifestaciones-y-garantias-en-operaciones-de-ma/>; última consulta 28/03/2022).

⁵ Carrasco Perera, A., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento” en Carrasco Perera, A. (dir.) y Álvarez Arjona, J.M. (dir.) *Adquisiciones de empresas*, Aranzadi, Navarra, 2014, p. 292.

Por tanto, y desde una perspectiva algo reduccionista, la declaración de manifestaciones y garantías permite a las partes afrontar y solventar algunos de los principales problemas asociados a los contratos de compraventa de empresas como son la asimetría de la información o el riesgo asociado al objeto del contrato y la valoración de este⁶.

Como muchos otros conceptos que hoy en día han devenido habituales en la práctica mercantil española, este tipo de cláusulas encuentran su origen en el derecho anglosajón. A pesar de tratarse de una técnica relativamente reciente en nuestro derecho, lo cierto es que las operaciones de fusiones y adquisiciones que no incorporan este tipo de declaraciones son ya una *rara avis*, habiendo devenido prácticamente un requisito *sine qua non* para proceder con una operación de compraventa de empresas.

Prueba de lo anterior, es la abundante jurisprudencia dictada por los Tribunales españoles en relación con estas cláusulas, y ello a pesar de la casi inexistente atención que nuestro ordenamiento ha prestado, hasta el momento, al fenómeno de las manifestaciones y garantías, sin perjuicio de la posibilidad de aplicar el régimen general contractual previsto en nuestro Código Civil⁷.

2.1.2. Marco conceptual de las manifestaciones y de las garantías.

De la aproximación conceptual anterior, se desprende la existencia de un doble componente: las manifestaciones por un lado y las garantías por otro. Si bien ambos conceptos se encuentran estrechamente relacionados, cabe analizarlos de manera independiente.

Por un lado, podríamos definir las *representations* o manifestaciones como las declaraciones realizadas por el vendedor sobre el estado del objeto de la compraventa respecto de una

⁶ Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías en las operaciones de compraventa de empresas”, *I Congreso Internacional del Derecho de Seguro*, 2019. Si bien, como se expondrá más adelante, el alcance de la declaración de manifestaciones y garantías resulta a menudo insuficiente para lograr tal fin.

⁷ Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual en Derecho español”, *InDret*, n. 3, 2007, pp. 32 y 33 (disponible en https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/466_es.pdf; última consulta 28/03/2022).

pluralidad de aspectos relativos a la misma. Por tanto, las manifestaciones vendrían a delimitar positivamente la obligación contractual asumida por el vendedor⁸.

Estas manifestaciones no gozan del valor de una garantía propia o absoluta, sino que se configuran como simples afirmaciones de hecho, pues lo contrario supondría que, conocidos o no los hechos que dan lugar a las manifestaciones, estas darían lugar a una promesa de indemnidad mediante reajuste del precio convenido por la operación.

El Tribunal Supremo ha determinado a estos efectos el desplazamiento a la parte compradora de la responsabilidad derivada de los defectos en las manifestaciones que hubieran sido conocidas por esta, o pudieran haberlo sido, en el proceso de *due dilligence*. En resumidas cuentas, la inexactitud de estas afirmaciones ha de ser desconocida por la parte compradora para poder solicitar un resarcimiento por su incumplimiento⁹.

Y es que no actuaría de manera racional, como han establecido los tribunales, el comprador que, conociendo la existencia de una contingencia relevante, no reclamase al vendedor la reducción del precio ofertado, vaciando así el contenido de la manifestación conferida por el vendedor acerca de su inexistencia.

De esta manera, al constituirse las declaraciones como supuesto de extensión de la responsabilidad por incumplimiento de un deber de veracidad, el conocimiento por parte del comprador se sobrepone al incumplimiento de la manifestación conferida por el vendedor, dando lugar a la extinción de la responsabilidad del vendedor como ha determinado nuestra jurisprudencia¹⁰.

⁸ De entre las definiciones convergentes proporcionadas por la doctrina sobre este concepto, se emplea en la proporcionada por Pérez Carrillo, E., “Aproximación al aseguramiento de las manifestaciones y garantías contractuales vertidas en la compraventa de empresas. El seguro R&W.” en Veiga, A. (dir.) *Dimensiones y desafíos del seguro de responsabilidad civil*, Aranzadi, Navarra, 2021, p. 256.

⁹ Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual...”, p. 36. El autor hace alusión a este respecto a la Sentencia del Tribunal Supremo de 2 de diciembre de 1999.

¹⁰ Gustaffson, J., “Hacia el ‘belt and suspenders approach’ jurídico”, *Capital & Corporate Newsletter*, Junio, 2008, p.2 (disponible en <https://studylib.es/doc/5293134/towards-the-legal--belt-and-suspenders--approach>; última consulta 28/03/2022). La STS de 15 de noviembre de 1993 concluye que “*en el caso de que existan manifestaciones y garantías, ... cuando el comprador conoce positivamente la situación que posteriormente se*

Este conocimiento por parte del comprador acerca de la inexactitud o falsedad de alguna de las manifestaciones vertidas por el vendedor con carácter previo al cierre de la operación se denomina en el derecho anglosajón como “sandbagging”¹¹.

En la práctica americana sin embargo, el conocimiento previo por parte del comprador no exime al vendedor de indemnizar los perjuicios que el incumplimiento de las manifestaciones pudiera causar de manera automática, y es que los contratos de compraventa de empresas suelen incluir bien cláusulas “pro-sandbagging” en virtud de las cuales el vendedor no podría alegar el conocimiento previo del comprador para evitar la responsabilidad por el incumplimiento de las manifestaciones, bien cláusulas “anti-sandbagging” que tendrían el efecto contrario.

Cuando en el contrato no se previese de manera expresa este extremo, la posibilidad del comprador de reclamar o no los daños que surjan de situaciones conocidas dependerá de la solución que se prevea en la jurisdicción bajo la que se haya articulado la operación¹².

En definitiva, solo cuando alguna de las manifestaciones vertidas por el vendedor resulta ser falsa sin que el comprador tuviera constancia de ello con carácter previo al cierre de la operación, se produce lo que en *common law* se denomina “misrepresentation”. Esta figura encontraría encaje, dentro de nuestro ordenamiento, en el dolo activo precontractual, en cuanto a que el contratante, en este caso la parte vendedora, vierte una serie de manifestaciones engañosas o que resultan falsas *a posteriori*¹³.

Por su parte, las garantías o *warranties* son promesas contractuales de que un hecho o afirmación es verdadero. Por lo tanto, su incumplimiento sí derivará en una obligación de

quiere presentar como contingencia, las manifestaciones y garantías no prevalecen frente a dicho conocimiento, y el comprador asume el riesgo de la contingencia”.

¹¹ McNaughton, R., y Poxon, M., “Company acquisitions: representations warranties and disclosure”, *Paul Hastings LLP*, 23 de enero de 2014, p.3 (disponible en [https://webstorage.paulhastings.com/Documents/PDFs/wldoc-14-1-28-12_4-\(pm\).pdf](https://webstorage.paulhastings.com/Documents/PDFs/wldoc-14-1-28-12_4-(pm).pdf); última consulta 28/03/2022).

¹² West, G, “A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations & Warranties—Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?”, *Global Private Equity Watch*, 1 de Octubre de 2018 (disponible en <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>; última consulta 28/03/2022).

¹³ Carrasco Perera, A., *cit.*, p. 281.

indemnizar económicamente al perjudicado, si bien en ningún caso podrá solicitarse la nulidad del contrato en base a dicho incumplimiento, lo que en derecho anglosajón se denomina *not as discharged by breach*.

Así, las garantías no se limitan a la responsabilidad asumida por el vendedor en el caso de falta de veracidad o exactitud en relación con las manifestaciones, sino que se articulan como herramienta tendente a la cobertura de riesgos, pues la ocurrencia de la contingencia prevista origina el nacimiento de una deuda de garantía, con independencia, en este caso, de que el comprador la conozca o no¹⁴.

La diferencia entre manifestaciones y garantías desde una perspectiva legal, y como determina la jurisprudencia americana, puede establecerse en que las primeras son meras afirmaciones de hecho, por lo que no generan responsabilidad si no existe “*justifiable reliance*”, es decir, si la confianza depositada en la veracidad de la manifestación no está justificada, mientras que las garantías sí pueden dar lugar a responsabilidad por la sola falta de cumplimiento¹⁵.

De esta manera, en el régimen del *common law* del que se importa este concepto, la mera inexactitud de la manifestación no da lugar a obligación indemnizatoria para el vendedor en tanto no venga referida a un supuesto específicamente garantizado o a un elemento esencial del contrato¹⁶.

Puede decirse por tanto que las manifestaciones son declaraciones “de ciencia”, no de voluntad como sí lo son las garantías, a pesar de lo cual, en caso de resultar falsas o erróneas,

¹⁴ Gustaffson, J., *cit.*, p. 3 y Griffith, S., “Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions”, *104 Minnesota Law Review* 1839, Fordham Law Legal Studies Research Paper, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 464/2019, 28 de mayo de 2019, pp. 1840 y ss. (disponible en <https://ssrn.com/abstract=3395491>; última consulta 28/03/2022).

¹⁵ Por todos, Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual...”, pp. 35-36 y Griffith, S., *cit.*, p. 1840. A estos efectos, en *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publ. Co.* (N.Y. 1990), se determina que un comprador que había sido informado de la falsedad de una representación con anterioridad al cierre de la operación no cumplía con el requisito de “*reliance*” o dependencia en la misma y por ello solo podría exigir ser resarcido por el incumplimiento de la garantía.

¹⁶ Gustaffson, J., *cit.*, p.2

habilitarían al comprador para impugnar el contrato cuando su veracidad hubiera resultado decisiva a la hora de formar la voluntad del comprador¹⁷.

2.1.3. Clasificación de los distintos tipos de manifestaciones

Como consecuencia de la diversidad de aspectos a los que puede extenderse el contrato de compraventa de empresas, el contenido de la declaración de manifestaciones y garantías cuenta con una amplitud considerable, sin perjuicio de la cual es posible agrupar sus expresiones más habituales en atención a distintos criterios.

La clasificación que se presenta a continuación replica en gran medida la desarrollada por Carrasco Perera en base, esencialmente, al contenido de las manifestaciones¹⁸.

Por un lado, encontramos las manifestaciones relativas a hechos futuros, que constituyen promesas de conducta futura por parte del vendedor o garantías sobre contingencias que aún no se han producido. La incorporación de este tipo de manifestaciones no es habitual, pues para garantizar que el vendedor asuma algún tipo de compromiso resulta mejor opción incorporarlo al contrato en una cláusula específica como obligación de procurar un resultado.

Sin embargo, existe un campo de actuación propio para las manifestaciones puras de hechos futuros, cuya finalidad sería la de asegurar al comprador que el vendedor no realizará una actividad concreta en el futuro¹⁹.

La verificación de la contingencia negativa cubierta, o la no materialización de la conducta prometida, habilitaría al comprador para exigir el cumplimiento de la conducta o resultado

¹⁷ Alfaro Águila-Real, J., “La compraventa de empresas (iv): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, *Almacén de Derecho*, 27 de julio de 2021 (disponible en <https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>; última consulta 28/03/2022).

¹⁸ Desarrollada en Carrasco Perera, A., *cit.*, pp. 303 y ss. El autor considera que esta es la única clasificación que permite “agruparlas y distinguirlas en virtud de la estructura de la declaración en que la manifestación se contiene”.

¹⁹ Carrasco Perera, A., *cit.*, pp. 304-305.

garantizado por la obligación, acompañada en su caso por la indemnización correspondiente, dentro de los límites generales de la indemnización contractual²⁰.

Las declaraciones de creencias suponen una segunda vertiente de las manifestaciones y garantías. Se trata de manifestaciones que se prolongan hasta después de la firma o, incluso, del cierre de la operación, por lo que cabría reconducirlas a las manifestaciones sobre circunstancias futuras, por no poder en muchos casos garantizar el vendedor un estado de las cosas en el futuro²¹.

Por otro lado, las manifestaciones también podrían abarcar declaraciones acerca de hechos presentes e, incluso, la subsistencia de circunstancias pasadas, en relación con el estado jurídico de los activos y pasivos de la empresa, debiendo de responder el vendedor, en caso de resultar falsas, de los daños y perjuicios previsibles²².

Se trata, así, de declaraciones siempre contrastables, respecto de las cuales el comprador no tiene una pretensión de cumplimiento, como es obvio por otra parte ya que no cabría exigirse la realización de una conducta ya finalizada, pero que sí podrían influir en la relación contractual al haberse modificado las circunstancias que dieron nacimiento a la misma²³.

Podrían incorporarse igualmente a esta clasificación otras tipologías adicionales como las declaraciones sobre la suficiencia de los títulos, la puesta en ejecución de los mejores esfuerzos, las declaraciones acerca del valor y la trascendencia de las propias manifestaciones y garantías vertidas en la propia declaración, e, incluso, las declaraciones relativas a las propias manifestaciones vertidas a las que Carrasco Perera denomina “metamanifestaciones”²⁴.

²⁰ Como establece Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual...”, pp. 33-36, y recoge también Pérez Carrillo, E., *cit.*, pp. 257 y ss.

²¹ Carrasco Perera, A., *cit.*, p. 305.

²² Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual...”, pp. 33-36 y Pérez Carrillo, E., *cit.*, pp. 257 y ss.

²³ Carrasco Perera, A., *cit.*, p. 304

²⁴ Todos estos aspectos han sido extensamente analizados en Carrasco Perera, A., *cit.*, pp. 307 y ss., y Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 258.

2.1.4. Marco legal

La protección que los distintos ordenamientos jurídicos proporcionan al comprador en el marco de la compraventa de empresas es bastante reducida, con la salvedad, claro está, de los casos en los que pueda apreciarse fraude o dolo por parte de la entidad vendedora.

Esto deriva del principio *caveat emptor*, en virtud del cual “*generalmente, el vendedor no tiene ninguna obligación de revelar los defectos en la compañía adquirida*”²⁵, lo que supone en esencia la asunción por parte del comprador del riesgo inherente a la operación.

De esta manera, en ausencia de fraude o de conducta culposa imputable al vendedor, el comprador queda sujeto al riesgo de que las acciones o los activos y pasivos de la sociedad adquirida no cumplan con las expectativas que dieron lugar a su adquisición.

Como consecuencia de lo anterior, es habitual que la parte adquiriente solicite a la vendedora distintas garantías contractuales acerca de la sociedad objetivo, adoptando estas, en la mayoría de las ocasiones, la forma de las manifestaciones y garantías que ya se han introducido con anterioridad²⁶.

La necesidad de este instrumento surge en la medida en la que los remedios generales frente al incumplimiento de los contratos no siempre resultan adecuados, o si quiera suficientes, en el marco de los acuerdos de compraventa de empresas, especialmente cuando los incumplimientos vienen referidos a aspectos esenciales del acuerdo.

Dada la relativa novedad de este tipo de cláusulas, no encontramos en nuestro ordenamiento una regulación específica del incumplimiento de las manifestaciones y garantías. Ello implica que las partes pueden acudir a los remedios que el Código Civil habilita con carácter general para los incumplimientos contractuales, y, a través de la autonomía de la voluntad reconocida expresamente en el artículo 1.255 del Código Civil, adaptar estos a las necesidades propias

²⁵ Extracto traducido del autor Niluffer Von Bismark en Carrasco Perera, A., *cit.*, p. 292. También en McNaughton, R., y Poxon, M., *cit.*, p.1 se alude a este principio.

²⁶ McNaughton, R., y Poxon, M., *cit.*, p.1.

de las manifestaciones y garantías que se hayan acordado. Sin embargo, esta solución podría no ser óptima en determinadas operaciones de M&A²⁷.

Así, el régimen general de daños y perjuicios contenido en los artículos 1.101 y 1.124 del Código Civil, que tiene como finalidad primordial restituir al acreedor en la posición en la que se encontraría de no haberse producido el incumplimiento, encuentra en el ámbito de la compraventa de empresas numerosas dificultades derivadas de las particularidades propias de este tipo de operaciones.

Entre estas dificultades encontramos los reducidos plazos de prescripción de la acción de saneamiento por evicción y vicios ocultos, las dificultades de calificar un vicio como oculto tras la realización de un proceso de *due dilligence*, o la preminencia por la declaración de nulidad en el caso de incumplimientos esenciales en detrimento de los remedios de indemnización, más adecuados en los procesos de compraventa de empresas ya que la primera alternativa resultaría en muchos casos, incluso, inviable²⁸.

Y es que la resolución como remedio por incumplimiento únicamente se prevé para casos excepcionales, en los que la magnitud del error pueda eximir al comprador de la obligación de quedarse con la empresa objetivo, prefiriéndose en los restantes casos los remedios por incumplimiento del contrato²⁹.

Como respuesta a las dificultades expuestas hasta el momento, en el marco de las manifestaciones y garantías es habitual que las partes pacten un régimen de responsabilidad que viene a sustituir el régimen legal “*salvo en lo que legalmente no cabe*”³⁰.

2.2. Otros instrumentos para hacer frente a los riesgos propios de las operaciones de compraventa de empresas.

²⁷ Pérez Carrillo, E., *cit.*, pp.254-255.

²⁸ Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual...”, pp. 34-35, y Pérez Carrillo, E., *cit.*, pp. 254-255. Como expone la autora en la nota 12 de la página 258, la posibilidad de acudir a los remedios previstos por el Código Civil para el incumplimiento contractual en relación con las manifestaciones y garantías ha sido ratificada por la Sala 1ª del Tribunal Supremo en las sentencias de 30 de junio de 2000 y 19 de enero de 2001.

²⁹ Alfaro Águila-Real, J., *cit.*

³⁰ Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...”.

Las especiales dificultades para determinar el modo y los supuestos en los que surge la obligación de resarcir a la parte perjudicada en el marco de la compraventa de empresas han dado lugar a la incorporación paulatina de distintos mecanismos e instrumentos que buscan preservar los intereses del vendedor y, especialmente, del comprador en este tipo de operaciones.

Los riesgos propios de las operaciones de fusiones y adquisiciones obligan al comprador a buscar fórmulas tendentes a limitar, compensar o, incluso, transferir su exposición a los mismos con vistas a maximizar el retorno obtenido con la inversión realizada.

Todo ello ha dado lugar a un desarrollo paulatino de distintos mecanismos que, sobre la base de una delimitación contractual que haga posible adecuarlos a los requerimientos concretos de la operación a la que se incorporen, permitan controlar el riesgo subyacente en la operación³¹.

Y es que, si bien el seguro de manifestaciones y garantías se erige como la solución que mayor seguridad confiere a los involucrados en la operación, no es la única opción a su disposición en el marco del cumplimiento de las declaraciones manifestaciones y garantías. De hecho, es práctica habitual el combinar el seguro de manifestaciones y garantías con alguno de los instrumentos que se enumerarán a continuación con vistas a maximizar la protección conferida al comprador.

Dado que no se trata del objeto principal de este trabajo, nos referiremos a cada una de estas modalidades de manera somera.

La primera alternativa disponible para las partes es el establecimiento de pactos de retención de precio, los cuales habilitan al comprador para retener parte del precio pactado como contraprestación en la compraventa³².

De esta manera, el precio aplazado no se abona al vendedor hasta que este certifique el cumplimiento de las manifestaciones vertidas o se produzca el transcurso del plazo pactado

³¹ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p.259

³² Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 20 y Pérez Carrillo, E., *cit.*, p.259.

por las partes. En caso de que durante dicho plazo se certifique la inexactitud de alguna de las manifestaciones vertidas, la cantidad retenida se emplearía para hacer frente a la responsabilidad por daños y perjuicios que surgiera de los incumplimientos imputables al vendedor.

Otro de los mecanismos empleados con cierta asiduidad en las operaciones de M&A es la exigencia de aval a primer requerimiento al vendedor, en cuyo caso será un tercero quien responda por el vendedor del pago del perjuicio sufrido por el comprador como consecuencia de un incumplimiento del primero en relación con las manifestaciones y garantías vertidas³³.

Por último, encontramos otra figura importada del *common law* como es el contrato de “escrow”, que también se articula mediante la intervención de un tercero independiente. Este instrumento consiste esencialmente en el depósito de una cantidad acordada, normalmente un tanto por ciento del total de la operación, en la figura del “escrow holder”, que recae sobre la persona, física o jurídica, que acuerden ambas partes. La función de este intermediario es la de asegurar la correcta ejecución de las obligaciones de cada parte, evitando así la necesidad de acudir a la vía judicial³⁴.

El funcionamiento del ‘escrow’ guarda similitudes con el mecanismo de retención del precio, si bien se incorpora a un tercero independiente para gestionar la parte del precio reservada.

Así, el funcionamiento del ‘escrow’ sería el siguiente. El comprador entrega la cuantía acordada al intermediario, y este la libera de manera progresiva al vendedor a medida que este cumple con las obligaciones o hitos que hubieran acordado las partes. En el caso en el que el vendedor incumpla alguna de las obligaciones adquiridas, el comprador recuperará la cuantía correspondiente al daño que resulte de dicho incumplimiento, mientras que el transcurso del plazo máximo acordado sin apreciarse incumplimiento alguno o el cumplimiento de todas las obligaciones, dará lugar a la liberación de la cuantía restante al vendedor.

³³ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 20, y, en términos similares, Pérez Carrillo, E., *cit.*, p.259.

³⁴ Hernando Cebriá, L., *El escrow y las cuentas bloqueadas en garantía*, Marcial Pons, Madrid, 2020, pp. 20 y ss.

3. EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS

Hasta el momento, se ha hecho hincapié de manera repetida en que las operaciones de fusiones y adquisiciones llevan a menudo aparejadas particularidades que pueden dificultar la regulación de la relación entre las partes y la aplicación de los remedios generales previstos en los ordenamientos jurídicos para los casos de incumplimiento contractual.

Bajo esta premisa surge, se desarrolla y se consolida la figura del seguro de manifestaciones y garantías, a cuya evolución y configuración actual se dedica el presente capítulo.

3.1. Origen, desarrollo histórico y situación actual

El seguro de manifestaciones y garantías, en la forma en la que lo entendemos en la actualidad, surge en la década de 1990 en Estados Unidos³⁵, aunque algunos autores sitúan su génesis en las pólizas de responsabilidad fiscal introducidas en el mercado de M&A inglés durante la década de 1980³⁶.

En los mercados europeo y australiano, se extendió por su parte la utilización del denominado como *warranty and indemnity insurance*. Si bien algunos autores emplean esta denominación incluso como sinónimo del seguro de manifestaciones y garantías (*representation and warranty insurance*), otros lo consideran una modalidad de este último en la que, sin embargo, se proporciona una cobertura mucho más limitada³⁷.

En cualquier caso, la utilización del seguro de manifestaciones y garantías durante sus inicios resultó bastante limitada como consecuencia de los estrictos requisitos exigidos por las entidades aseguradoras, desincentivando así la contratación de este tipo de seguros³⁸.

³⁵ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 20.

³⁶ Griffith, S., *cit.*, p. 1863.

³⁷ Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...” establece que la denominación “representations and warranties insurance” es la empleada en la práctica americana, mientras que en Reino Unido el término empleado es el de “warranty and indemnity insurance”. Por su parte, Griffith, S., *cit.*, p. 1863 promueve la segunda postura, aludiendo a la “idiosincrasia de los mercados extranjeros” para justificar las diferencias entre ambos términos.

³⁸ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 251

Tal era la reticencia y el escepticismo por parte de estas entidades que llegaban a solicitar la realización de una *due dilligence* complementaria a la realizada por la entidad compradora en el seno de la operación. Por ello, la contratación de estas pólizas resultaba, en muchas ocasiones, simplemente inviable atendiendo a las necesidades temporales de las partes implicadas, lo que explica el lento desarrollo inicial que experimentó este instrumento³⁹.

Además de la dilatación en el tiempo de los procesos de suscripción, las aseguradoras proporcionaban coberturas bastante limitadas exigiendo primas elevadas en contrapartida, lo que hacía del seguro de manifestaciones y garantías un instrumento poco atractivo para los participantes en operaciones de M&A.

Estas dificultades eran consecuencia casi inevitable de lo novedoso de este tipo de pólizas. A medida que su utilización comienza a incrementarse, la cantidad de contingencia cubiertas aumenta, si bien no se produce un descenso simultáneo de las primas debido a la reducida cantidad de aseguradoras en el mercado, lastrando así el proceso de expansión.

Sin embargo, en la última década, y sobre todo a partir del año 2013 gracias a la aparición de equipos especializados, la estandarización de pólizas, y el incremento del número de aseguradoras dispuestas a ofrecer este tipo de seguro, se ha producido un crecimiento exponencial en la utilización de este tipo de pólizas⁴⁰.

El seguro de manifestaciones y garantías es, en esencia y como establece Del Río⁴¹, un producto *sui generis* que ha de adecuarse a las peculiaridades de cada transacción, por lo que hasta que no se alcanzó un grado de experiencia suficiente, esa adecuación a cada operación entraba a menudo en conflicto directo con la celeridad exigida por las operaciones de compraventa de empresas.

³⁹ Griffith, S., *cit.*, pp. 1863-1865.

⁴⁰ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 21, y Griffith, S., *cit.*, p. 1864. En 2013, ejercicio se suscribieron únicamente 2 pólizas de este tipo en España, ascendiendo a 20 en el ejercicio 2015. En Alemania por su parte, el volumen en 2015 ascendía a 100 operaciones.

⁴¹ Del Río, G., *cit.*, p. 275 y también Griffith, S., *cit.*, pp. 1864 enfatizan este aspecto como uno de los principales escollos en el proceso de desarrollo del seguro de manifestaciones y garantías.

Centrándonos en el mercado español y las razones que explican la demora en la implantación del seguro de manifestaciones y garantías, uno de los obstáculos principales parece ser la falta de experiencia y conocimiento de los participantes en operaciones de M&A, incluidos sus asesores, respecto al funcionamiento, e incluso la existencia, de este tipo de pólizas.

Así, entre los vendedores existe, aún en la actualidad, cierta preocupación de que su responsabilidad no sea transferida en su totalidad a la aseguradora mientras que los compradores desconfían de la adecuación de estas pólizas a las necesidades de la operación en base a los estrictos regímenes de exclusión implantados por las aseguradoras. También, persiste aún el estigma de que la suscripción de estas pólizas es un proceso lento que puede ser subóptimo en operaciones sensibles a los plazos de cierre⁴².

A pesar de todo lo anterior, el seguro de manifestaciones y garantías ha dejado de ser un instrumento utilizado en operaciones puntuales y en el que las cargas derivadas de su suscripción resultaban a menudo superiores a los beneficios que podían obtener las partes, deviniendo prácticamente requisito *sine qua non* en el seno de los contratos de compraventa de empresas.

Lo anterior encuentra su razón de ser en el elevado nivel de protección que confiere a las partes, así como a las primas comparativamente reducidas solicitadas por las aseguradoras una vez constatado que el riesgo asumido en estas operaciones es reducido dado el bajo nivel de siniestralidad⁴³.

3.2. Naturaleza y aproximación al concepto

Siguiendo la acertada y precisa definición proporcionada por Pérez Carrillo⁴⁴, desde una perspectiva genérica, el seguro de manifestaciones y garantías es el seguro de riesgo derivado de un contrato transaccional subyacente, el contrato de compraventa de empresa, en el que la

⁴² Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 21 así como Bagadía, E. y Moreno, J., “Outlook for warranty & indemnity insurance in Spain”, *Financier Worldwide*, Septiembre, 2019 (disponible en <https://www.financierworldwide.com/outlook-for-warranty-indemnity-insurance-in-spain#.YXUcT55BxPZ>; última consulta 28/03/2022).

⁴³ Por todos, Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, pp. 20 y 21.

⁴⁴ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 260

parte transmitente vertió una serie de manifestaciones. Resulta por tanto que las manifestaciones y garantías incorporadas al contrato de compraventa se erigen como el objeto del aseguramiento.

De la aproximación anterior se desprende uno de los aspectos más relevantes y, a la vez llamativos, del seguro de manifestaciones y garantías, y es que no es la aseguradora la que redacta las manifestaciones por las que asume responsabilidad, salvo en el caso de las garantías sintéticas, sino que se subroga en la posición del vendedor en las declaraciones acordadas por las partes de la operación, lo que Griffith viene a denominar como “riesgo idiosincrático”⁴⁵.

En términos más simples, se trata de un instrumento que permite limitar o, incluso, eliminar el riesgo de incumplimiento de las declaraciones y garantías mediante la transferencia de este a un tercero independiente como es la aseguradora⁴⁶.

Desde esta perspectiva, se produce hasta cierto punto una reconfiguración del concepto y el diseño de las operaciones de M&A en cuanto a que las partes ya no distribuyen el riesgo entre sí exclusivamente, sino que también lo pueden descargar en un tercero, a modo de ‘outsourcing’ del mismo⁴⁷.

Como ya se ha expuesto con anterioridad, las garantías incorporadas a estas pólizas son de naturaleza impropia. Por extensión, a la hora de suscribir un contrato de seguro sobre las mismas, se está procurando igualmente una garantía de carácter impropia, si bien la naturaleza del seguro varía en función de cuál de las partes sea la que lo suscriba.

Así, en los casos de pólizas de vendedor, es este quien ofrece al comprador esa garantía impropia que viene a complementar la que surja de un eventual incumplimiento, actuando

⁴⁵ Griffith, S., *cit.*, p. 1891-1892, y en términos similares Cable, A., “Comment on Griffith’s Deal Insurance: The Continuing Scramble Among Professionals”, *104 Minnesota Law Review Headnotes*, n. 75, 2020, p. 100 (disponible en https://minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2020/04/Cable_Final.pdf; última consulta 28/03/2022).

⁴⁶ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 20.

⁴⁷ El término de “outsourcing” es empleado por Griffith, S., *cit.*, p. 1842, y posteriormente replicado por Cable, A., *cit.*, p. 77.

por tanto la póliza a modo de seguro de caución. Esta modalidad tendría por objeto cubrir la responsabilidad civil contractual del vendedor en caso de incumplimiento o error en las manifestaciones y garantías vertidas al comprador, pero también proporcionaría cobertura frente a reclamaciones de terceros⁴⁸.

Por contrapartida, cuando es el comprador quien suscribe el seguro, procurándose así una garantía suplementaria a la ofrecida por el vendedor, el seguro actuaría como una póliza de daños, si bien resulta complicado encuadrarlo en alguna de las tipologías de seguro previstas en la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro⁴⁹.

Con independencia de lo anterior, y sin perjuicio de las diferencias que pueden derivar de ello, ambas modalidades comparten tanto los siniestros que pueden activar la obligación de resarcir, como la concreción de esta mediante una indemnización económica⁵⁰.

Sin embargo, la práctica ha extendido el ámbito de aplicación del seguro de manifestaciones y garantías hasta tal punto que ha pasado de simplemente complementar la responsabilidad del vendedor, actuando a modo de puente entre la compensación exigida por el comprador y la que el vendedor estaba dispuesto a ofrecer, a ser un auténtico sustituto de esta⁵¹.

3.3. Principal clasificación del seguro de manifestaciones y garantías. El seguro suscrito por el comprador como supuesto más habitual.

En el apartado anterior ya se ha analizado la diferente naturaleza del seguro de manifestaciones y garantías en función de cuál de las partes, comprador o vendedor, suscriba el mismo, por lo que a continuación se procede a profundizar en las ventajas que cada parte puede llegar a obtener de su utilización.

⁴⁸ Por todos, Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 21 y Del Río, G., *cit.*, p. 276.

⁴⁹ Del Río, G., *cit.*, p. 276.

⁵⁰ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 261

⁵¹ Griffith, S., *cit.*, p. 1866 y Bagadía, E. y Moreno, J., *cit.*

Si bien la forma originaria de este tipo de pólizas cubría las obligaciones compensatorias del vendedor, es decir, lo que la doctrina ha venido a denominar pólizas ‘sell-side’, pronto comenzó a adaptarse para cubrir de manera directa al comprador.

Desde entonces, se ha producido una paulatina pero acelerada transición hacia las pólizas suscritas por el comprador, existiendo en la actualidad una clara primacía de estas, y es que se estima que en el 90% de las pólizas contratadas en los últimos años son pólizas ‘buy-side’⁵².

Este trasvase hacia las pólizas suscritas por el comprador resulta acorde a las características del seguro de manifestaciones y garantías. Así, el comprador queda protegido de los daños que puedan surgir por el incumplimiento o la falsedad de lo declarado por el vendedor a través de una segunda capa contractual que le exime de las incertidumbres propias de la operación y el cumplimiento del vendedor, así como de las dificultades y costes adicionales de reclamar el perjuicio sufrido por otras vías, beneficiándose también en última instancia de la solvencia financiera de las entidades aseguradoras⁵³.

Adicionalmente, sólo las pólizas suscritas por el comprador son susceptibles de garantizar las consecuencias del dolo por parte del vendedor, pues sólo en esta modalidad las declaraciones erróneas o incumplimientos no tendrían su origen en la actuación dolosa del asegurado, siendo extensible lo anterior a los incumplimientos por parte del vendedor en materia de sobornos, anticorrupción y blanqueo de capitales⁵⁴.

⁵² Griffith, S., *cit.*, p. 1866.

⁵³ Allmendiger, C., “Pitfalls in the use of warranty and indemnity insurance”, *Financier Worldwide*, Junio, 2019 (disponible en https://www.financierworldwide.com/pitfalls-in-the-use-of-warranty-indemnity-insurance#.YXEfm_rP2Uk; última consulta 28/03/2022).

⁵⁴ Por todos Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 21 y Pérez Carrillo, E., *cit.*, p.265 y 267.

Esta limitación es consecuencia necesaria de la propia formulación del contrato de seguro, en cuanto a que no cabría asegurar en ningún caso la mala fe del propio asegurado, lo que constituye el principio de no aseguramiento del dolo o mala fe del asegurado⁵⁵.

A pesar de la precitada tendencia mayoritaria hacia las pólizas ‘buy-side’, también la parte vendedora encuentra importantes alicientes para la contratación de este seguro. Entre estas ventajas para el vendedor, destaca sin duda alguna la indemnidad que le proporciona por las reclamaciones que realice el comprador dentro del marco del contrato de compraventa.

Podríamos decir que se trata del reverso de la protección que confiere al comprador, configurándose así el seguro de manifestaciones y garantías como un instrumento garantista para ambas partes al mismo tiempo.

Sin embargo, no es la única razón que puede llevar al vendedor a suscribir un seguro de manifestaciones y garantías o a solicitar su contratación a la parte compradora, y es que no es en modo alguno atípico que, siendo el comprador quien contrate el seguro, lo haga a solicitud del vendedor o incluso sea este último quien asuma la prima del seguro, o por lo menos parte de ella.

Ello puede articularse bien de manera directa mediante el pago por parte del vendedor de la cantidad correspondiente a la aseguradora, o bien por medio de reducción del precio de la operación cuando es el comprador quien realiza el pago⁵⁶.

La existencia de importantes ventajas para la parte vendedora se pone también de manifiesto en lo que la doctrina anglosajona denomina seguros de manifestaciones y garantías ‘*stapled*’ o ‘*seller to buyer flip*’⁵⁷.

⁵⁵ Del Río, G., *cit.*, p. 276. A estos efectos, el principio de no asegurabilidad del dolo del asegurado viene recogido en el art. 19 LCS y ha sido perfilado por la jurisprudencia del Tribunal Supremo (por todas la Sentencia nº 365/2013, de 20 de marzo de la Sala de lo Penal).

⁵⁶ Allmendiger, C., *cit.*, así como Bagadía, E. y Moreno, J., *cit.* La asignación en sede contractual de la prima del seguro resulta independiente de que el seguro sea “buy” o “sell-side”, por lo que no necesariamente quien asuma el coste será el asegurado.

⁵⁷ Por todos, Griffith, S., *cit.*, p. 1867.

Si bien no se trata estrictamente de una modalidad del seguro de manifestaciones y garantías, sí puede considerarse una forma particular de suscripción de este en la que es el propio vendedor quien ofrece a los posibles compradores dentro un proceso de venta competitivo una amplia cobertura de las manifestaciones y garantías que eventualmente se incorporen al contrato de compraventa, asumiendo la prima a cambio de ofertas más elevadas al reducirse el riesgo inherente a la operación⁵⁸.

3.4. El contenido del seguro de manifestaciones y garantías.

3.4.1. La no asegurabilidad de los riesgos respecto de los que el comprador haya adquirido conocimiento en el proceso de negociación de la compraventa.

Como se ha expuesto anteriormente, y de manera análoga a cualquier otra modalidad de seguro, la contratación de un seguro de manifestaciones y garantías supone la transferencia del riesgo cubierto desde la persona del tomador a la del asegurador.

Es menester a estos efectos que el riesgo sea desconocido para poder ser asegurado e incorporarse a la póliza, de igual manera que la estimación de la reclamación de indemnización derivada del incumplimiento de las manifestaciones exigirá, en principio, que este no fuese conocido por la entidad compradora.

La determinación de lo desconocido puede presentar alguna particularidad en el marco de la compraventa de empresas como consecuencia de la realización del proceso de revisión y comprobación legal o, empleando el término anglosajón, la *due dilligence*⁵⁹.

A lo largo del proceso de negociación, la parte compradora recibirá una amplia cantidad de información acerca de la empresa objetivo, ya no solo en dicho proceso de *due dilligence* sino también mediante documentos complementarios como las *disclosure letters*. Por ello,

⁵⁸ Bagadía, E. y Moreno, J., *cit.*, así como Keeler, B., “Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions”, *Morgan Lewis*, marzo de 2020, pp. 6 y 7 (disponible en <https://www.morganlewis.com/-/media/files/news/2020/representationsandwarrantiesin.pdf>; última consulta 28/03/2022).

⁵⁹ Del Río, G., *cit.*, p. 277-278.

en la práctica, es esencial la incorporación al contrato de compraventa de cláusulas tendentes a distribuir el riesgo entre las partes y a definir la amplitud del conocimiento del comprador⁶⁰.

Dada la relevancia de dicho conocimiento, es habitual que las propias pólizas incluyan una definición de la amplitud de este, excluyéndose así la cobertura de aquellos riesgos respecto de los que los individuos que hubieran participado en el proceso de *due dilligence* tuvieran constancia, o debieran de haberla tenido en el seno de un proceso estándar de revisión de la compañía adquirida⁶¹.

Así, el contenido de la *due dilligence* vendrá a su vez a delimitar el ámbito del seguro, ya que se denegará la cobertura de aquellas contingencias conocidas por el comprador, así como la de aquellos aspectos de la empresa objetivo que no hayan formado parte del análisis⁶².

La circunstancia anterior suele dar lugar a una nueva declaración, esta vez por parte del comprador, en la que afirme no tener conocimiento de la existencia de ningún hecho o circunstancia que pudiera derivar en un incumplimiento de las manifestaciones y garantías vertidas por el vendedor, lo que en la práctica anglosajona se denomina *no claims declaration*⁶³.

Sin embargo, existe un elemento temporal que también ha de ser tomado en consideración y que puede alterar el régimen anterior, y es que con asiduidad la firma y el cierre de la operación no se producen de manera simultánea. Produciéndose la circunstancia anterior, la aseguradora solicitará la emisión de una nueva *no claims declaration* en la fecha del cierre en la que se actualicen los aspectos respecto de los que el comprador sea conocedor⁶⁴.

⁶⁰ McNaughton, R., y Poxon, M., *cit.*, p. 5.

⁶¹ Norton Rose Fulbright, *M&A Outlook 2022: W&I insurance, a resilient factor in M&A transactions*, Marzo 2022 (disponible en <https://www.nortonrosefulbright.com/en-pg/knowledge/publications/2e5423d8/w-and-i-insurance-a-resilient-factor-in-m-and-a-transactions>; última consulta 31/03/2022).

⁶² Del Río, G., *cit.*, p. 282.

⁶³ Del Río, G., *cit.*, p. 278-279. El conocimiento por parte del vendedor se extiende a los responsables de la realización de la *due dilligence*, los denominados *deal team members*, que aparecerán identificados en la póliza por su relevancia a efectos de determinar lo conocido por la parte compradora.

⁶⁴ Como establece Allmendiger, C., *cit.* y recoge también Del Río, G., *cit.*, p. 279.

Durante este periodo transitorio entre la firma y el cierre, también es habitual que se adopten reglas tendentes a garantizar que no se produzcan modificaciones sustanciales en el valor de la empresa, obligándose el vendedor a realizar determinadas acciones y a abstenerse de llevar a cabo otras que pudieran generar dicho efecto bajo la amenaza de condiciones suspensivas o resolutorias. Esta fase del proceso de compraventa de empresas queda a menudo regulada por las denominadas *covenants and conditions*⁶⁵.

3.4.2. Clasificación de las pólizas habitualmente incorporadas a los seguros de manifestaciones y garantías.

Una vez realizado un breve acercamiento a la ausencia de conocimiento como requisito de los riesgos susceptibles de ser asegurados, se procede a continuación a realizar una enumeración, en ningún caso exhaustiva dada la complejidad y variedad de circunstancias en torno a las operaciones de compraventa de empresas, de las principales cláusulas incorporadas a este tipo de seguro, así como de aquellos riesgos habitualmente excluidos de los mismos siguiendo la clasificación desarrollada por Pérez Carrillo⁶⁶.

i. Riesgos desconocidos o no identificados

Se trata de la cobertura de riesgos que no han sido identificados en el proceso de *due dilligence* por lo que las manifestaciones y garantías en base a las que, en principio, se configura el seguro no contendrán una declaración específica al respecto. La póliza se configura en estos casos como una herramienta que no sólo permite al comprador completar las manifestaciones del vendedor sino también agilizar la operación⁶⁷.

ii. Riesgos conocidos y la protección de las indemnities

⁶⁵ Alfaro Águila-Real, J., *cit.* Mientras que las *covenants* establecen acciones requeridas o prohibidas, mediante las *conditions* se establecen circunstancias que en caso de producirse permiten al comprador no proceder con el cierre de la operación.

⁶⁶ Pérez Carrillo, E., *cit.*, pp. 264-265.

⁶⁷ *Id.*

El hecho de que un riesgo sea identificado por el comprador no impide su incorporación al seguro de manifestaciones y garantías siempre que exista un cierto componente de incertidumbre respecto de su materialización.

Cuando la cobertura de estos riesgos se articula mediante un contrato independiente respecto al seguro de manifestaciones y garantías, surge lo que en derecho anglosajón se denomina contrato de *indemnities*. Se trata en este caso de un mecanismo de resarcimiento en el supuesto de que los riesgos contenidos en ella, que han de ser conocidos e inherentes a la operación, se materialicen, asumiendo el vendedor las consecuencias de dicha materialización con independencia del régimen de responsabilidad que se hubiera pactado en la declaración de manifestaciones y garantías⁶⁸.

La principal ventaja para el comprador respecto del régimen de protección estándar de una póliza de manifestaciones y garantías reside en que el conocimiento por parte de este de las circunstancias que dan lugar a la obligación de pago no exime al vendedor de compensar al comprador. Dado lo anterior, lo cierto es que en la práctica americana es habitual que la totalidad de las manifestaciones y garantías estén respaldadas por *indemnities*⁶⁹.

iii. Falsedades o errores en las manifestaciones precontractuales

Este tercer bloque comprende la protección o cobertura frente a los incumplimientos del vendedor en cuanto a que las manifestaciones vertidas, tanto a pasado como a futuro, resulten falsas, incompletas o incorrectas y el vendedor las haya realizado faltando a la verdad o, por lo menos, mediando error por su parte⁷⁰.

iv. Garantías generales, fundamentales y específicas

Una clasificación alternativa a la anterior, pero habitualmente incluida en las pólizas, nos permite distinguir entre manifestaciones y garantías generales, fundamentales e, incluso, específicas.

⁶⁸ Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...” y Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 264.

⁶⁹ McNaughton, R., y Poxon, M., *cit.*, p. 2

⁷⁰ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p.265

Tendrán la consideración de fundamentales las manifestaciones y garantías cuya importancia merezca un tratamiento diferenciado dentro de la póliza, mientras que las especiales son aquellas manifestaciones y garantías que, por las particularidades que rigen su régimen jurídico, pueden merecer también un tratamiento diferenciado. Las manifestaciones y garantías generales serán por tanto las que no gocen de la consideración de fundamentales ni de específicas⁷¹.

Desde una perspectiva práctica, las diferencias entre las categorías expuestas previamente residen principalmente en los plazos máximos concedidos por las aseguradoras para presentar reclamaciones susceptibles de cobertura. Como puede deducirse de la terminología empleada, las manifestaciones y garantías fundamentales normalmente disponen de un plazo más prolongado de reclamación en comparación con las generales. En lo que a las específicas respecta, el plazo de reclamación vendrá determinado en gran medida por los plazos de caducidad que prevea la normativa correspondiente⁷².

3.5. Las exclusiones como mecanismo limitativo de la responsabilidad asumida por la entidad aseguradora.

3.5.1. Exclusiones relativas a aspectos de especial interés en la empresa objeto de adquisición.

Es práctica habitual por parte de las aseguradoras el excluir de la póliza la cobertura de aquellos elementos que, considerándolos clave en la empresa adquirida, lo que se conoce como áreas intensificadas o *heightened* del proceso de *due diligence*, no hayan sido objeto de un proceso de revisión suficientemente exhaustivo como para satisfacer las exigencias de la entidad aseguradora⁷³.

⁷¹ Del Río, G., *cit.*, p. 293, donde además se proporcionan algunos ejemplos de lo que a menudo se consideran manifestaciones y garantías específicas como pueden ser las de “*índole fiscal, laboral, o administrativa*”. También Griffith, S., *cit.*, p. 1855 distingue entre manifestaciones fundamentales y generales.

⁷² Del Río, G., *cit.*, p. 293

⁷³ Gibson, Dunn & Crutcher LLP, “COVID-19 and Representation and Warranty Insurance on US M&A Deals: Considerations for Buyers and Sellers”, *Gibson Dunn*, 27 de marzo de 2020, p.1 (disponible en <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2020/03/covid-19-and-representation-and-warranty-insurance-on-us-ma-deals-considerations-for-buyers-and-sellers.pdf>; última consulta 28/03/2022).

Algunas de las exclusiones anteriores son en ocasiones negociables, de manera que la aseguradora puede no incorporarlas a la póliza. En esos casos, se produciría una no incorporación de una exclusión, por lo que el riesgo sí quedaría protegido por la aseguradora, si bien, a cambio, esta exigirá la realización de un ejercicio de diligencia específica antes de aceptar su exclusión o, alternativamente, una prima mayor para compensar el mayor riesgo asumido.

3.5.2. *Exclusiones derivadas de la actuación de las partes.*

Además de las exclusiones de carácter objetivo expuestas en el apartado anterior, existen también contingencias cuya protección no suele incorporarse a las pólizas de manifestaciones y garantías por ser consecuencia de acciones realizadas por las partes.

De esta manera, pueden identificarse una serie de exclusiones innegociables, cuya inclusión en los seguros de manifestaciones y garantías cabe considerar como estandarizada. Entre estas podríamos incluir circunstancias que ya se han tratado *supra* como el dolo del asegurado, los incumplimientos que se produzcan entre la firma y el cierre de la operación o los hechos conocidos por el comprador⁷⁴.

Como no puede ser de otro modo por las razones expuestas con anterioridad, los daños que surjan mediando fraude por parte del asegurado no quedarán cubiertas por el seguro de manifestaciones y garantías en ningún caso. Se excluyen por tanto de manera explícita los daños y responsabilidades derivados de dolo y corrupción e, incluso, algunas pólizas exceptúan la cobertura de contingencias derivadas de sanciones de autoridades de supervisión⁷⁵.

Las entidades aseguradoras también excluirán de sus pólizas todas aquellas contingencias que, más que riesgos inherentes a la operación, sean mecanismos para ajustar el precio de esta y por ende no resulten asegurables⁷⁶.

⁷⁴ Del Río, G., *cit.*, pp. 289 y 290.

⁷⁵ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 265.

⁷⁶ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 25. Bagadía, E. y Moreno, J., *cit.* también recogen la lista de exclusiones elaborada por los autores anteriores.

Sin embargo, la exclusión que mayor problemática puede generar en la *praxis* debido a la amplitud y ambigüedad del concepto, es la relativa a los ‘hechos conocidos’ por el comprador.

Como regla general, van a considerarse conocidas las contingencias relativas a aspectos laborales, fiscales, legales, financieros y contenciosos recogidos en el informe de *due dilligence*, pero cualquier otro aspecto amparado por la extensión del mismo quedará excluido de la póliza⁷⁷.

Cabe destacar a este respecto que, en lo relativo al conocimiento de las partes, no existe en nuestro ordenamiento jurídico una construcción acerca de su tratamiento desde la óptica legal, hecho este que se proyecta igualmente en nuestra jurisprudencia como resultado, afirma Gómez Pomar, de la obsolescencia de la regulación contractual en España⁷⁸.

3.5.3. Límites cuantitativos de la responsabilidad asumida por la aseguradora

Por último, determinadas pólizas establecen exclusiones de índole cuantitativa, es decir, circunstancias en las que la exclusión no deriva tanto del riesgo concreto y de su naturaleza o conocimiento por parte del comprador, sino de la cuantía del daño que resulte de su materialización⁷⁹.

De una parte, es práctica habitual entre las entidades aseguradoras incluir en las pólizas la denominada *regla de minimis*, por la que se establece un umbral mínimo por debajo del cual no surge obligación de indemnizar para la aseguradora incluso si una contingencia prevista en el contrato se materializa. Como contrapartida, las contingencias que superen dicho importe mínimo serán indemnizadas por la aseguradora en su totalidad y no solo por el importe que supere el umbral mínimo⁸⁰.

⁷⁷ Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, pp. 25 y 26.

⁷⁸ Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...”.

⁷⁹ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 266

⁸⁰ Del Río, G., *cit.*, p. 291 y Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...”.

También cabe la posibilidad de acordar un importe exento o franquicia que representa la parte del riesgo retenida por las partes bajo la póliza, de manera que esta comenzará a actuar una vez se haya consumido dicho importe.

La modalidad más habitual es la de *non-tipping* o *deductible basket*, en la que la aseguradora queda obligada a indemnizar exclusivamente los daños que surjan una vez superado el importe de franquicia. La alternativa sería la modalidad *tipping to nil* en la que, una vez superado el importe de la franquicia, la aseguradora ha de indemnizar la totalidad del daño producido⁸¹.

También podríamos encontrarnos con pólizas en las que se opte por una modalidad mixta en la que la aseguradora se obliga a abonar el importe que exceda de la franquicia y parte de esta, o incluso cabe la posibilidad de incorporar franquicias o *retentions* variables cuyo importe vaya siendo actualizado con el paso del tiempo o la realización de determinados hitos⁸².

Ambas limitaciones pueden actuar de manera conjunta ya que, mientras que la *regla de minimis* actúa de manera individualizada, es decir, para cada siniestro, la franquicia es una cuantía acumulativa. De esta manera, podría decirse que la cuantía *de minimis* es en realidad una franquicia individual por siniestro de modalidad *tipping to nil*⁸³.

Una vez más, el elevado grado de competencia en el actual mercado del seguro de manifestaciones y garantías ha provocado que cada vez más pólizas se suscriban sin estas limitaciones, es decir, asumiendo la aseguradora la totalidad del riesgo.

Así, las entidades aseguradoras han pasado de exigir que los vendedores respalden sus manifestaciones a través de la retención de este de parte del riesgo, mediante la regla *de*

⁸¹ Del Río, G., *cit.*, p. 292 en línea con lo expuesto por Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, pp. 26 y 27.

⁸² *Id.*

⁸³ Esta conclusión viene recogida en Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, p. 27.

minimis o la franquicia, a ofrecer actualmente pólizas en las que la entidad vendedora no retiene prácticamente responsabilidad alguna⁸⁴.

Además de estos mecanismos que establecen un importe mínimo a indemnizar, también es posible pactar un límite máximo de responsabilidad para la aseguradora limitando la prestación futura de esta⁸⁵.

3.6. La protección de lo imprevisible. El impacto de la pandemia COVID-19 en el seguro de manifestaciones y garantías.

La disrupción provocada por la crisis del coronavirus en el ámbito de las operaciones de M&A ha sido especialmente reseñable en el ámbito del seguro de manifestaciones y garantías.

Como consecuencia de la pandemia, los compradores trataron de rescindir aquellas operaciones en las que no se había producido aún el cierre alegando que los efectos de la pandemia podían ser reconducidos a las cláusulas de cambio material adverso (*material adverse change*), o, incluso, que las decisiones adoptadas en respuesta a esta por la parte vendedora suponían un incumplimiento de las *covenants* proporcionadas, lo que ha generado una gran litigiosidad en los tribunales americanos⁸⁶.

⁸⁴ Bagadía, E. y Moreno, J., *cit.* En términos casi idénticos se pronuncian Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., “The Next Frontier for Representations and Warranties Insurance: Public M&A Deals?”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 de octubre de 2020 (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/24/the-next-frontier-for-representations-and-warranties-insurance-public-ma-deals/>; última consulta 28/03/2022). Estos últimos acuñan para referirse a esta práctica por parte de los aseguradores de tratar de garantizar la veracidad de las manifestaciones haciendo responsable al vendedor de parte de la indemnización el término “*have skin in the game*”, que podría traducirse como jugarse la piel o tener un interés propio en esa veracidad.

⁸⁵ Del Río, G., *cit.*, p. 292

⁸⁶ Cooper, R., McDonald, M. y Bibi, P., “The Mergers and Acquisitions Review: M&A Litigation in the United States”, *The Law Reviews*, 2 de febrero de 2020 (disponible en <https://thelawreviews.co.uk/title/the-mergers-and-acquisitions-review/m-and-a-litigation-in-the-united-states>; última consulta 28/03/2022), y en la misma línea Xu, A., Rogers, M., y Jerath, G., “COVID-19 Impact: Potential Risks and Problems in Signed M&A Deals”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 20 de abril de 2020 (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/04/20/covid-19-impact-potential-risks-and-problems-in-signed-ma-deals/>; última consulta 28/03/2022).

La pandemia de la COVID-19, así como la crisis financiera que siguió a esta, han servido para reconfigurar una pluralidad de aspectos de la práctica mercantil. En el marco del seguro de manifestaciones y garantías, el impacto es, si cabe, mayor puesto que se trata del primer ‘shock’ financiero al que se enfrenta desde su estandarización en el mercado⁸⁷.

El seguro de manifestaciones y garantías tiene un cierto componente de protección frente a lo desconocido, y es que, como expone Pérez Carrillo⁸⁸, el seguro de manifestaciones y garantías no sólo mitiga el riesgo asociado a posibles incumplimientos por parte del vendedor, sino que también puede proteger al comprador de los daños derivados de riesgos desconocidos.

Sin embargo, a este respecto, podría ser oportuno diferenciar entre aquellos riesgos que siendo posibles son desconocidos, y aquellos otros riesgos que resultan, *a priori*, imprevisibles como lo fue hasta cierto momento temporal la crisis del coronavirus, y que difícilmente resultan asegurables.

En este apartado se pretende analizar el impacto que la crisis del Coronavirus puede tener en los seguros de manifestaciones y garantías que se suscriban en el futuro, pero también las consecuencias en operaciones en las que las pólizas habían sido suscritas con carácter previo a la misma.

3.6.1. Los seguros de manifestaciones y garantías suscritos con carácter previo a la pandemia.

Se trata de operaciones para las que se contrató un seguro de manifestaciones y garantías con carácter previo al inicio de la crisis de la COVID-19 pero en las que el cierre de la operación aún no se había producido.

⁸⁷ Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., “RWI Policies in the Coronavirus Era”, *Bloomberg Law*, 2020 p.1 (disponible en <https://www.winston.com/images/content/1/9/v2/199998/RWIPoliciesInCoronavirusEraECO43501.pdf>; última consulta 28/03/2022).

⁸⁸ Pérez Carrillo, E., *cit.*, p. 261.

Las consecuencias de la pandemia podrían dar lugar a la falsedad de determinadas manifestaciones protegidas por la póliza, en particular las relativas a la situación financiera de la empresa adquirida, sin que ello sea imputable a la entidad vendedora, por lo que estas operaciones han de encontrarse en un estado constante de reevaluación⁸⁹.

Sin perjuicio de que muchas de estas operaciones finalmente no lleguen a materializarse, pues la empresa objetivo puede no ser ya atractiva para el comprador o puede que este simplemente carezca de la capacidad financiera para hacer frente a la operación, respecto de aquellas que lleguen a buen puerto pueden esperarse importantes alteraciones en la aplicación de las pólizas de manifestaciones y garantías.

De esta manera, es probable que como consecuencia de la crisis derivada de la pandemia puedan materializarse reclamaciones bajo los parámetros previstos en pólizas suscritas con carácter previo a la misma, lo que inevitablemente incrementará la litigiosidad alrededor del seguro de manifestaciones y garantías⁹⁰.

A este respecto, las primeras informaciones relativas a disputas en el ámbito transaccional en el ejercicio 2022 resultan bastante esclarecedoras respecto de los aspectos del seguro de manifestaciones y garantías que mayor volumen de reclamaciones generan. Cabe resaltar a estos efectos presuntas prácticas corruptas previas a la adquisición, irregularidades en materia contable para “inflar” de manera artificial el precio de compra, así como compensaciones laborales no regularizadas antes del cierre⁹¹.

⁸⁹ Sidley Austin LLP, “Impact of COVID-19 on Representation and Warranty Insurance”, *Sidley Austin*, 3 de abril de 2020 <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2020/04/impact-of-covid19-on-representation-and-warranty-insurance>; última consulta 28/03/2022).

⁹⁰ Sáez, R., “Seguros de manifestaciones y garantías: ¿qué podemos esperar tras la pandemia?”, *Seguros News*, 13 de julio de 2020 (disponible en <https://segurosnews.com/opinion/seguros-de-manifestaciones-y-garantias-que-podemos-esperar-tras-la-pandemia>; última consulta 28/03/2022), así como Gibson, Dunn & Crutcher LLP, *cit.*, pp. 3 y 4.

⁹¹ Financier Worldwide, “Damages in Post-M&A and W&I Insurance disputes”, *Corporate Disputes Magazine*, Apr-Jun, 2022, p. 4 (disponible en https://passle-net.s3.amazonaws.com/Passle/602651b953548812c0fa5fe2/MediaLibrary/Document/2022-03-14-03-55-18-392-CD_Apr22Reprint_OneonOne_Ankura.pdf; última consulta 31/03/2022).

La solución óptima en estos casos no sería anular las pólizas de este tipo de transacciones, pero sí es necesario que las partes aborden la situación de manera directa con vistas a lograr una solución lo más satisfactoria posible para todas las partes involucradas.

Para ello, se podría determinar el impacto que el coronavirus haya tenido en la empresa adquirida y ponerlo en relación con el perjuicio total sufrido por el comprador para determinar si, efectivamente, el daño encuentra su origen en los efectos de la crisis sanitaria o si, por el contrario, podría apreciarse la falsedad de alguna de las manifestaciones y garantías vertidas por causa distinta⁹².

Esta situación presenta también particularidades para las entidades aseguradoras. Una de las respuestas esperadas por las mismas respecto de las pólizas previas a la pandemia es la inclusión de declaraciones relativas al efecto de la COVID-19 en la *no claims declaration*⁹³.

El efecto de la inclusión de esta declaración sería, esencialmente, el mismo que la incorporación a las pólizas suscritas tras la pandemia de cláusulas de exclusión de los efectos derivados de esta.

Las partes que conforman la operación para la que se suscriba un seguro de manifestaciones y garantías también deben de esperar unas mayores exigencias al cierre de la operación por parte de las aseguradoras, en particular en aquellas industrias que se hayan visto especialmente impactadas, entre otras circunstancias, por las dificultades relativas a las cadenas de valor o por el distanciamiento social⁹⁴.

Por su parte, también podría producirse que las entidades aseguradoras traten de reconducir los efectos producidos por la pandemia a contingencias conocidas por el comprador para

⁹² Cooper, R., McDonald, M. y Bibi, P., *cit.* Los autores analizan el caso Simon Property Group, Inc v. Taubman Centers, Inc donde el comprador alegó la inexigibilidad de continuar con la operación al no haber tomado el vendedor medidas extraordinarias para hacer frente a la pandemia lo que a su vez suponía un incumplimiento de la cláusula de *ordinary course of business*.

⁹³ Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., *cit.*, pp. 2 y 3. También Financier Worldwide, *cit.*, p.6, recalca la importancia de analizar de manera extensa el grado de imputabilidad del daño a la pandemia.

⁹⁴ Gibson, Dunn & Crutcher LLP, *cit.*, p. 1.

evitar asumir los efectos de la materialización de la contingencia, lo que conducirá, de nuevo, a un mayor grado de litigiosidad en estas operaciones⁹⁵.

3.6.2. *El seguro de manifestaciones y garantías pospandemia.*

Las aseguradoras vienen adoptando por lo general una de tres posturas en relación con la pandemia: incluir una cláusula general de exclusión del coronavirus, no incluir exclusión alguna a este respecto, o una postura intermedia adaptando la cláusula relativa al coronavirus a las necesidades concretas de la operación que se pretenda asegurar⁹⁶.

Respecto de la primera alternativa, no existe por el momento la estandarización respecto de las cláusulas generales relativas al coronavirus que sí puede apreciarse en otro tipo de cláusulas más comunes. Sin embargo, algunos autores alertan de la problemática asociada a las fórmulas que se vienen empleando, y es que una redacción excesivamente amplia puede dar lugar a importantes disputas entre las partes dado el amplio *basis for denial* que confieren a la parte vendedora, desvirtuando así la finalidad con la que se incluye la precitada exclusión⁹⁷.

Las dificultades asociadas a este tipo de clausulado se proyectan a su vez en la entidad aseguradora, pues podría darse el caso de que el asegurado trate de aprovecharse de la amplitud de la cláusula para intentar encuadrar una contingencia que, no quedando cubierta por la póliza, presente cierta relación con la pandemia⁹⁸.

Sin embargo, las últimas informaciones acerca de las principales tendencias de mercado indican que han empezado ya a surgir exclusiones más específicas en relación con la

⁹⁵ Aspecto este que vaticinan tanto Xu, A., Rogers, M., y Jerath, G., *cit.*, como Gibson, Dunn & Crutcher LLP, *cit.*, p.3.

⁹⁶ Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., *cit.*, p. 2.

⁹⁷ Tanto Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., *cit.*, p. 2 como Norton Rose Fulbright, *cit.*, tratan este aspecto, indicando este último que esta primera opción ha sido la adoptada de manera general en el mercado americano.

⁹⁸ Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., *cit.*, p.2 y también Howden Iberia, “¿Cómo impactará el COVID-19 en los seguros de M&A?”, *Howden Iberia*, mayo de 2020, p. 2 (disponible en http://www.howdeniberia.com/wp-content/uploads/2020/05/Howden-Covid_ma.pdf; última consulta 28/03/2022).

pandemia y sus efectos. Así, cada vez más aseguradoras ofrecen sus seguros “*underwriting to risk*” lo que supone, *grosso modo*, limitar la exclusión de los efectos de la pandemia a las contingencias que puedan impactar las relaciones contractuales de la empresa vendedora con sus proveedores o clientes⁹⁹.

Lo anterior parecería indicar que se está produciendo una transición progresiva desde las cláusulas genéricas hacia la tercera modalidad de exclusiones *ad hoc* y, en concreto, hacia cláusulas de exclusión de eventos específicos.

En el caso de adoptar una solución a medida, resulta esencial definir con claridad el contenido de esta cláusula, lo que exigirá a su vez una mayor diligencia por parte de la aseguradora a la hora de determinar la exactitud de las manifestaciones. Dada la naturaleza de la exclusión, y los constantes cambios derivados de la pandemia, lo cierto es que muchas aseguradoras se han mostrado abiertas para negociar el ámbito de esta exclusión, siendo posible su aplicación respecto de determinadas manifestaciones con carácter exclusivo¹⁰⁰.

Otro aspecto que considerar respecto del impacto de la COVID-19, es el incremento del número de reclamaciones relativas a los seguros de manifestaciones y garantías en un contexto económico en el que las empresas buscan mitigar sus pérdidas por cualquier vía. Si bien dicho incremento venía produciéndose ya con carácter previo a la pandemia, tras la misma se ha acelerado, si cabe, aún más.

Un mayor volumen de reclamaciones interpuestas, resta atractivo al seguro de manifestaciones y garantías también desde el punto de vista de las aseguradoras, lo que podría llevar a estas a solicitar primas mayores, a establecer limitaciones menores a su responsabilidad o a reducir el ámbito de protección ofertado a las partes¹⁰¹.

⁹⁹ Woodruff Sawyer, “M&A trend report 2021”, *Woodruff Sawyer*, 2020, pp. 16 y 17. Donde además se proporciona una definición estándar de estas exclusiones genéricas, según la cual se excluiría cualquier “*loss based upon, arising out of or resulting from losses to the extent attributable to COVID-19*” (disponible en <https://woodrufflaw.com/wp-content/uploads/2020/10/MA-Trend-Report-2021.pdf>; última consulta 28/03/2022).

¹⁰⁰ Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., *cit.*, p.2 y Sidley Austin LLP, *cit.*

¹⁰¹ Sáez, R., *cit.*, y Howden Iberia, *cit.*, pp. 1-3

4. LA PROYECCIÓN DE LA ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN EN EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS

Uno de los aspectos que mayor complejidad e incertidumbre genera en el ámbito de la compraventa de empresas es el de la asimetría de la información. Establece Carrasco Perera a este respecto que *“como en toda compraventa, pero agravada aquí por la razón del objeto, existe en la adquisición de empresas una enorme asimetría informativa entre el comprador y el vendedor”*¹⁰².

En el contrato de compraventa, que precede al de seguro, la asimetría se trata de resolver mediante la declaración de manifestaciones y garantías, que permite asignar contractualmente los riesgos inherentes a la operación de compraventa entre las partes¹⁰³.

Al contratar un seguro sobre dicha declaración, la asimetría de la información entre comprador y vendedor se traslada a la entidad aseguradora, ya que esta carece del nivel de conocimiento del que disponen las partes respecto de la operación que se pretende asegurar.

En este apartado se profundiza en la forma en la que las principales teorías relativas a la asimetría de la información en el mercado de los seguros se concretan en un proceso de M&A, así como los mecanismos que pueden emplear las aseguradoras para mitigarlos.

4.1. La selección adversa

Se trata de, probablemente, la proyección de mayor relevancia de la asimetría de la información en el ámbito del aseguramiento. Consiste esencialmente en la ventaja de la que

¹⁰² Carrasco Perera, A., *cit.*, p. 291. También Griffith, S., *cit.*, pp. 1848 y ss. comienza su trabajo tratando la problemática de la información en los procesos de M&A, reforzando la perspectiva de Carrasco Perera.

¹⁰³ Tanto Griffith, S., *cit.*, pp. 1840-1843 y 1854, como Del Río, G., *cit.*, pp. 272-273 coinciden en este aspecto. De hecho, Griffith considera que la utilidad principal de la declaración de manifestaciones y garantías es, precisamente, que la parte que dispone de un mayor nivel de información asuma un mayor grado de responsabilidad y así garantizar la veracidad de los hechos que revele a lo largo del proceso.

dispone el asegurado respecto al asegurador respecto de determinados aspectos no observables para este último¹⁰⁴.

Cabe destacar que, en el caso de la selección adversa, el problema derivado de la asimetría de la información surge con carácter previo a la contratación del seguro, dificultando así el traspaso de información requerido para fijar las cláusulas del contrato¹⁰⁵.

Cuando la información acerca de la probabilidad de concreción de un determinado riesgo o la entidad del mismo es privada o de difícil acceso para el asegurador, el seguro va a atraer a los peores asegurados de entre los potencialmente interesados. Así, serán las partes que prevean un mayor riesgo en sus operaciones, atendiendo a sus condiciones subjetivas u objetivas, y por ende una mayor posibilidad de sufrir daños, los que decidan suscribir estas pólizas¹⁰⁶.

De una manera simplificada, la selección adversa implicaría en el marco del seguro de manifestaciones y garantías que las partes en una operación de M&A únicamente contratarían un seguro de manifestaciones y garantías para aquellas operaciones en las que considerasen que el riesgo es elevado, optando por vías menos gravosas, como las enunciadas en el apartado 2.2, para aquellas operaciones en las que no se perciba un nivel de riesgo tan elevado.

Las aseguradoras por su parte, fijan las primas en base al riesgo promedio ante la incapacidad de determinar los riesgos concretos de cada asegurado. Se deriva de lo anterior una implicación doble para los asegurados. Por un lado, para los riesgos de nivel reducido, la

¹⁰⁴ Bardey, D., “Asimetrías de información en los mercados de seguros: teoría y evidencia”, *Revista Fasecolda*, 2008, p. 14 (disponible en <https://docplayer.es/545210-Asimetrias-de-informacion-en-los-mercados-de-seguros.html>; última consulta 28/03/2022).

¹⁰⁵ Gómez Ligüerre, C., *Solidaridad impropia y seguro de responsabilidad civil*, Fundación MAPFRE, Madrid, 2010, p. 27 (disponible en <https://app.mapfre.com/ccm/content/documentos/fundacion/cs-seguro/libros/solidaridad-impropia-y-seguro-de-responsabilidad-civil.pdf>; última consulta 05/01/2022).

¹⁰⁶ Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...”.

prima determinada por la aseguradora va a ser comparativamente elevada al reflejar el riesgo promedio, mientras que, en el caso de riesgos elevados, la cobertura ofrecida parecerá baja¹⁰⁷.

Así, aquellos que busquen asegurar riesgos de reducida entidad estarían, mediante unas primas excesivas para su nivel de riesgo, subvencionando en cierta medida a los asegurados de mayor riesgo, desincentivando la suscripción de estas pólizas para los primeros que terminarán optando por otras fórmulas alternativas de protección o renunciando a proseguir con la operación.

Ello deriva en última instancia en que sean precisamente los individuos que mayor riesgo prevean en sus operaciones los que acaben contratando las pólizas, mientras que los individuos que presenten un bajo riesgo acabarán abandonando el mercado, siguiendo el teorema de Rothschild-Stiglitz, al no encontrar ninguna póliza a un precio adecuado para su nivel de riesgo¹⁰⁸.

La problemática anterior adquiere relevancia adicional cuando es precisamente la existencia de un instrumento que permite mitigar, o en este caso transferir, parte del riesgo lo que lleva a las partes a proceder con una operación que no se habría realizado en un contexto en el que la adquirente debiera de asumir la totalidad del riesgo¹⁰⁹.

Esta circunstancia acaba también repercutiendo en las aseguradoras. Para mitigar este mayor riesgo, estas entidades deben implementar distintos mecanismos de selección de riesgos tanto a través de las exclusiones incorporadas a las pólizas, cuyas expresiones más comunes ya han sido tratadas *supra*, como, incluso, rechazando asegurar determinadas operaciones, eliminando, por lo menos, las consecuencias más básicas de selección adversa¹¹⁰.

¹⁰⁷ Por todos, Bardey, D., *cit.*, p. 14 y Griffith, S., *cit.*, p. 1873. En la misma línea, Gómez Ligüerre, C., *cit.*, p. 27 aborda esta cuestión de manera sumamente ilustrativa, afirmando que “*la compañía conoce mejor que el asegurado el riesgo medio de la conducción, pero sólo el asegurado conoce su habilidad real al volante y el uso efectivo que hará del vehículo*”.

¹⁰⁸ Gómez Ligüerre, C., *cit.*, pp. 27-28. Como establece este autor, los arts. 10 y 11 LCS establecen diversas obligaciones para minimizar el impacto de la asimetría de la información, si bien estas previsiones resultan difícilmente aplicables en el seno de la compraventa de empresas.

¹⁰⁹ Griffith, S., *cit.*, p. 1873.

¹¹⁰ Griffith, S., *cit.*, p. 1911.

4.2. El riesgo moral

Cabe definir el riesgo moral como el cambio en el comportamiento del asegurado una vez contratado el seguro, que se traduce en la asunción por este de mayores riesgos precisamente por estar protegido, aumentando así la probabilidad de que la contingencia asegurada acabe materializándose.

El impacto del riesgo moral, a diferencia de la selección adversa, puede por tanto llegar a cuantificarse. La magnitud de este equivale a las precauciones que el individuo deja de asumir por quedar limitada su responsabilidad, y es que tanto las contingencias aseguradas como la prima solicitada a cambio de dicha protección se determinan en base al comportamiento del asegurado previo a la contratación de la póliza¹¹¹.

Adicionalmente, si respecto de la selección adversa se puntualizaba que se produce con carácter previo a la contratación, la concreción del riesgo moral tendrá lugar con carácter posterior a la misma, afectando en todo caso al cumplimiento de las obligaciones derivadas del seguro¹¹².

En el marco de las operaciones de M&A, dada su complejidad y lo elevado de su cuantía, los efectos económicos derivados del riesgo moral pueden ser sumamente relevantes para la entidad aseguradora, al reducirse el incentivo del asegurado para prevenir los riesgos y, por ende, las contingencias respecto de las que deberá de responder la aseguradora. La concreción más habitual del riesgo moral en el contexto de las fusiones y adquisiciones es el de una mayor laxitud en el proceso de *due dilligence*¹¹³.

A estos efectos, la diligencia exigible a las partes ha de ser la que se exigiría en caso de no haber suscrito el seguro de manifestaciones y garantías, es decir, el estándar de diligencia

¹¹¹ Gómez Ligüerre, C., *cit.*, pp. 28 y ss. y 76. También Bardey, D., *cit.*, p. 15 proporciona una aproximación similar al fenómeno del riesgo moral, diferenciando además entre riesgo moral *ex ante*, que se proyecta en un menor esfuerzo de prevención por el asegurado, y riesgo moral *ex post*, que consistiría en el intento por parte del asegurado de incrementar el importe percibido tras haberse materializado el riesgo asegurado.

¹¹² Gómez Ligüerre, C., *cit.*, p. 76.

¹¹³ Griffith, S., *cit.*, p. 1874. Más aún, si cabe, ahora que las aseguradoras ya no solicitan un proceso de *due dilligence* adicional para suscribir un contrato de seguro de manifestaciones y garantías.

debida conforme a criterios de razonabilidad y prudencia. En definitiva, se exige que el análisis de la sociedad objetivo se realice en condiciones de mercado, para tratar de eliminar o por lo menos minimizar, el riesgo moral asociado a la suscripción de la póliza¹¹⁴.

Este riesgo moral se ve, incluso, acrecentado cuando los accionistas de la empresa objetivo reciben como contraprestación acciones de la empresa compradora, pasando a ser propietarios de esta última, lo que en lo que en la práctica americana se denomina “*rollover equity*”. Podría darse en estos casos la paradoja de que quien comete el incumplimiento sea al mismo tiempo beneficiario de los importes que recibiera la empresa compradora de la aseguradora como consecuencia de dicho incumplimiento.

Las entidades aseguradoras deben de tomar en consideración esta circunstancia y tomar las precauciones necesarias. En este contexto, una solución factible sería nombrar beneficiaria del seguro a una entidad en la que los socios de la empresa objetivo no vayan a disponer de participación, como podría ser un *holding*.

Alternativamente, podría preverse en la póliza una reducción de los pagos en base a la participación adquirida por los vendedores en la operación, además de, claro está, exigir una prima superior para mitigar este incremento del riesgo moral¹¹⁵.

Gómez Ligüerre nos presenta otra línea de pensamiento en lo relativo a la mitigación del riesgo moral, argumentando que “*el mejor incentivo para para evitar el riesgo moral es limitar la cobertura de la póliza*”¹¹⁶. Se trata de un razonamiento similar al que promulga Griffith¹¹⁷, por lo que se erige como otra solución posible, y a lo mejor idónea, para paliar la problemática del riesgo moral en el seno del seguro de manifestaciones y garantías.

4.3. Credibilidad de los compromisos asumidos por la parte vendedora

¹¹⁴ Del Río, G., *cit.*, p. 277 y ss. También Allmendiger, C., *cit.* recalca la importancia de que la negociación del acuerdo de compraventa se realice como si no se fuera a suscribir un seguro sobre el mismo.

¹¹⁵ Keeler, B., *cit.*, pp. 5 y 6 trata de manera detallada las operaciones de “*rollover equity*” así como el impacto de las mismas en el riesgo moral del vendedor.

¹¹⁶ Gómez Ligüerre, C., *cit.*, p. 31.

¹¹⁷ Griffith, S., *cit.*, p. 1912. Cabe destacar que Griffith también emplea para referirse a este aspecto el término “*have skin in the game*”.

Otro aspecto al que se refieren algunos autores en relación con las distorsiones que pueden llegar a producirse en el proceso de M&A como consecuencia de la contratación de un seguro de manifestaciones y garantías, siendo en este caso exclusivo de esta tipología de seguro, es la posibilidad de que la suscripción de la póliza limite la credibilidad de los compromisos asumidos por las partes.

Dado que uno de los principales mecanismos tendentes a asegurar la certeza y corrección de la información aportada por la parte vendedora es precisamente la responsabilidad legal que debe asumir en caso de falsedad o incorrección de esta, el hecho de transferir dicha responsabilidad a un tercero ajeno a la operación incrementa el riesgo de que la información recibida por el comprador no sea todo lo adecuada que debería¹¹⁸.

Se trata por tanto de una figura complementaria a la del riesgo moral del comprador, pero que, en este caso, se proyecta respecto del vendedor, que sería la parte incentivada para no ejercer el mismo grado de profesionalidad y diligencia respecto de la información conferida al comprador.

De nuevo, las consecuencias se proyectan no sólo respecto del comprador, que puede basar su decisión de adquisición en información incompleta, sino que también se transfieren a la entidad aseguradora que en caso de no adoptarse los mecanismos de protección adecuados¹¹⁹.

4.4. El impacto desigual de los efectos derivados de la asimetría de la información en los participantes del seguro de manifestaciones y garantías

De lo expuesto anteriormente, podemos extraer una serie de conclusiones acerca del impacto de los riesgos propios del contrato de seguro en el marco de las manifestaciones y garantías en los distintos participantes de este.

¹¹⁸ Griffith, S., *cit.*, pp. 1860 y 1875. Así, la responsabilidad del vendedor viene a complementar el proceso de *due diligence* realizado por el comprador a la hora de intensificar la credibilidad de la información proporcionada y los compromisos asumidos por el primero.

¹¹⁹ Griffith, S., *cit.*, pp. 1860

Así, la empresa aseguradora está expuesta a estos riesgos en todo caso, al asumir en última instancia tanto la menor precaución del comprador al analizar la empresa objetivo, como la posible desconexión del comprador respecto del proceso al transferirse su responsabilidad.

La parte vendedora por su parte no sufre en momento alguno un impacto perjudicial en este aspecto salvo el riesgo que pueda retener en concepto de franquicia o *de minimis*, mientras que la compradora puede llegar a verse perjudicada también en el caso de que la diligencia de la parte vendedora a la hora de transmitir la información no sea la adecuada, si bien su exposición queda limitada por la presencia de la entidad aseguradora.

5. EL FUTURO DEL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS

5.1. Las amenazas futuras para el seguro de manifestaciones y garantías

Uno de los aspectos que se han tratado a lo largo de este trabajo, es la relativa novedad de este instrumento, así como su explosión en la última década. Precisamente debido a este rápido crecimiento, hay autores y participantes del mercado que consideran que el seguro de manifestaciones y garantías ha alcanzado ya la cúspide de su desarrollo, abogando un futuro incierto para estas pólizas.

Si bien el mayor nivel de competencia entre aseguradoras para proporcionar este tipo de pólizas contribuyó de manera esencial en la expansión de este instrumento, reduciendo las primas y ampliando el número de contingencias aseguradas, también ha provocado que algunas de estas entidades, para introducirse en este mercado, hayan demostrado excesiva permisibilidad en sus procesos de contratación.

Entre los aspectos que mayor preocupación generan en este contexto, cabe resaltar la tendencia creciente a redactar las declaraciones de manera más beneficiosa para el comprador, la negativa de determinadas firmas legales a realizar diligencias profundas, o la agresividad de las reclamaciones realizadas por ciertos asegurados¹²⁰.

En esta misma línea se posiciona Griffith¹²¹, adoptando una postura claramente escéptica respecto del porvenir de estas pólizas argumentando que podríamos estar aproximándonos al fin del ciclo actual.

Dada la naturaleza cíclica de los mercados de seguros, augura una próxima transición hacia requisitos más estrictos y primas más elevadas, algo que considera inevitable una vez las aseguradoras comiencen a sufrir las consecuencias de los débiles estándares de contratación

¹²⁰ Como establece Cable, A., *cit.*, p. 98, ampliando lo establecido por Griffith, *cit.*, pp. 1918-1920 a este respecto.

¹²¹ Griffith, S., *cit.*, pp. 1918-1920. A estos efectos, el autor considera que la expansión de las coberturas y la reducción de las primas ha derivado en lo que la doctrina denomina “*soft market*”.

que se vienen implementando, lo que en última instancia acabará por disipar el entusiasmo actual por el seguro de manifestaciones y garantías.

Con independencia de que nos posicionemos en favor o en contra de lo expuesto por esta línea de pensamiento dentro de la doctrina, sus críticas deben de servir como aviso de que el seguro de manifestaciones y garantías ha de mantenerse en la senda de evolución y perfeccionamiento que viene siguiendo en los últimos años.

5.2. Reestructuración del proceso tradicional de M&A

Cable¹²² defiende que el elemento clave del seguro de manifestaciones y garantías ha sido, hasta el momento, la deferencia hacia el proceso actual de M&A. Así, las aseguradores confían en el buen hacer de las partes involucradas en la operación y en sus asesores legales, manteniéndose estos últimos en el centro de la operación, por lo que el proceso de M&A permanece inmutable más allá de la incorporación de un sujeto adicional.

En esta misma línea, Del Río argumenta que sería recomendable que la cobertura proporcionada por el seguro de manifestaciones y garantías fuese, por lo menos, *back-to-back*, es decir, que no existan discrepancias entre los riesgos asumidos por comprador, vendedor y aseguradora, sin perjuicio de las posibles mejoras que puedan suscribirse en sede del seguro para aumentar el ámbito de protección contemplado en el contrato de compraventa¹²³.

De hecho, en la práctica norteamericana se ha normalizado el trasladar de manera literal al contrato de seguro las manifestaciones y garantías incorporadas al contrato de compraventa, modalidad que se denomina “cubiertas según redactadas” o “*covered as drafted*”¹²⁴.

¹²² Cable, A., *cit.*, p. 78.

¹²³ Considera Del Río, G., *cit.*, pp. 283, 284 y 301 que se evita así la falta de equivalencia o “riesgo de desconexión” en la interpretación y funcionamiento del seguro. También en términos similares se pronuncia Allmendinger, C., *cit.*, al afirmar que en el pasado “*el racional del seguro de manifestaciones y garantías era que la póliza cubriese el acuerdo tal y como había sido negociado por las partes*”.

¹²⁴ Como establece Husson, H., “W&I policies' broadening loss definitions - a win for insureds?”, *Lockton International*, 18 de enero de 2019 <https://www.locktoninternational.com/gb/articles/wi-policies-broadening-loss-definitions-win-insureds>; última consulta 28/03/2022), y amplía Del Río, G., *cit.*, pp. 283, 284 y 301.

Así, se aprecia a menudo un elevado grado de correlación entre el contenido del contrato de compraventa y el seguro de manifestaciones y garantías, lo que al mismo tiempo resulta lógico dado que el objeto subyacente de este último es precisamente la declaración de manifestaciones y garantías contenida en el primero.

Sin embargo, no ha de obviarse la posibilidad de proceder a la reformulación de determinadas manifestaciones en el contrato de seguro. Esta reformulación consistiría, esencialmente, en modificar la redacción de una determinada manifestación prevista en el contrato de compraventa para precisar en mayor medida la protección conferida por la entidad aseguradora. De manera meramente ilustrativa, se podría limitar la protección de un determinado riesgo a la inexistencia de indicios “*conocidos por el vendedor*” o de deudas “*vencidas actualmente*”¹²⁵.

A estos efectos, cabe destacar otra cláusula incorporable a los seguros de manifestaciones y garantías, denominada ‘*clean exit*’, que consiste en prever en el contrato de compraventa un *cap* o límite a la garantía prestada por el vendedor de valor meramente simbólico, próximo a cero, salvo respecto de aquellas responsabilidades no limitables o irrenunciables, para que la protección del comprador sea satisfecha íntegramente por la póliza.

Esta ‘salida limpia’, puede resultar especialmente beneficiosa para los casos en los que la parte vendedora sea un fondo, ya que este podrá liquidarse inmediatamente después del cierre de la operación, al dirigirse las posibles reclamaciones futuras a la entidad aseguradora¹²⁶.

Sin embargo, la evolución tecnológica cada vez tiene un mayor impacto en las declaraciones de manifestaciones y garantías, y las aseguradoras se encuentran más capacitadas para poder hacer frente a estos cambios, por lo que podríamos ver modificaciones en el equilibrio actual

¹²⁵ Del Río, G., *cit.*, pp. 285-287. El autor realiza una aproximación mucho más detallada acerca de las manifestaciones susceptibles de reformulación, que excede el ámbito de este trabajo por motivos de espacio.

¹²⁶ Por todos, Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., *cit.*, pp. 22 y 28, Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías...” y Husson, H., *cit.* De hecho, en *Financier Worldwide*, *cit.*, p.3, se presenta un ejemplo práctico.

que deriven en una reestructuración del proceso de M&A asumiendo las aseguradoras funciones que hasta el momento venían desarrollando los abogados¹²⁷.

Y es que son las entidades aseguradoras las que disponen de información y series temporales acerca de, por ejemplo, la frecuencia con la que una determinada manifestación resulta incierta o el importe al que ascienden en promedio los daños causados por el incumplimiento de determinadas contingencias, pudiendo así determinar de manera más precisa el riesgo inherente a cada operación¹²⁸.

5.3. La aceptación de garantías sintéticas

5.3.1. Aproximación al concepto

Esta progresiva separación entre el proceso de M&A y la suscripción del seguro de manifestaciones y garantías, se proyecta igualmente en lo que la doctrina ha venido a denominar ‘garantías sintéticas’.

A través de este mecanismo, el comprador negocia directamente con la aseguradora las manifestaciones y garantías que quedarán amparadas por la póliza, aunque no exista en realidad una declaración de manifestaciones y garantías incorporada al contrato de compraventa¹²⁹.

Se estaría eliminando de esta manera la declaración de manifestaciones y garantías emitida por el vendedor que constituye el objeto asegurado en los seguros de manifestaciones y garantías estándar, incorporando a la póliza manifestaciones y garantías que se consideran

¹²⁷ En este sentido, Financier Worldwide, *cit.*, p. 4 establece que la tecnología ha incrementado de manera exponencial la eficiencia en el cálculo de los daños en el contexto de las operaciones de M&A, por lo que también en este aspecto el papel del abogado podría verse relegado.

¹²⁸ Cable, A., *cit.*, p. 102 y ss.

¹²⁹ Sáez, R., *cit.* y Kaufhold, T., y Burgic, N., “Synthetic W&I Insurance Concepts in M&A”, *M&A Review Europe*, vol. 6, 2021, pp. 32 y 33 (disponible en https://ma-review.com/wp-content/uploads/2018/02/MuA_Europe-21_07_24_11.pdf; última consulta 31/03/2021).

dadas por el vendedor al comprador cuando, en realidad, las mismas no han sido vertidas por el primero en el contrato de compraventa de empresas¹³⁰.

Lo cierto es que el concepto de ‘sintético’ no es del todo novel en el ámbito del seguro de manifestaciones y garantías, y es que el refuerzo de la protección prevista en el contrato de compraventa de empresas en sede del seguro es, en el fondo, una manera sintética de incrementar la protección conferida al comprador a cambio de una prima mayor¹³¹.

Tratando de aterrizar este concepto en la práctica aseguradora, las garantías sintéticas pueden emplearse para extender los plazos de protección más allá de los previstos en el contrato de compraventa, o para ampliar la protección respecto del límite de responsabilidad o *liability cap* acordado entre las partes. También en algunas operaciones recientes se han incorporado al contrato de compraventa unos plazos y límites de responsabilidad muy inferiores a los habituales en este tipo de operaciones para después ampliarlos en el seguro de manifestaciones y garantías¹³².

5.3.2. *Ventajas e inconvenientes en relación con el seguro de manifestaciones y garantías estándar*

La configuración de las garantías sintéticas la convierten en una solución deseable para solventar algunos de los problemas que habitualmente se asocian a un seguro de manifestaciones y garantías al uso o, incluso, suscribir un seguro en operaciones en las que no hubiera sido posible de otro modo.

Entre los supuestos propicios para su utilización encontraríamos los casos de ventas precipitadas por la mala situación económica de la vendedora (*distressed sales*) así como las

¹³⁰ Pavón, B., “Minority stake acquisitions and W&I Insurance post COVID-19 revival”, *Willis Towers Watson*, 26 de mayo de 2020 (disponible en <https://www.willistowerswatson.com/en-GB/Insights/2020/04/minority-stake-acquisitions-and-w-and-i-insurance-post-covid-19-revival>; última consulta 28/03/2022).

¹³¹ Kaufhold, T., y Burgic, N., *cit.*, p.32. Adicionalmente, Cunningham, J., “W&I Insurance: The rise of synthetic warranties?”, *RPC*, 22 de julio de 2020 (disponible en <https://www.rpc.co.uk/perspectives/rpc-big-deal/wi-insurance-the-rise-of-synthetic-warranties/>; última consulta 28/03/2022) afirma que la primera póliza plenamente sintética en Reino Unido se suscribió apenas en 2018.

¹³² Allmendiger, C., *cit.*

operaciones *take private*, en las que se produce la exclusión de cotización de la empresa objetivo como consecuencia de su adquisición¹³³.

Adicionalmente, puede ser una alternativa más expedita al requerir de un único proceso de negociación, si bien es cierto que la reducción del tiempo de negociación no necesariamente ha de producirse en la práctica¹³⁴.

Sin embargo, las garantías sintéticas no alcanzan a solventar otras dificultades propias del seguro de manifestaciones y garantías. De hecho, Pavón afirma que en el mercado existe aún poco apetito para la suscripción de pólizas íntegramente sintéticas, a pesar de su creciente popularidad, por el mayor riesgo que conllevan para las aseguradoras y por la falta de desarrollo y experiencia a su alrededor en la mayoría de jurisdicciones¹³⁵.

En este contexto, y ante ese mayor riesgo, la realización de una *due dilligence* exhaustiva sigue siendo imperativa en cuanto a que será el punto de referencia sobre el que se lleven a cabo las negociaciones acerca de los riesgos y las contingencias que quedarán protegidos bajo el seguro¹³⁶.

¹³³ La doctrina que ha tratado esta modalidad del seguro se muestra alineada en este aspecto como se pone de manifiesto en Cunningham, J., *cit.*, Norton Rose Fulbright, *cit.*, o Kaufhold, T., y Burgic, N., *cit.*, pp. 32-34.

¹³⁴ Cunningham, J., *cit.*

¹³⁵ Pavón, B., *cit.*

¹³⁶ Sobre la, si cabe, mayor importancia del proceso de *due dilligence* en relación con las garantías sintéticas se pronuncian Sáez, R., *cit.*, Cunningham, J., *cit.* y Kaufhold, T., y Burgic, N., *cit.*, p.34.

6. EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS EN OPERACIONES PÚBLICAS

Si bien podría haberse incluido este apartado dentro del estudio de las perspectivas futuras del seguro de manifestaciones y garantías, se estima oportuno incorporarlo de manera independiente dado el interés y relevancia de esta cuestión.

6.1. La inutilización del seguro de manifestaciones y garantías en la adquisición de compañías públicas. Particularidades de las empresas cotizadas

El auge en la utilización del seguro de manifestaciones y garantías que se expuso en el apartado 3.1 del presente trabajo, no se ha producido con la misma intensidad en todas las tipologías de operaciones de M&A, y es que, hasta el momento, el seguro de manifestaciones y garantías se ha empleado casi con exclusividad en operaciones privadas, siendo el ámbito de las operaciones públicas un terreno relativamente inexplorado por este tipo de pólizas¹³⁷.

A estos efectos, por operaciones públicas nos referimos a aquellas en las que al, menos una de las partes, es una empresa cotizada en algún mercado bursátil. Sin embargo, se pone especial atención a aquellas operaciones en las que la empresa vendedora es cotizada, pues es en esta tipología de adquisiciones en las que se aprecia una menor utilización del seguro de manifestaciones y garantías.

6.1.1. La ausencia de recursos posoperación y la cláusula “Material Adverse Change”

Una de las principales diferencias de las operaciones en las que hay involucradas empresas públicas o cotizadas reside en los recursos de los que dispone el comprador tras el cierre.

En las operaciones privadas, la expectativa por parte de los compradores es que los vendedores les indemnicen por los incumplimientos de las manifestaciones y garantías, y esa

¹³⁷ La doctrina se muestra alineada en este respecto. Por todos, Griffith, S., *cit.*, pp. 1864-1865 y Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., *cit.*

responsabilidad se transfiere a las entidades aseguradoras en el seguro de manifestaciones y garantías.

Sin embargo, en las operaciones públicas no ha existido tradicionalmente ningún tipo de remedio tras el cierre ya que, siendo su accionariado extremadamente volátil y disperso, sería complicado desde una perspectiva práctica determinar el modo de pago de la indemnización que pudiera surgir¹³⁸.

Lo anterior deriva de la propia estructura accionarial de las empresas cotizadas. Dado que las acciones son objeto de compraventa en un mercado público, el número de accionistas es mucho más elevado que en las empresas privadas. Adicionalmente, el plazo de tenencia de algunos de estos numerosos accionistas puede ser muy reducido si se persiguen beneficios en el corto plazo, lo que se opone frontalmente a la, por lo menos relativa, estabilidad accionarial propia de las sociedades no cotizadas.

Adicionalmente, no resultaría en modo alguno práctico dirigir una reclamación por incumplimiento de las manifestaciones y garantías a los accionistas de la empresa vendedora, ni tampoco tendría sentido reclamar a la propia sociedad vendedora, pues esta es ya, o lo será en un futuro próximo, propiedad de la sociedad que interpondría la reclamación, tratándose de una situación asimilable a la del *rollover equity* introducido con anterioridad.

Siguiendo esta línea de razonamiento, podemos concluir que en las operaciones públicas de M&A el comprador carece de cualquier tipo de remedio para los incumplimientos que se descubran con posterioridad al cierre de la operación¹³⁹.

Es por ello por lo que las garantías vertidas en el contrato de compraventa de empresas públicas suelen limitarse a manifestaciones esenciales respecto de la entidad vendedora, cuyo

¹³⁸ Por todos, Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., *cit.* y Gajic, M., Scarf, M. y Madafiglio, A., “W&I Insurance on the rise in public M&A”, *Minter Ellison*, 3 de abril de 2018 (disponible en <https://www.minterellison.com/articles/w-and-i-insurance-on-the-rise-in-public-m-and-a>; última consulta 28/03/2022).

¹³⁹ Griffith, S., *cit.*, p. 1851.

incumplimiento habilitaría al comprador para resolver el contrato de compraventa en lugar de solicitar indemnización¹⁴⁰.

De esta manera, otro aspecto que alcanza una dimensión propia en las operaciones públicas es la cláusula “*Material Adverse Change*”, que ya se ha mencionado al analizar el impacto de la COVID-19 en el seguro de manifestaciones y garantías. La incorporación de esta cláusula al contrato de compraventa de empresas permite al comprador desistir de la operación ante la ocurrencia de cambios sustanciales en el valor de la empresa objetivo entre el momento en el que se celebra el contrato y la ejecución de este¹⁴¹.

Es habitual que en las operaciones que involucran a empresas cotizadas se incorpore esta cláusula junto con una serie de condiciones de cierre, denominadas en la práctica del Common Law *bring-down conditions*. Ambas cláusulas en conjunto implican que el comprador únicamente puede abandonar la operación entre la firma y el cierre (*bring-down condition*) cuando el incumplimiento de las manifestaciones suponga un cambio adverso relevante (*material adverse change*).

Dado que se establece un umbral superior para permitir al comprador desistir de la operación, y las manifestaciones expiran al cierre de la operación, en el caso de que estas sean imprecisas la única acción que puede ejercitar el comprador sería la acción por fraude, si bien su interposición en este tipo de operaciones es bastante atípica, lo que revela una vez más el limitado amparo conferido a la parte compradora.

Podría concluirse por tanto que la infrautilización del seguro de manifestaciones y garantías en operaciones públicas deriva del hecho de que estas operaciones no suelen contener cláusulas indemnizatorias, por lo que no existe, siguiendo este razonamiento teórico, responsabilidad alguna que complementar o transferir a la entidad aseguradora¹⁴².

¹⁴⁰ Gajic, M., Scarf, M. y Madafiglio, A., *cit.*

¹⁴¹ Alfaro Águila-Real, J., *cit.* Como indica el autor, se trata de una cláusula *rebus sic stantibus* prevista para proteger al comprador en los casos en los que la firma y el cierre no se produzcan de manera simultánea.

¹⁴² Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., *cit.*

Sin embargo, el considerar que el seguro de manifestaciones y garantías no resultaría útil en el marco de las empresas públicas debido a que habitualmente el vendedor proporciona representaciones muy limitadas o, incluso, no las proporciona no sería correcto. Y es que es precisamente en los casos en los que el vendedor no proporciona protección suficiente al comprador cuando la póliza de manifestaciones y garantías adquiere, incluso, un interés mayor para el comprador, pues no suscribirla implicaría asumir la totalidad del riesgo¹⁴³.

De lo establecido hasta el momento, resulta evidente el papel que podría desempeñar el seguro de manifestaciones y garantías en este ámbito, más si cabe con la reciente incorporación de las garantías sintéticas, pues permite solventar la problemática de la dispersión accionarial transformando una pluralidad indeterminada de reclamados en una sola persona, la aseguradora, además de ampliar considerablemente la protección de la parte compradora concediéndole la posibilidad de ser indemnizada por aquellos incumplimientos que, no siendo de entidad suficiente para justificar la ejecución de la cláusula de *material adverse change*, puedan causarle un perjuicio.

6.1.2. *La publicación periódica de información de las empresas cotizadas*

También a nivel informativo las empresas cotizadas presentan individualidades que pueden justificar la existencia de ciertas particularidades en cuanto a la aplicación de un seguro de manifestaciones y garantías.

Así, estas empresas tienen la obligación de publicar información relativa a su situación financiera y otros extremos operativos de manera periódica, lo que podría dificultar la delimitación de la amplitud del conocimiento del comprador, pues este podría extenderse, incluso, más allá de lo analizado durante el proceso de *due diligence*¹⁴⁴.

¹⁴³ Maier, E., y Dunaevsky, Y., “SPAC Litigation Case Studies: How Insurance Responds”, *Business Law Today*, 15 de septiembre de 2021 (disponible en <https://businesslawtoday.org/2021/09/spac-litigation-case-studies-how-insurance-responds/>; última consulta 28/03/2022).

¹⁴⁴ Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., *cit.* Sin embargo, Griffith, S., *cit.*, p. 1851, adopta la postura contraria, argumentando que el proceso de *due diligence* se simplifica precisamente por las mayores facilidades de acceso a la información al ser esta pública.

Esta circunstancia también tiene, por lo menos aparentemente, una solución natural y es que al incorporarse con carácter habitual al contrato de seguro de manifestaciones y garantías una definición del alcance del conocimiento del comprador, bastaría con acomodar dicha cláusula a las particularidades propias de las empresas cotizadas.

Adicionalmente, y como pone de relieve Griffith, las mayores exigencias de publicidad respecto de las empresas cotizadas también contribuyen a reducir los efectos de la asimetría de la información, lo cual supone un menor riesgo a asumir por parte de las aseguradoras¹⁴⁵.

6.1.3. *La mayor relevancia de las empresas cotizadas y el consecuente impacto en el riesgo moral*

Otra de las preocupaciones en torno a la utilización de estas pólizas en operaciones públicas es un riesgo moral incluso superior al existente en las operaciones privadas como consecuencia de la relevancia que las empresas cotizadas tienen en la economía.

En este mayor riesgo moral influye también la existencia de las cláusulas de *Material Adverse Change* pues podrían incentivar al vendedor a reducir el ámbito de sus manifestaciones o, incluso, a concederlas con pequeñas imprecisiones¹⁴⁶.

Si bien resulta innegable que las características propias de las operaciones públicas acentúan ciertas necesidades de las partes intervinientes, como por ejemplo la confidencialidad, resultarían extensibles a las operaciones públicas las técnicas generales analizadas en su momento para la reducción del riesgo moral en operaciones privadas¹⁴⁷.

6.2. La extensión del seguro de manifestaciones y garantías a la adquisición de compañías públicas

En definitiva, alegar que las características propias de las operaciones públicas justifican no suscribir un contrato de manifestaciones y garantías parece excesivo, y es que tanto

¹⁴⁵ Griffith, S., *cit.*, pp. 1849-1850.

¹⁴⁶ Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., *cit.*

¹⁴⁷ *Vid.* el apartado 4.2 del presente trabajo en el que se ha abordado la problemática del riesgo moral en el seno del seguro de manifestaciones y garantías.

comprador como aseguradora tienen a su disposición instrumentos suficientes para garantizar la eficacia del mismo en este ámbito.

Las ventajas que el seguro de manifestaciones y garantías puede proporcionar en el ámbito de las operaciones privadas parecen trasladables, si quiera parcialmente, a las operaciones públicas, sin perjuicio claro está de la debida observancia de las reglas específicas y más estrictas que regulan la compraventa de empresas públicas.

De hecho, muchas de las inquietudes o limitaciones en relación con el seguro de manifestaciones y garantías en el ámbito de las operaciones públicas derivan esencialmente de la falta de recorrido del seguro en este contexto. El nivel de estandarización alcanzado en el ámbito privado requiere de un desarrollo e implantación que no se ha producido con las compañías públicas y que, una vez alcanzado, eliminaría gran parte de los problemas tratados hasta el momento¹⁴⁸.

Resulta incluso sintomático que algunos autores acuñen el término ‘acuerdos de tipo público’ (*public-style deals*) para referirse a aquellos seguros de manifestaciones y garantías en los que la póliza reemplaza por completo la responsabilidad del vendedor, ya que, al no contar el comprador con recurso alguno frente al vendedor, se produce una situación análoga a la de la compraventa de empresas públicas¹⁴⁹.

Sin embargo, tampoco sería viable, ni apropiado, someter al seguro de manifestaciones y garantías en operaciones públicas a los mismos estándares que en las operaciones privadas.

Uno de los aspectos *sine qua non* para la extensión exitosa del seguro a la compraventa de empresas cotizadas es sin duda alguna la necesidad de llevar a cabo un proceso de *due dilligence* más exhaustivo¹⁵⁰.

¹⁴⁸ Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., *cit.*

¹⁴⁹ Ziff, E., “Public R&W deal insurance on rise: AON”, *AON*, 5 de junio de 2018 (disponible en https://www.aon.com/getmedia/ae23adba-b095-4537-bf35-02b3f649040b/PublicR-W_revised.aspx; última consulta 28/03/2022).

¹⁵⁰ Gajic, M., Scarf, M. y Madafiglio, A., *cit.*

Dada la reducida extensión de las manifestaciones y garantías vertidas en este tipo de operaciones, la suscripción de un seguro de manifestaciones y garantías seguiría un procedimiento que presentaría numerosas similitudes con el expuesto en su momento respecto de las garantías sintéticas.

Otro posible escollo sería el de la división del coste de la póliza entre comprador y vendedor o su asunción íntegra por parte del vendedor debido a las especiales restricciones a las que se encuentran sometidas las entidades cotizadas en cuanto a la prestación de asistencia financiera para la compra de sus acciones¹⁵¹, si bien los beneficios que puede obtener el comprador con la suscripción de estas pólizas exceden ampliamente el coste de suscribir íntegramente la misma.

6.3. Las SPAC y el seguro de manifestaciones y garantías

Las *Special Purpose Acquisition Vehicles*, comúnmente denominadas por simplicidad por su acrónimo SPAC o incluso como compañías de “cheque en blanco”, son la última innovación en el ámbito de las fusiones y adquisiciones. Si bien se trata de una figura sumamente interesante y que meritariamente merece un trabajo propio, cabe destacar algunas de sus características a efectos de la posible utilización del seguro de manifestaciones y garantías.

Las SPAC son entidades legales compuestas exclusivamente por tesorería, pero cuyas acciones cotizan en un mercado bursátil, siendo su finalidad fusionarse con otra empresa existente en un plazo determinado, de manera que esta última, al formalizarse la operación, pase a ser una empresa cotizada. No se produce realmente una adquisición o compra, sino de una fusión en la que el capital levantado por la SPAC pasa a ser la liquidez de la empresa operativa, la cual a cambio pasa a cotizar en el mercado correspondiente¹⁵².

De esta manera, se permite llevar a cabo la salida a bolsa o *initial public offering* de forma mucho más ágil y sencilla, evitando gran parte de las estrictas regulaciones que esta operación conlleva tradicionalmente.

¹⁵¹ *Id.*

¹⁵² Sansó, P., y Ramos, J., “La experiencia americana con las SPAC”, *Las SPAC en la regulación española*, 2022.

Lo anterior explica la creciente popularidad de esta tipología de sociedades, sobre todo desde el ejercicio 2020, si bien es cierto que desde abril de 2021 el mercado de las SPAC se ha ralentizado debido tanto a la fatiga del mercado como a la introducción de medidas regulatorias para asegurar su control¹⁵³.

Sin embargo, dicha popularidad se reduce en gran medida al mercado americano, y es que las operaciones de-SPAC en Europa han sido hasta el momento muy reducidas.

El ordenamiento holandés, referencia habitual en Europa, presenta en este aspecto más parecido con el ordenamiento americano lo que le ha convertido en el foco principal de las SPAC en Europa, acumulando alrededor del 40% de las entidades cotizadas de este tipo.

El mercado alemán ha contado tradicionalmente con dificultades en materia de *warrants* dificultando también la utilización de las SPAC, mientras que el mercado francés a pesar de contar con varias SPACs cotizadas, solo inversores cualificados tienen acceso a estas. En España la utilización de SPACs ha sido hasta el momento prácticamente nula, si bien la situación podría cambiar en caso de finalmente aprobarse el anteproyecto de ley¹⁵⁴.

Tradicionalmente, los inversores o *sponsors* de las SPAC han sido inversores de renombre que disponían de un elevado poder de negociación, y que posteriormente se veían asistidos por importantes entidades financieras, ahora conocidos como *pipe investors*, para facilitar el proceso. Sin embargo, el detonante para la introducción del seguro de manifestaciones y garantías en el mundo de las SPAC ha sido la reciente incorporación de las firmas de Private Equity como sponsors¹⁵⁵.

Muchos de los beneficios expuestos en el apartado anterior acerca de la utilización del seguro de manifestaciones y garantías en operaciones públicas son también aplicables a las

¹⁵³ Sansó, P., y Ramos, J., *cit.* y Stroth, P., “Why Rep and Warranty Insurance Is Perfect for SPACs”, *Rubicon Insurance Services*, 15 de septiembre de 2020 (disponible en <https://www.rubiconins.com/why-rep-and-warranty-insurance-is-perfect-for-spacs/>; última consulta 28/03/2022).

¹⁵⁴ Fernández Torres, I., “Conflictos de interés. Régimen de fundadores. Gobernanza.”, *Las SPAC en la regulación española*, 2022.

¹⁵⁵ Stroth, P., *cit.* y Sansó, P., y Ramos, J., *cit.*

operaciones realizadas por las SPAC, si bien algunos de estos adquieren una relevancia adicional.

Una de las características propias de las SPAC es su limitación temporal para encontrar una empresa que adquirir. Así, transcurrido un plazo que habitualmente ascendía a 24 meses, si bien se ha ido reduciendo progresivamente hasta los 15, los administradores de este vehículo se verán obligados a devolver la cuantía recaudada a los inversores, lo que además impactará negativamente en su reputación con vistas a futuras inversiones¹⁵⁶.

Estos últimos cuentan por tanto, y como afirma Fernández Torres, con “incentivos perversos”¹⁵⁷ con un importante incentivo para evitar que esta situación llegue a producirse, lo que puede derivar en operaciones en las que la celeridad se anteponga a la exhaustividad. La perversión deriva de que en estos casos el interés de los promotores de la SPAC puede ser contrario al de los inversores y la empresa objetivo.

En este contexto, el seguro de manifestaciones y garantías se erige, por lo menos *a priori*, como una alternativa idónea para reducir el tiempo de negociación y asegurar cumplir con los plazos que se hubieran fijado, además de actuar, claro está, como mecanismo de protección para la SPAC de un posible fraude por parte del vendedor¹⁵⁸.

Adicionalmente, también los administradores de la empresa objetivo serán conocedoras del plazo que le resta a la SPAC para cerrar la operación, por lo que a medida que se acerque el término pactado, el poder de negociación de la empresa objetivo irá en aumento. Esto podría derivar, por ejemplo, en una declaración de manifestaciones y garantías extremadamente limitada pero que la SPAC se vea prácticamente obligada a aceptar para cumplir con el plazo acordado¹⁵⁹.

¹⁵⁶ Sansó, P., y Ramos, J., *cit.* y Dunaevsky, Y., “When a SPAC Buys a Lemon: The Song and Dance at Akazoo”, *Woodruff Sawyer*, 2 de julio de 2020 (disponible en https://woodrufflaw.com/mergers-acquisitions/spac-buys-lemon-akazoo/?utm_source=ws-pdf&utm_medium=referral&utm_campaign=ma-trend-report-2021; última consulta 28/03/2022).

¹⁵⁷ Fernández Torres, I., *cit.*

¹⁵⁸ Tanto Woodruff Sawyer, *cit.* como Stroth, P., *cit.* ponen el énfasis en la correlación negativa entre el tiempo que le resta a la SPAC para realizar la adquisición y su poder de negociación respecto de la empresa objetivo.

¹⁵⁹ Stroth, P., *cit.*

Por tanto, la contratación de un seguro de manifestaciones y garantías y, en concreto, la suscripción de garantías sintéticas en aquellos aspectos en los que las particularidades de las SPAC dificulten su aseguramiento según el procedimiento tradicional, conferiría un mayor grado de seguridad a los inversores.

Lo novedoso de esta figura también ha traído consigo consecuencias indeseables desde el punto de vista del comportamiento de los inversores. Como consecuencia, la *Securities and Exchange Commission* o SEC estadounidense está endureciendo el escrutinio al que quedan sometidas las SPAC para evitar combinaciones de negocio cuestionables que puedan derivar en una oleada de reclamaciones.

A pesar de su corta trayectoria, ya se han puesto de manifiesto diversos aspectos conflictivos en el marco de las SPAC así como la idoneidad de la suscripción de un seguro de manifestaciones y garantías en este tipo de operaciones.

Las reclamaciones presentadas contra los administradores de las SPAC argumentando el incumplimiento de sus deberes fiduciarios, así como la realización de procesos de *due dilligence* incompletos o acelerados son dos claros ejemplos.

Respecto de la primera circunstancia, el seguro de manifestaciones y garantías podría complementarse con otra póliza, comúnmente denominada *Directors' & Officers'* o D&O, que protegen al equipo de administración de manera más específica.

En cuanto a la insuficiencia de la *due dilligence* practicada, además de minimizar los efectos que puedan derivarse de la misma para los inversores de la SPAC, la suscripción de una póliza de manifestaciones y garantías reduce también el riesgo moral en este tipo de operaciones ya que las entidades aseguradoras únicamente accederán a proporcionar cobertura si se ha realizado un examen suficiente de la empresa objetivo¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Dunaevsky, Y., “SPACs: From Hot Mess to Cool as Cucumbers”, *Deal Points*, vol. XXVI, n. 2, 2021, p.4 (disponible en https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/newsletters/CL560000/full-issue-202104.pdf; última consulta 28/03/2022).

Sólo el tiempo podrá determinar si la extensión de este instrumento a las operaciones públicas y, en concreto, a las realizadas por SPAC, resulta satisfactoria y alcanza un grado de implantación similar al que goza en el ámbito privado, pero un análisis *a priori* pone de manifiesto el potencial del seguro de manifestaciones y garantías en este contexto.

7. CONCLUSIONES

De todo lo que se ha tratado en el presente trabajo, puede definirse el seguro de manifestaciones y garantías, como un instrumento tendente a preservar los intereses de comprador y vendedor, transfiriéndose el riesgo de incumplimiento de la declaración de manifestaciones y garantías a un tercero ajeno a la operación como es la entidad aseguradora.

A pesar de encontrar su origen de la última década del siglo XX, la práctica total expansión del seguro de manifestaciones y garantías se ha producido en los últimos años. Un corto lapso de tiempo en el que, sin embargo, se ha convertido en un elemento casi consustancial al contrato de compraventa de empresas.

Dentro de este desarrollo, se produce un progresivo trasvase desde las pólizas suscritas por el vendedor hacia las pólizas “*buy-side*” como consecuencia tanto de la propia naturaleza de la operación de compraventa como de las limitaciones a la protección de ciertas actuaciones del asegurado, particularmente aquellas en las que pueda apreciarse dolo por su parte.

El recorrido del seguro ha derivado, en términos prácticos, en un elevado nivel de estandarización de sus cláusulas. Así, existen determinadas circunstancias que quedan excluidas con carácter general de la protección conferida por las aseguradoras, a saber, las conocidas por el comprador, las que no hayan sido cubiertas durante el proceso de *due dilligence*, o las que deriven de dolo o fraude por parte del vendedor.

Sin embargo, no hemos de pecar de optimistas y asumir que es un instrumento infalible y que ha alcanzado ya su forma final. Así, se han expuesto aspectos tanto durante la negociación como en la aplicación de estas pólizas que no disfrutaban aún de un grado de eficiencia óptimo.

De hecho, los efectos de la pandemia han puesto de manifiesto algunas de las debilidades de estas pólizas dando lugar a un importante incremento de su litigiosidad y a la inclusión de nuevas cláusulas en los seguros suscritos desde entonces.

Los aspectos que mayores dificultades generan, aún en la actualidad, son resultado esencialmente de la proyección de la asimetría de la información propia de todo contrato de seguro en las operaciones de M&A, por lo que afectan de manera especial a las aseguradoras.

El análisis de estas circunstancias pone de manifiesto la importancia del proceso de *due dilligence* realizado por el comprador para identificar posibles contingencias, reduciendo la responsabilidad que potencialmente deberá de asumir la aseguradora, así como la procedencia de que las partes asuman cierta responsabilidad.

Cabe también mencionar que la evolución del seguro de manifestaciones y garantías ha derivado en el desarrollo de modalidades innovadoras para hacer frente a algunas de estas dificultades. Las garantías sintéticas, en creciente popularidad, permiten suscribir seguros de manifestaciones y garantías aún en los casos en los que el vendedor no haya proporcionado una declaración de manifestaciones y garantías, posicionándose por ende como posible solución a muchas de las dificultades que aún persisten en su aplicación.

Y es que hay determinados ámbitos en los que el seguro de manifestaciones y garantías ha de enfrentarse a obstáculos adicionales que desincentivan su utilización. A este respecto, destaca sobremanera el de las operaciones públicas de M&A, donde la suscripción de estas pólizas ha sido hasta el momento prácticamente inexistente, lo que se extiende a su vez a una de las modalidades más novedosas de este tipo de operaciones como son las SPAC.

Lo anterior deriva de las peculiaridades de este tipo de operaciones entre las que destacan la ausencia de recursos posoperación para el comprador, las especiales necesidades de información de las empresas o la acentuación del riesgo moral. Sin embargo, paradójicamente son precisamente estas particularidades las que revelan la importancia de suscribir un seguro de manifestaciones y garantías.

En definitiva, puede concluirse que el seguro de manifestaciones y garantías aporta importantes beneficios tanto a compradores como vendedores, sobre todo ahora que la experiencia acumulada al respecto permite proceder con la negociación y suscripción de los mismos de manera ágil, sin entorpecer el ya de por sí complicado proceso de negociación de las fusiones y adquisiciones.

Sin embargo, su expansión, o mejor dicho la ausencia de la misma, a determinados ámbitos como el de las operaciones públicas ponen de manifiesto, aún, una cierta reticencia en su utilización.

8. BIBLIOGRAFÍA

Alfaro Águila-Real, J., “La compraventa de empresas (iv): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, *Almacén de Derecho*, 27 de julio de 2021 (disponible en <https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>; última consulta 28/03/2022).

Allmendinger, C., “Pitfalls in the use of warranty and indemnity insurance”, *Financier Worldwide*, junio 2019 (disponible en https://www.financierworldwide.com/pitfalls-in-the-use-of-warranty-indemnity-insurance#.YXEfm_rP2Uk; última consulta 28/03/2022).

Bagadía, E. y Moreno, J., “Outlook for warranty & indemnity insurance in Spain”, *Financier Worldwide*, Septiembre, 2019 (disponible en <https://www.financierworldwide.com/outlook-for-warranty-indemnity-insurance-in-spain#.YXUcT55BxPZ>; última consulta 28/03/2022).

Bardey, D., “Asimetrías de información en los mercados de seguros: teoría y evidencia”, *Revista Fasecolda*, 2008, pp. 14-18 (disponible en <https://docplayer.es/545210-Asimetrias-de-informacion-en-los-mercados-de-seguros.html>; última consulta 28/03/2022).

Cable, A., “Comment on Griffith’s Deal Insurance: The Continuing Scramble Among Professionals”, *104 Minnesota Law Review Headnotes*, n. 75, 2020 (disponible en https://minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2020/04/Cable_Final.pdf; última consulta 28/03/2022).

Carrasco Perera, A., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento” en Carrasco Perera, A. (dir.) y Álvarez Arjona, J.M. (dir.) *Adquisiciones de empresas*, Aranzadi, Navarra, 2014, pp. 273-358.

Cooper, R., McDonald, M. y Bibi, P., “The Mergers and Acquisitions Review: M&A Litigation in the United States”, *The Law Reviews*, 2 de febrero de 2020 (disponible en <https://thelawreviews.co.uk/title/the-mergers-and-acquisitions-review/m-and-a-litigation-in-the-united-states>; última consulta 28/03/2022).

Cunningham, J., “W&I Insurance: The rise of synthetic warranties?”, *RPC*, 22 de julio de 2020 (disponible en <https://www.rpc.co.uk/perspectives/rpc-big-deal/wi-insurance-the-rise-of-synthetic-warranties/>; última consulta 28/03/2022).

Del Río, G., “El funcionamiento de los seguros de manifestaciones y garantías en la práctica. Una visión desde la praxis norteamericana” en Veiga, A. (dir.) *Dimensiones y desafíos del seguro de responsabilidad civil*, Aranzadi, Navarra, 2021, pp. 271-303.

Dunaevsky, Y., “SPACs: From Hot Mess to Cool as Cucumbers”, *Deal Points*, vol. XXVI, n. 2, primavera 2021, pp. 4-6 (disponible en https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/newsletters/CL560000/full-issue-202104.pdf; última consulta 28/03/2022).

Dunaevsky, Y., “When a SPAC Buys a Lemon: The Song and Dance at Akazoo”, *Woodruff Sawyer*, 2 de julio de 2020 (disponible en https://woodruffawyer.com/mergers-acquisitions/spac-buys-lemon-akazoo/?utm_source=ws-pdf&utm_medium=referral&utm_campaign=ma-trend-report-2021; última consulta 28/03/2022).

Fernández Torres, I., “Conflictos de interés. Régimen de fundadores. Gobernanza.”, *Las SPAC en la regulación española*, 2022.

Financier Worldwide, “Damages in Post-M&A and W&I Insurance disputes”, *Corporate Disputes Magazine*, Apr-Jun, 2022, p. 4 (disponible en https://passle-net.s3.amazonaws.com/Passle/602651b953548812c0fa5fe2/MediaLibrary/Document/2022-03-14-03-55-18-392-CD_Apr22Reprint_OneonOne_Ankura.pdf; última consulta 31/03/2022)

Gajic, M., Scarf, M. y Madafiglio, A., “W&I Insurance on the rise in public M&A”, *Minter Ellison*, 3 de abril de 2018 (disponible en <https://www.minterellison.com/articles/w-and-i-insurance-on-the-rise-in-public-m-and-a>; última consulta 28/03/2022).

Gibson, Dunn & Crutcher LLP, “COVID-19 and Representation and Warranty Insurance on US M&A Deals: Considerations for Buyers and Sellers”, 27 de marzo de 2020

(disponible en <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2020/03/covid-19-and-representation-and-warranty-insurance-on-us-ma-deals-considerations-for-buyers-and-sellers.pdf>; última consulta 28/03/2022).

Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual en Derecho español”, *InDret*, n. 3, 2007 (disponible en https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/466_es.pdf; última consulta 28/03/2022).

Gómez Pomar, F., “El seguro de manifestaciones y garantías en las operaciones de compraventa de empresas”, *I Congreso Internacional del Derecho de Seguro*, 2019.

Gómez Ligüerre, C., *Solidaridad impropia y seguro de responsabilidad civil*, Fundación MAPFRE, Madrid, 2010 (disponible en <https://app.mapfre.com/ccm/content/documentos/fundacion/cs-seguro/libros/solidaridad-impropia-y-seguro-de-responsabilidad-civil.pdf>; última consulta 05/01/2022)

Griffith, S., “Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions”, 104 *Minnesota Law Review* 1839, Fordham Law Legal Studies Research Paper, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 464/2019, 28 de mayo de 2019 (disponible en <https://ssrn.com/abstract=3395491>; última consulta 28/03/2022).

Gustaffson, J., “Hacia el ‘belt and suspenders approach’ jurídico”, *Capital & Corporate Newsletter*, Junio, 2008, pp. 42-44 (disponible en <https://studylib.es/doc/5293134/towards-the-legal-belt-and-suspenders--approach>; última consulta 28/03/2022).

Hernando Cebriá, L., *El escrow y las cuentas bloqueadas en garantía*, Marcial Pons, Madrid, 2020.

Howden Iberia, “¿Cómo impactará el COVID-19 en los seguros de M&A?”, *Howden Iberia*, mayo de 2020 (disponible en http://www.howdeniberia.com/wp-content/uploads/2020/05/Howden-Covid_ma.pdf; última consulta 28/03/2022).

Husson, H., “W&I policies' broadening loss definitions - a win for insureds?”, *Lockton International*, 18 de enero de 2019 (disponible en

<https://www.locktoninternational.com/gb/articles/wi-policies-broadening-loss-definitions-win-insureds>; última consulta 28/03/2022).

Kaufhold, T., y Burgic, N., “Synthetic W&I Insurance Concepts in M&A”, *M&A Review Europe*, vol. 6, 2021, pp. 32-34 (disponible en https://ma-review.com/wp-content/uploads/2018/02/MuA_Europe-21_07_24_11.pdf; última consulta 31/03/2021).

Keeler, B., “Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions”, *Morgan Lewis*, marzo de 2020 (disponible en <https://www.morganlewis.com/-/media/files/news/2020/representationsandwarrantiesin.pdf>; última consulta 28/03/2022).

Kirman, I., Boczko, I., y Walter, N., “The Next Frontier for Representations and Warranties Insurance: Public M&A Deals?”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 de octubre de 2020 (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/24/the-next-frontier-for-representations-and-warranties-insurance-public-ma-deals/>; última consulta 28/03/2022).

Maier, E., y Dunaevsky, Y., “SPAC Litigation Case Studies: How Insurance Responds”, *Business Law Today*, 15 de septiembre de 2021 (disponible en <https://businesslawtoday.org/2021/09/spac-litigation-case-studies-how-insurance-responds/>; última consulta 28/03/2022).

McNaughton, R., y Poxon, M., “Company acquisitions: representations warranties and disclosure”, *Paul Hastings LLP*, 23 de enero de 2014 (disponible en [https://webstorage.paulhastings.com/Documents/PDFs/wldoc-14-1-28-12_4-\(pm\).pdf](https://webstorage.paulhastings.com/Documents/PDFs/wldoc-14-1-28-12_4-(pm).pdf); última consulta 28/03/2022).

Norton Rose Fulbright, *M&A Outlook 2022: W&I insurance, a resilient factor in M&A transactions*, Marzo 2022 (disponible en <https://www.nortonrosefulbright.com/en-pg/knowledge/publications/2e5423d8/w-and-i-insurance-a-resilient-factor-in-m-and-a-transactions>; última consulta 31/03/2022).

Pavón, B., “Minority stake acquisitions and W&I Insurance post COVID-19 revival”, *Willis Towers Watson*, 26 de mayo de 2020 (disponible en

<https://www.willistowerswatson.com/en-GB/Insights/2020/04/minority-stake-acquisitions-and-w-and-i-insurance-post-covid-19-revival>; última consulta 28/03/2022).

Pérez Carrillo, E., “Aproximación al aseguramiento de las manifestaciones y garantías contractuales vertidas en la compraventa de empresas. El seguro R&W.” en Veiga, A. (dir.) *Dimensiones y desafíos del seguro de responsabilidad civil*, Aranzadi, Navarra, 2021, pp. 251-268.

Reyna Santos, C., De Biase, P., y Núñez de Aysa, F., “La Nueva Era de los Seguros de Manifestaciones y Garantías en Operaciones de M&A”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 3, 2016, pp. 19-28 (disponible en <https://www.perezllorca.com/actualidad/articulo/la-nueva-era-de-los-seguros-de-manifestaciones-y-garantias-en-operaciones-de-ma/>; última consulta 28/03/2022).

Sáez, R., “Seguros de manifestaciones y garantías: ¿qué podemos esperar tras la pandemia?”, *Seguros News*, 13 de julio de 2020 (disponible en <https://segurosnews.com/opinion/seguros-de-manifestaciones-y-garantias-que-podemos-esperar-tras-la-pandemia>; última consulta 28/03/2022).

Sansó, P., y Ramos, J., “La experiencia americana con las SPAC”, *Las SPAC en la regulación española*, 2022.

Sidley Austin LLP, “Impact of COVID-19 on Representation and Warranty Insurance”, *Sidley Austin*, 3 de abril de 2020 (disponible en <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2020/04/impact-of-covid19-on-representation-and-warranty-insurance>; última consulta 28/03/2022).

Stroth, P., “Why Rep and Warranty Insurance Is Perfect for SPACs”, *Rubicon Insurance Services*, 15 de septiembre de 2020 (disponible en <https://www.rubiconins.com/why-rep-and-warranty-insurance-is-perfect-for-spacs/>; última consulta 28/03/2022).

Sen, A., Barbaglia, P., and Wu, K., “Global M&A activity smashes all-time records to top \$5 trillion in 2021”, *Reuters*, 20 de diciembre de 2021. (disponible en

<https://www.reuters.com/markets/europe/global-ma-activity-smashes-all-time-records-top-5-trillion-2021-2021-12-20/>; última consulta 28/03/2022).

West, G, “A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations & Warranties—Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?”, *Global Private Equity Watch*, 1 de Octubre de 2018 (disponible en <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>; última consulta 28/03/2022).

Woodruff Sawyer, “M&A trend report 2021”, *Woodruff Sawyer*, 2020 (disponible en <https://woodruffawyer.com/wp-content/uploads/2020/10/MA-Trend-Report-2021.pdf>; última consulta 28/03/2022).

Xu, A., Rogers, M., y Jerath, G., “COVID-19 Impact: Potential Risks and Problems in Signed M&A Deals”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 20 de abril de 2020 (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/04/20/covid-19-impact-potential-risks-and-problems-in-signed-ma-deals/>; última consulta 28/03/2022).

Zeid, A., Murphy, C., Gann, K., y Mace, B., “RWI Policies in the Coronavirus Era”, *Bloomberg Law*, 2020 (disponible en <https://www.winston.com/images/content/1/9/v2/199998/RWIPoliciesInCoronavirusEraECO43501.pdf>; última consulta 28/03/2022).

Ziff, E., “Public R&W deal insurance on rise: AON”, *AON*, 5 de junio de 2018 (disponible en https://www.aon.com/getmedia/ae23adba-b095-4537-bf35-02b3f649040b/PublicR-W_revised.aspx; última consulta 28/03/2022).