



RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL EN TRANSACCIONES DE M&A:
ALCANCE DE LOS DAÑOS INDEMNIZABLES EN DERECHO ESPAÑOL
Y ANGLOSAJÓN

Autor: Ignacio Pacheco Jorquera

5º E-3 B

Área de Derecho Mercantil

Tutora: Victoria Estrada Azcona

Madrid.

Marzo de 2026

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	6
1. PRESENTACIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO	6
2. OBJETIVOS DEL TRABAJO	7
3. METODOLOGÍA Y FUENTES.....	7
II. MARCO CONCEPTUAL Y DOCTRINAL.....	8
1. PARTICULARIDAD DE LA RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL EN M&A ..	8
2. LA <i>DUE DILIGENCE</i> COMO MECANISMO DE ASIGNACIÓN DE RIESGOS ..	10
3. DIFERENCIAS ESTRUCTURALES ENTRE EL DERECHO ESPAÑOL Y EL COMMON LAW	11
4. PLANTEAMIENTO DE LA HIPÓTESIS: IMPACTO DE LA LEY APLICABLE EN LA INDEMNIZACIÓN.....	15
III. EL ALCANCE DE LOS DAÑOS INDEMNIZABLES POR FALSEDAD DE R&W EN DERECHO ESPAÑOL.....	16
1. REQUISITOS DE LA RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL.....	17
2. LA CUANTIFICACIÓN DEL DAÑO POR FALSEDAD DE R&W SOBRE VALORACIÓN DE ACTIVOS O PASIVOS.....	19
3. EL CONOCIMIENTO DEL COMPRADOR COMO LÍMITE A LA RESPONSABILIDAD.....	21
3.1. El conocimiento del comprador en el caso ASAS SYSTEMS.....	21
3.2. El conocimiento como límite a la responsabilidad: imputación del daño, due diligence y buena fe	23
IV. EL ALCANCE DE LOS DAÑOS INDEMNIZABLES POR FALSEDAD DE R&W EN DERECHO ANGLOSAJÓN.....	26
1. CUANTIFICACIÓN DEL DAÑO: <i>EXPECTATION DAMAGES</i> Y <i>DIMINUTION IN VALUE</i>	26
1.1. Comparación con el Derecho español	30
2. EL CONOCIMIENTO DEL COMPRADOR EN COMMON LAW	32
2.1. El enfoque contractualista.....	32
2.2. La irrelevancia del conocimiento: jurisprudencia clave	33
2.3. El conocimiento como presupuesto del sandbagging.....	34
V. COMPARACIÓN CRÍTICA Y VALORACIÓN PRÁCTICA	40
1. IMPLICACIONES PRÁCTICAS PARA LA REDACCIÓN Y NEGOCIACIÓN DE CONTRATOS DE M&A INTERNACIONALES	40
2. RIESGOS Y OPORTUNIDADES PARA COMPRADOR Y VENDEDOR EN FUNCIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE.....	42
3. POSICIÓN DEL AUTOR SOBRE CADA SISTEMA	43
VI. BIBLIOGRAFÍA.....	45

VII. APÉNDICE I: DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO ...47

RESUMEN

El presente trabajo analiza el alcance de los daños indemnizables derivados del incumplimiento de manifestaciones y garantías (R&W) en operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A), desde una perspectiva comparada entre el Derecho español y el Common Law. A partir del estudio del régimen general de responsabilidad contractual y de la práctica negocial, se examinan los criterios de cuantificación del daño y el papel del conocimiento previo del comprador en ambos sistemas. El trabajo pone de relieve las diferencias estructurales entre un modelo civilista y un modelo anglosajón. Asimismo, se analiza el impacto de estas divergencias en la asignación contractual de riesgos y en la práctica de redacción de contratos. Finalmente, se valoran sus implicaciones prácticas para compradores y vendedores en operaciones internacionales. Como conclusión, se sostiene que el Common Law ofrece, en términos generales, un marco más previsible y alineado con la lógica económica de las operaciones de M&A, mientras que el Derecho español introduce mayores límites derivados de sus categorías tradicionales de responsabilidad contractual.

ABSTRACT

This paper examines the scope of recoverable damages arising from the breach of representations and warranties (R&Ws) in mergers and acquisitions (M&A) transactions, from a comparative perspective between Spanish law and Common Law. Based on an analysis of the general framework of contractual liability and transactional practice, it explores the criteria for damage quantification and the role of the buyer's prior knowledge in both systems. The paper highlights the structural differences between a civil law model and a Common Law model. It further analyzes the impact of these divergences on contractual risk allocation and on drafting practices. Finally, it assesses their practical implications for buyers and sellers in cross-border transactions. It concludes that Common Law generally provides a more predictable and economically coherent framework for M&A transactions, whereas Spanish law imposes additional limitations derived from its traditional contractual liability principles.

DEFINICIONES:

Las **manifestaciones o representations** consisten en declaraciones de hecho que una parte realiza sobre determinadas circunstancias relevantes de la sociedad objeto de la operación

Las **garantías o warranties** operan como compromisos contractuales que garantizan la exactitud de dichas declaraciones, activando un régimen de responsabilidad en caso de que resulten inexactas.

Las **indemnities** son cláusulas contractuales que establecen la obligación de una parte de compensar a la otra por un daño específico previamente identificado, operando de forma autónoma respecto del régimen general de incumplimiento y, en muchos casos, sin necesidad de acreditar todos los requisitos tradicionales del daño contractual.

Los **expectation damages** son una categoría de indemnización propia del Common Law cuya finalidad es situar a la parte perjudicada en la posición económica en la que se encontraría si el contrato se hubiera cumplido correctamente.

El **expectation interest** se refiere al interés de las partes en obtener el resultado esperado del contrato, esto es, el valor de la prestación prometida o el resultado económico que habría derivado de su correcto cumplimiento.

El **risk allocation** hace referencia a la distribución contractual de los riesgos entre las partes en una operación, determinando quién asume las consecuencias económicas derivadas de determinadas contingencias o inexactitudes.

Los **misrepresentation** es una declaración falsa de hecho realizada por una de las partes que induce a la otra a celebrar el contrato, pudiendo dar lugar a remedios como la anulación del contrato o la reclamación de daños conforme al Derecho anglosajón.

El **sandbagging** se refiere a la posibilidad de que el comprador reclame por el incumplimiento de una **warranty** aun cuando conocía su inexactitud antes del cierre de la operación.

La **empresa target** (sociedad objetivo) es la sociedad o negocio que constituye el objeto de una operación de adquisición en el contexto de M&A, sobre la cual el comprador pretende adquirir el control total o parcial, ya sea mediante la compra de participaciones sociales, acciones o activos.

I. INTRODUCCIÓN

1. PRESENTACIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO

Las operaciones de fusiones y adquisiciones (en adelante, M&A) constituyen en la actualidad uno de los principales mecanismos de reorganización empresarial y de crecimiento corporativo, tanto en el ámbito nacional como internacional. Sólo en 2025 se estima que el volumen de transacciones global de M&A alcanzó 4,9 billones de dólares¹. Estas transacciones pueden articularse a través de la adquisición de participaciones sociales, acciones o activos. Se caracterizan por su elevada complejidad jurídica, negocial y económica, derivada, entre otros factores, del valor de los intereses en juego, de la asimetría de información entre las partes y de la necesidad de anticipar y distribuir riesgos que pueden materializarse con posterioridad al cierre de la operación.

En este contexto, el contrato de compraventa de sociedad —habitualmente formalizado mediante un *Share Purchase Agreement* (en adelante, SPA)— adquiere un papel central como instrumento de asignación contractual de riesgos entre comprador y vendedor. A diferencia de otros contratos civiles o mercantiles más simples, el SPA no se limita a regular la transmisión de un bien o derecho, sino que incorpora un sofisticado régimen de responsabilidad contractual post-cierre, construido a través de cláusulas específicas como las manifestaciones y garantías (en adelante también, R&W o *representations and warranties*), los compromisos de indemnización (en adelante, *indemnities*) y diversos mecanismos de limitación de responsabilidad, tales como franquicias o límites cuantitativos o temporales.

Uno de los aspectos más sensibles y controvertidos de dicho régimen es la determinación del alcance de los daños indemnizables en caso de incumplimiento contractual. En particular, se plantean cuestiones relevantes en torno a qué tipos de daños pueden ser reclamados, qué criterios rigen su cuantificación y qué límites impone el ordenamiento jurídico aplicable a la autonomía de la voluntad de las partes. Estas cuestiones adquieren una especial relevancia práctica, dado que las reclamaciones derivadas de operaciones de M&A suelen implicar cuantías económicas elevadas y pueden comprometer de forma significativa el equilibrio económico de la transacción.

La problemática se intensifica en el ámbito de las operaciones internacionales, en las que las partes suelen pactar expresamente la ley aplicable y la jurisdicción competente. En este

¹ Bain & Company, Global M&A Report 2026, pp. 4.

escenario, la elección entre un ordenamiento de tradición civilista, como el Derecho español, y un sistema de Common Law, como el Derecho inglés o estadounidense, no es neutral. Incide directamente en el régimen de responsabilidad contractual y, en particular, en el alcance de los daños indemnizables. Mientras que el Derecho español, siguiendo la lógica propia del sistema civilista, tiende a limitar la indemnización a los daños previsibles y efectivamente probados, el Common Law anglosajón presenta un enfoque más flexible y contractualista, que permite, en determinados supuestos, ampliar considerablemente la protección del comprador y su derecho a ser indemnizado.

Este trabajo se sitúa, por tanto, en la intersección entre la práctica contractual de las operaciones de M&A y los distintos modelos jurídicos de responsabilidad contractual, con el objetivo de analizar de forma comparada cómo se configura el alcance de los daños indemnizables en función del ordenamiento jurídico aplicable y cuáles son las implicaciones prácticas de dichas diferencias para la redacción y negociación de contratos de M&A.

2. OBJETIVOS DEL TRABAJO

El objetivo del presente trabajo es determinar hasta qué punto el ordenamiento jurídico aplicable condiciona el alcance de los daños indemnizables derivados de la responsabilidad contractual en operaciones de M&A. En particular, se pretende delimitar los criterios para determinar la obligación de indemnizar los daños en el Derecho español frente a sistemas de Common Law, analizar cómo se articulan contractualmente las R&W y las cláusulas de indemnización en cada sistema, y examinar la eficacia real de estos mecanismos para la asignación del riesgo post-cierre. Asimismo, se busca identificar las ventajas e inconvenientes que presenta cada régimen jurídico para comprador y vendedor, y evaluar, a través de un caso práctico, el impacto que la elección de la ley aplicable tiene sobre la extensión de la responsabilidad contractual en un SPA.

3. METODOLOGÍA Y FUENTES

El trabajo se desarrolla a partir de una metodología jurídico-dogmática, comparada y aplicada. Junto al análisis de las normas y principios que regulan la responsabilidad contractual y la indemnización de daños en el Derecho español y en los sistemas de Common Law, el trabajo se centra en un enfoque práctico basado en un caso real de Derecho español y jurisprudencia anglosajona. Las cuales ayudarán, a lo largo del trabajo, a ilustrar las distintas

implicaciones para la responsabilidad contractual post-M&A según la jurisdicción escogida. A través de estos ejemplos, se comentarán distintos escenarios de incumplimiento de cláusulas de *representations and warranties*, analizando su distinto tratamiento según la ley aplicable. El fin es estudiar las consecuencias jurídicas que se derivan, para comprador y vendedor, en función de la jurisdicción elegida como ley aplicable. Este análisis se apoya en jurisprudencia relevante, doctrina académica y publicaciones especializadas en M&A, utilizadas de forma crítica para evaluar el impacto real de la elección del Derecho aplicable en la asignación del riesgo post-cierre. De manera que el caso servirá para ilustrar las distintas prácticas según la jurisdicción aplicable, sus diferencias y cómo su elección tiene un impacto notorio que puede llegar a desbalancear el equilibrio de la transacción.

II. MARCO CONCEPTUAL Y DOCTRINAL

1. PARTICULARIDAD DE LA RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL EN M&A

La responsabilidad contractual en el ámbito de las operaciones de fusiones y adquisiciones presenta rasgos propios que la diferencian de la responsabilidad derivada de otros contratos mercantiles ordinarios. En los contratos de M&A, y en particular en los contratos de compraventa de participaciones sociales o acciones (SPAs), la responsabilidad no se articula únicamente como una consecuencia *ex post* del incumplimiento, sino que constituye un elemento central del diseño contractual, orientado a asignar y distribuir los riesgos asociados a la transmisión de la sociedad (el conocido como “*risk allocation*”). Estos riesgos son de muy variada naturaleza, y, consecuentemente, se articularán de distinto modo según su certeza o previsibilidad, la relevancia que tengan para las partes y el objetivo que tengan su inclusión en el contrato.

A diferencia de lo que ocurre en otros contratos, en las operaciones de M&A el objeto transmitido —la sociedad *target*— incorpora una pluralidad de riesgos latentes relacionados con su situación financiera, fiscal, laboral o regulatoria, muchos de los cuales solo pueden manifestarse tras el cierre de la operación. Por este motivo, las partes suelen acordar un régimen específico de responsabilidad post-cierre, que permite delimitar qué riesgos asume cada parte y en qué condiciones podrán reclamarse los daños derivados de su materialización. La negociación de estos asuntos es de tan suma relevancia que tienen un gran impacto en las negociaciones e incluso pueden afectar al precio final de la compraventa.

La principal herramienta utilizada para articular dicha responsabilidad son las R&W. Las *representations* consisten en declaraciones de hecho que una parte realiza sobre determinadas circunstancias relevantes de la sociedad objeto de la operación, mientras que las *warranties* operan como compromisos contractuales que garantizan la exactitud de dichas declaraciones. Aunque en la práctica ambas reciben un tratamiento conjunto por su interdependencia. La inexactitud de las *representations* (*misrepresentations*) activa un régimen de responsabilidad contractual orientado a la indemnización de los daños derivados del incumplimiento. De esta manera, las R&W cumplen una doble función: por un lado, permiten al comprador obtener información relevante sobre la sociedad *target* antes de adquirirla; por otro, establecen un marco de responsabilidad contractual en caso de que dicha información resulte incorrecta.

Junto a las R&W, los contratos de M&A incorporan habitualmente cláusulas de indemnización (en adelante, *indemnities*), concebidas para cubrir riesgos concretos y específicos, generalmente identificados durante el proceso de *due diligence*. A diferencia de las R&W, las *indemnities* no se vinculan necesariamente a la inexactitud de una manifestación, sino a la ocurrencia de un determinado evento o potencial contingencia, lo que permite una asignación más directa y precisa del riesgo económico para las partes. En la práctica, las *indemnities* se utilizan para cubrir riesgos latentes especialmente relevantes o de impacto potencialmente elevado, como contingencias fiscales o litigios en curso.

El régimen de responsabilidad contractual se completa con diversos mecanismos de limitación, destinados a acotar la exposición del vendedor. Entre ellos destacan los límites cuantitativos de responsabilidad (*caps*), los umbrales mínimos para la reclamación (*baskets y de minimis*) y los límites temporales durante los cuales pueden formularse reclamaciones (normalmente mediante el establecimiento de un *survival period*). Estos mecanismos reflejan el equilibrio negociado entre las partes y condicionan de forma decisiva el alcance efectivo de los daños indemnizables.

En conjunto, la responsabilidad contractual en las operaciones de M&A no responde a un esquema puramente legal, sino a una construcción eminentemente contractual, en la que las partes definen *ex ante* el alcance, los presupuestos y los límites de la responsabilidad post-cierre, aspectos que adquieren una relevancia central a lo largo del presente trabajo.

2. LA DUE DILIGENCE COMO MECANISMO DE ASIGNACIÓN DE RIESGOS

La *due diligence* constituye una fase esencial en las operaciones de compraventa de sociedad, en la medida en que permite al comprador obtener un conocimiento detallado de la situación jurídica, económica y operativa de la sociedad objeto de adquisición. Su finalidad principal es reducir la asimetría informativa existente entre las partes y facilitar una adecuada asignación de riesgos en el contrato. En este sentido, la *due diligence* no solo cumple una función informativa, sino también una función estructural dentro de la operación, ya que condiciona tanto la decisión de invertir como la configuración del régimen de manifestaciones y garantías (R&W) y de los mecanismos de responsabilidad asociados.

Dicho de otro modo, la *due diligence* permite al comprador identificar contingencias, pasivos ocultos o riesgos potenciales que pueden afectar al valor de la sociedad. A su vez, esta información resulta determinante para la negociación del precio, la inclusión de cláusulas específicas de protección —como *indemnities* o ajustes de precio— y la delimitación del alcance de las manifestaciones y garantías.

En cuanto a la forma en que se transmite y se accede a la información relevante, la práctica habitual en las operaciones de M&A es la utilización de *data rooms*². Estas pueden ser físicas, aunque en la actualidad predominan las *virtual data rooms*, que permiten un acceso remoto, organizado y seguro a la documentación de la sociedad, lo que aumenta el control de la información y minimiza el riesgo de filtraciones³. En ellas, el vendedor pone a disposición del potencial comprador un conjunto amplio de información, que incluye, entre otros, documentos societarios, contratos relevantes, información financiera, licencias, litigios en curso o cuestiones laborales. La estructuración sistemática de esta información facilita su análisis por parte del comprador y de sus asesores, al tiempo que deja constancia de qué información ha sido efectivamente puesta a disposición.

La relevancia de las *data rooms* trasciende la mera fase informativa, ya que su contenido suele integrarse en la lógica contractual mediante la definición de qué información se considera revelada (*disclosed*). En los contratos de compraventa de sociedad, es habitual que se incluya una cláusula que delimite qué información ha sido debidamente revelada al comprador y, por

² Serrano Acitores, A., La importancia de la due diligence en las operaciones de compraventa de empresas, Wolters Kluwer, LA LEY mercantil, Nº 36, mayo de 2017, pp.7.

³ Acosta Álvarez, T., “La due diligence legal previa a la adquisición de empresa”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Madrid, 2016, pp. 80.

tanto, queda excluida del ámbito de responsabilidad del vendedor en relación con las manifestaciones y garantías. Esta definición de *disclosed* puede abarcar no solo la información contenida en la *data room*, sino también otros medios de comunicación utilizados durante el proceso, como informes, presentaciones, respuestas a *Q&A* o comunicaciones escritas entre las partes, como correos electrónicos o incluso mensajes de WhatsApp. De este modo, la delimitación contractual del concepto de información revelada adquiere una importancia crucial, en la medida en que condiciona directamente el alcance de las reclamaciones posteriores por incumplimiento de las R&W.

Como culminación del proceso de *due diligence*, es habitual la elaboración de un informe final por parte de los asesores del comprador. Este documento sintetiza los principales hallazgos del análisis realizado y constituye una herramienta clave para la toma de decisiones y la negociación contractual. Según ACOSTA, en el documento “*se suelen resumir los aspectos más relevantes de la empresa objeto de la compraventa, se ponen de manifiesto las contingencias detectadas, se lidia con los riesgos derivados de tales contingencias y, en ocasiones, se apuntan medidas mitigadoras de los riesgos identificados*”⁴. Este informe no solo cumple una función descriptiva, sino también estratégica, al servir de base para la estructuración de las cláusulas contractuales y para la eventual reclamación de responsabilidad en caso de que los riesgos identificados se materialicen.

En definitiva, la *due diligence* se erige como un elemento central en las operaciones de M&A, en la medida en que articula el tránsito desde la fase informativa precontractual hasta la configuración definitiva del contrato y su régimen de responsabilidad. Su adecuada realización y documentación resulta determinante tanto para la protección del comprador como para la seguridad jurídica de la operación en su conjunto.

3. DIFERENCIAS ESTRUCTURALES ENTRE EL DERECHO ESPAÑOL Y EL COMMON LAW

El análisis de este trabajo nace de la siguiente hipótesis: la responsabilidad contractual derivada de la falsedad de R&W en operaciones de M&A representa una diferencia estructural entre el régimen civilista, en concreto, el Derecho español y los sistemas de Common Law. Dicha diferencia no se limita a cuestiones terminológicas o técnicas, sino que responde a un distinto grado de desarrollo normativo, doctrinal y jurisprudencial de este tipo de

⁴ (*Ibid*), pp. 84.

reclamaciones, así como a una concepción distante del papel del contrato y del juez en la delimitación del daño indemnizable.

En el ámbito anglosajón, y muy especialmente en el Derecho inglés, la litigación derivada de operaciones de M&A ha generado, desde hace décadas, un cuerpo doctrinal y jurisprudencial sólido en torno a las *representations and warranties*. Existe una comprensión plenamente asentada de su función económica, de su naturaleza jurídica y de las consecuencias indemnizatorias derivadas de su incumplimiento. En cambio, en el Derecho español, aunque la práctica contractual ha incorporado de forma generalizada cláusulas de R&W (por importación de la práctica anglosajona), el régimen jurídico aplicable a su falsedad sigue presentando importantes lagunas e incertidumbres para el caso específico. Teniendo que acudir al Derecho de contratos español⁵.

En España, como ponen de relieve GÓMEZ POMAR Y GILI SALDAÑA, ni la doctrina ni la jurisprudencia españolas han llegado a formular una regla clara sobre cómo debe concebirse la indemnización del interés de cumplimiento en los supuestos de inexactitud de las R&W. En concreto, afirman: “*no parece que contemos con líneas jurisprudenciales consolidadas o posiciones doctrinales claras que ofrezcan guías seguras a quienes han de diseñar y redactar contratos de M&A o a quienes han de litigar sus disputas sobre los mismos ante órganos arbitrales o tribunales de justicia, en ambos casos con sujeción al Derecho español*”⁶. Esta falta de un marco definido nos ha llevado a acudir de forma creciente a criterios de cuantificación inspirados en el Derecho anglosajón, en particular al concepto de *expectation damages*. Sin embargo, dichos criterios no pueden considerarse plenamente asentados en nuestro ordenamiento y su recepción por los tribunales españoles ha sido prudente y, en ocasiones, fragmentaria.

Esta situación se ve reforzada por una actitud generalmente moderada de los jueces españoles ante reclamaciones indemnizatorias derivadas de contratos de M&A. Frente a la mayor disposición de los tribunales ingleses a aplicar con rigor el reparto de riesgos pactado contractualmente, los tribunales españoles tienden a ejercer un control más intenso sobre el alcance del daño reclamado, incluso en contratos negociados entre partes sofisticadas y con asesoramiento especializado. Esta diferencia de enfoque resulta especialmente relevante desde

⁵ Gómez Pomar, F. / Gili Saldaña, M., «Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa», *Revista de Derecho Civil*, 2022, pp. 22.

⁶ (*Ibid*) pp. 4.

una perspectiva práctica, pues condiciona de manera directa la previsibilidad del resultado de una reclamación post-cierre.

Desde el punto de vista de su naturaleza jurídica, las R&W presentan también un tratamiento distinto en ambos sistemas. En el Derecho español, las R&W no constituyen una categoría autónoma con un régimen legal propio. Su eficacia y sus consecuencias jurídicas dependen, en primer lugar, de lo que las partes hayan pactado expresamente en el contrato de compraventa de acciones o participaciones sociales, y, en su defecto, de los remedios generales del Código Civil⁷. Así, la incorrección de las R&W puede dar lugar a responsabilidad por incumplimiento contractual, a acciones de anulabilidad por error o dolo, o incluso a acciones propias del saneamiento, en función de las circunstancias del caso⁸.

Esta configuración explica que el régimen del Código Civil español opere, en la práctica, como un Derecho supletorio o complementario, al que se acude cuando el contrato no ha regulado de forma exhaustiva las consecuencias de la inexactitud de las R&W. No obstante, como subraya la doctrina, en los contratos de M&A es habitual que las partes establezcan un régimen de responsabilidad *ad hoc* que sustituye ampliamente el régimen legal, pero sin desvincularse por completo de sus categorías fundamentales⁹.

En el Common Law, por el contrario, la autonomía de la voluntad contractual goza de un reconocimiento más amplio. Las *representations and warranties* se integran de forma natural en la lógica del contrato como instrumentos de asignación de riesgos, y sus efectos indemnizatorios se determinan casi exclusivamente a partir de la redacción pactada. La intervención judicial se centra, por lo general, en interpretar y aplicar el contrato, más que en reconducir el conflicto a categorías legales externas. Esta mayor deferencia hacia el acuerdo de las partes explica por qué, en el ámbito anglosajón, la distinción entre *breach of warranty*, *misrepresentation* o *indemnity* tiene consecuencias prácticas claras y previsibles.

⁷ Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil, Gaceta de Madrid, núm. 206, de 25 de julio de 1889. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1889-4763>.

⁸ Alfaro Águila-Real, J., La compraventa de empresas (V): Patología y remedios frente al incumplimiento, Almacén de Derecho, disponible en: <https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-v-patologia-y-remedios-frente-al-incumplimiento>.

⁹ (*Op. cit.*) Gómez Pomar, F. / Gili Saldaña, M., pp. 19.

Ahora bien, uno de los puntos centrales del debate doctrinal en España —y especialmente relevante para este trabajo— es la afirmación de que la responsabilidad derivada de la incorrección de las R&W debe entenderse como una responsabilidad estrictamente contractual. GÓMEZ POMAR Y GILI SALDAÑA insisten en que el régimen de responsabilidad asociado a las R&W no puede analizarse desde una perspectiva abstracta de reparación íntegra del daño, sino como una pieza esencial del diseño contractual del riesgo en operaciones de M&A. En este sentido, subrayan que dicho régimen debe ser aplicado con fidelidad a lo querido por las partes, incluso cuando estas optan conscientemente por un nivel de reparación inferior al que resultaría de la aplicación automática de las reglas generales del Código Civil¹⁰.

Esta afirmación pone de relieve una tensión estructural en el Derecho español entre la autonomía de la voluntad y el control judicial del daño contractual. Por un lado, se reconoce que las partes en una operación de M&A son, por regla general, operadores sofisticados que diseñan cuidadosamente el régimen de responsabilidad post-cierre. Por otro, los tribunales mantienen una cierta resistencia a desvincularse de los principios clásicos del Derecho de daños contractual, lo que se traduce en una supervisión más intensa del alcance de la indemnización. Esta tensión constituye uno de los ejes centrales del análisis comparado desarrollado en este trabajo.

En relación con el alcance de los daños indemnizables, las diferencias entre ambos sistemas se hacen todavía más evidentes. En el Derecho español no existe una regla clara y consolidada sobre cómo cuantificar el daño derivado de la incorrección de las R&W. Ante esta ausencia, la doctrina más influyente ha propuesto adoptar como criterio principal la indemnización del interés de cumplimiento, entendida como la diferencia entre el valor real de la sociedad en el momento del cierre y el valor que habría tenido de haber sido ciertas las R&W. Este criterio, inspirado directamente en el modelo anglosajón, permite cuantificar el daño como la diferencia entre el precio pagado y el que debería haber pagado, reflejando mejor la lógica económica de las operaciones de M&A.

No obstante, aunque este enfoque ha ganado terreno en la doctrina y comienza a aparecer de forma implícita en algunas resoluciones judiciales, su grado de asentamiento en la práctica judicial española es todavía limitado. En muchos casos, los tribunales siguen mostrando cautela

¹⁰ (*Op. cit*) Gómez Pomar, F. / Gili Saldaña, M., pp. 30.

a la hora de admitir valoraciones complejas o indemnizaciones que se alejan de una concepción estrictamente patrimonial del daño. En el Common Law, en cambio, la indemnización del *expectation interest*¹¹ constituye un punto de partida ampliamente aceptado, lo que dota de mayor previsibilidad al resultado de las reclamaciones por *breach of R&W*.

4. PLANTEAMIENTO DE LA HIPÓTESIS: IMPACTO DE LA LEY APLICABLE EN LA INDEMNIZACIÓN

De este análisis preliminar se formula la hipótesis del trabajo: la elección del Derecho aplicable al contrato de compraventa de acciones o participaciones sociales tiene un impacto decisivo en el alcance efectivo de la responsabilidad contractual derivada de las R&W y, en particular, en la cuantificación de los daños indemnizables. Ello tendría consecuencias tangibles tanto para compradores como para vendedores.

Por un lado, como vendedor, tu objetivo será limitar al máximo la posibilidad de reclamaciones futuras por parte del comprador y, en caso de que se produjeran, reducir su cuantía en la medida de lo posible. Por lo que los regímenes civilistas, como el español, facilitarán esa tarea. Al ser más sensibles a limitar reclamaciones por el conocimiento del comprador, el vendedor saldrá beneficiado si ha sido diligente facilitando toda la información relevante al comprador durante el proceso de *due diligence* de una manera u otra. Cubriéndose de posibles imprecisiones imprudentes en las *representations* incluidas en el contrato de compraventa. Además, en caso de que se reconociese un daño derivado de impresiones de esa índole, el método de cuantificación usado por los tribunales españoles podría resultar en menor cantidad pecuniaria a indemnizar en situaciones idénticas.

Caso contrario es el del comprador. Éste tiene como preferencia estar cubierto al máximo ante posibles contingencias que pudieran surgir post-cierre. Para ello, buscará tener la posibilidad de reclamar ante el máximo número de supuestos posibles, incluso en casos en los que ya conociese la *misrepresentation* antes del cierre, como permiten algunas jurisdicciones anglosajonas. Además, también estará entre sus intereses que se utilicen métodos de cuantificación del daño que satisfagan realmente su *expectation interest*. Pretensión para la

¹¹ El *expectation interest* se refiere al derecho del acreedor a ser colocado en la posición económica en la que se encontraría si el contrato se hubiera cumplido correctamente (*benefit of the bargain*). En el Derecho español, esta lógica encuentra su reflejo en el art. 1106 CC, que incluye tanto el daño emergente como el lucro cesante dentro de la indemnización.

cual la elección de jurisdicciones anglosajonas como régimen de resolución de conflictos parecen mejor opción.

En conclusión, el Derecho anglosajón parece ofrecer un marco más previsible y favorable para el comprador, mientras que el Derecho español introduce mayores elementos de control y moderación judicial en pro del vendedor incumplidor. El análisis del caso práctico y el estudio de la jurisprudencia anglosajona que se desarrollará a lo largo de este trabajo permitirá confirmar o matizar esta hipótesis, evaluando hasta qué punto estas diferencias teóricas se traducen en consecuencias reales para las partes en una operación de M&A. O si bien, el Derecho español se ha acercado a la práctica común del Derecho anglosajón con un enfoque más contractualista.

III. EL ALCANCE DE LOS DAÑOS INDEMNIZABLES POR FALSEDAD DE R&W EN DERECHO ESPAÑOL

Antes de analizar los distintos elementos de la responsabilidad contractual derivada de la falsedad de las manifestaciones y garantías, resulta conveniente introducir brevemente el caso ASAS SYSTEMS, que servirá como hilo conductor del presente apartado. El litigio tiene su origen en la compraventa del 75 % de las participaciones sociales de ASAS SYSTEMS, S.L., formalizada en 2009 entre la compradora ISASTUR SERVICIOS, S.L. y las sociedades vendedoras VALCAPITAL. Tras el cierre de la operación, la parte adquirente sostuvo que la información contable y financiera utilizada para valorar la sociedad contenía inexactitudes relevantes, en particular en relación con determinadas obras en curso, pasivos fiscales y otros elementos del activo y pasivo, lo que dio lugar a una reclamación por incumplimiento de las manifestaciones y garantías incluidas en el contrato.

El caso presenta un especial interés porque ha sido objeto de pronunciamiento en distintas instancias, culminando en la STS 1009/2019¹² (en adelante, la “STS”), si bien será especialmente relevante el análisis desarrollado por la Audiencia Provincial de Madrid¹³ (en adelante, la “SAP”) que examinó de forma detallada tanto la existencia de incumplimiento como la cuantificación del daño indemnizable y la eventual reducción de las partidas reclamadas. En particular, el Tribunal tuvo en cuenta factores como el conocimiento previo de

¹² STS (Sala de lo Civil) núm. 187/2019, de 27 de marzo (RJ 2019/1009; ECLI:ES:TS:2019:1009).

¹³ SAP Madrid (Sección 13ª) de 5 de noviembre de 2014 (JUR 2014/16719).

la compradora, la falta de acreditación de determinadas contingencias y los límites derivados de la imputación causal.

Por su riqueza fáctica y jurídica, este caso permite ilustrar de manera práctica los principales problemas que plantea el régimen de responsabilidad en las operaciones de M&A en España, por lo que será utilizado a lo largo de los siguientes epígrafes para analizar, de forma sistemática, los requisitos de la indemnización, su cuantificación y las limitaciones derivadas del conocimiento del comprador.

1. REQUISITOS DE LA RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL

En el Derecho español, la responsabilidad derivada de la falsedad de R&W se articula, con carácter general, a través del régimen de responsabilidad contractual previsto en el artículo 1101 del Código Civil¹⁴. Ante la inexistencia de un régimen específico para este tipo de cláusulas, la doctrina ha señalado que el comprador debe acudir a las acciones derivadas del incumplimiento contractual para obtener la correspondiente indemnización. En este marco, la procedencia del resarcimiento exige la concurrencia de los requisitos clásicos de la responsabilidad contractual: existencia de un vínculo obligacional, incumplimiento, daño y nexo causal entre estos dos anteriores.

En primer lugar, debe existir un contrato válido entre las partes. En las operaciones de M&A, este requisito se concreta en el contrato de compraventa de acciones o participaciones sociales (SPA), en el que se integran las R&W como auténticas obligaciones contractuales del vendedor. Como ha destacado LUIS DÍEZ-PICAZO, las obligaciones que nacen de los contratos son resultado de “*un acuerdo de voluntades de dos o más personas (duorum vel plurium consensos) dirigido a crear obligaciones entre ellas (ad constituendum obligationem)*”¹⁵. Esta concepción permite calificar las R&W como un acuerdo contractual generador de responsabilidad conforme al art. 1091 CC¹⁶.

En segundo lugar, es necesario que se produzca un incumplimiento contractual. En este ámbito, el incumplimiento se identifica con la falsedad o inexactitud de las R&W, lo que

¹⁴ Art. 1101 CC: “Quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren al tenor de aquéllas.”

¹⁵ Díez-Picazo, L., Fundamentos de Derecho civil patrimonial, vol. I, 5.ª ed., Civitas, Madrid, 1996, pp. 118.

¹⁶ Art. 1091 CC: “Las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse a tenor de los mismos.”

implica que la prestación asumida por el vendedor —garantizar la veracidad de determinadas circunstancias— no se ajusta a lo pactado. En el Derecho español, “*el incumplimiento en este plano vendría dado por cualquier falta de realización, realización irregular, defectuosa o incompleta de las conductas (prestaciones, si se prefiere) asumidas contractualmente*”¹⁷. En palabras de PANTALEÓN, cualquier desviación respecto del programa contractual¹⁸. Así se desprende del propio sistema del Código Civil, en particular de los artículos 1101 y 1258 CC¹⁹, que imponen el cumplimiento de las obligaciones conforme a lo pactado y a las exigencias de la buena fe. Aplicado a las manifestaciones y garantías, ello permite calificar su incorrección como un supuesto de incumplimiento contractual, al frustrarse la expectativa del comprador sobre la veracidad de la información suministrada y el reparto de riesgos acordado en el contrato.

En tercer lugar, debe concurrir un daño indemnizable. Conforme al artículo 1106 CC²⁰, la indemnización comprende tanto el daño emergente como el lucro cesante. En términos doctrinales, el daño constituye un requisito esencial de la responsabilidad, en cuanto no hay obligación de indemnizar sin la existencia de un perjuicio efectivo. En el contexto de las R&W, dicho daño suele manifestarse en la disminución del valor de la sociedad adquirida, en la aparición de pasivos ocultos o en la necesidad de realizar desembolsos no previstos. La práctica demuestra, además, que en este tipo de operaciones el remedio indemnizatorio resulta preferente frente a la resolución contractual, debido a los elevados costes asociados a la reversión de la transacción.

Finalmente, es necesario que exista una relación de causalidad entre el incumplimiento y el daño. Esto implica que los perjuicios reclamados deben ser consecuencia directa de la falsedad de las manifestaciones y garantías. Como subraya la doctrina, la función de estas cláusulas es precisamente delimitar y asignar riesgos entre las partes, de modo que el vendedor responde únicamente por aquellos daños que se sitúan dentro del ámbito de riesgo que ha

¹⁷ Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual en Derecho español”, InDret – Revista para el Análisis del Derecho, núm. 3, 2007, pp. 7.

¹⁸ Pantaleón Prieto, F., Resolución por incumplimiento e indemnización, en Estudios Monográficos, Civitas, 1993, pp. 1143 y ss.

¹⁹ Art. 1258 CC: “Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley”

²⁰ Art. 1106 CC: “La indemnización de daños y perjuicios comprende, no sólo el valor de la pérdida que haya sufrido, sino también el de la ganancia que haya dejado de obtener el acreedor, salvo las disposiciones contenidas en los artículos siguientes.”

asumido contractualmente. En este sentido, el nexo causal actúa como criterio de imputación que permite vincular jurídicamente el incumplimiento con el perjuicio sufrido por el comprador. Como veremos, el conocimiento previo por parte del comprador del incumplimiento es uno de los factores que el Derecho español utiliza para frustrar la imputación al vendedor.

En definitiva, la responsabilidad por falsedad de las manifestaciones y garantías en el Derecho español se integra plenamente en el régimen general de la responsabilidad contractual. La aplicación de los requisitos del artículo 1101 CC, interpretados a la luz de la doctrina y de la práctica de las operaciones de M&A, permite articular un sistema coherente en el que la veracidad de las declaraciones del vendedor se configura como un elemento esencial del equilibrio contractual.

2. LA CUANTIFICACIÓN DEL DAÑO POR FALSEDAD DE R&W SOBRE VALORACIÓN DE ACTIVOS O PASIVOS

El método usado por los tribunales para determinar la cantidad a indemnizar como consecuencia de la falsedad de una manifestación o garantía sobre valoración de activos o pasivos tiene, lógicamente, un gran impacto en el proceso de negociación de un contrato de compraventa de sociedad. La pulcritud del proceso de *due diligence*, el diseño de las *representations and warranties* y los límites de responsabilidad, la negociación del precio y el cumplimiento de las obligaciones post-cierre se pueden ver afectadas por diferencias en el cálculo de las indemnizaciones de reclamaciones post-cierre.

En la práctica judicial española, la cuantificación del daño derivado de la incorrección de las *representations and warranties* suele abordarse acorde a las categorías tradicionales del régimen general de responsabilidad contractual. Los tribunales tienden a centrar el análisis en la acreditación de un perjuicio patrimonial concreto y en su relación causal con el incumplimiento, lo que introduce los criterios propios del Derecho de daños codificado. Como consecuencia, el cálculo de la indemnización dista con frecuencia de los métodos de valoración empresarial utilizados habitualmente en el mercado para fijar el precio de las operaciones de M&A, que responden a una lógica económica distinta.

Para comprender el modelo de cuantificación empleado por los tribunales españoles analizaremos la lógica empleada en la primera instancia del caso ASAS SYSTEMS.

En la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de 11 de marzo de 2013, el órgano judicial consideró que determinadas irregularidades contables detectadas tras la adquisición constituían un perjuicio patrimonial directo para la compradora. Entre ellas, nos centraremos en una partida de 700.000 euros correspondiente a gastos operativos que habían sido imputados contablemente a proyectos en curso cuando, en realidad, correspondían a proyectos ya finalizados.

En línea con el razonamiento del juzgado, esta incorrecta imputación contable generaba un perjuicio económico concreto para la compradora, en la medida en que inflaba artificialmente la situación financiera presentada en el momento de la operación. En consecuencia, el órgano judicial fijó la indemnización en el importe íntegro de la partida incorrectamente contabilizada, es decir, 700.000 euros, tratándola como un daño patrimonial directo derivado de la incorrección de la información financiera suministrada en la operación

El modo de cuantificar el daño refleja una aproximación característica del Derecho español. Cuando los tribunales consideran acreditada la existencia de una irregularidad contable o de una contingencia no reflejada en la información proporcionada al comprador, la indemnización suele corresponderse con el impacto patrimonial concreto de dicha irregularidad, sin reconstruir necesariamente el efecto que esa circunstancia pudo tener sobre el valor global de la sociedad adquirida. SOLER PRESAS ya apuntaba que la práctica habitual es compensar al comprador por el equivalente pecuniario en este tipo de situaciones de frustración tras adquisición de sociedad: *“Cuando el comprador se haya protegido expresamente, incluyendo una garantía en el contrato, deberá obligarse al vendedor a cumplir lo garantizado o a compensar al comprador conforme a su equivalente pecuniario...”*²¹

Esta lógica responde a la concepción general del daño indemnizable en el Derecho español de responsabilidad contractual. Conforme a los artículos 1101 y 1106 del Código Civil, la indemnización comprende la pérdida sufrida y la ganancia dejada de obtener, siempre que el perjuicio pueda acreditarse de forma concreta. En este marco, la cuantificación del daño suele construirse a partir de la identificación de un perjuicio patrimonial específico, cuyo importe puede determinarse de manera directa. El sistema español de responsabilidad contractual parte de una concepción del daño como menoscabo patrimonial efectivo que debe ser probado por

²¹ Soler Presas, A., «Tratamiento jurídico de la frustración tras la adquisición de una empresa», Anuario de Derecho Civil, t. LXVII, 2014, p. 111.

el damnificado, lo que conduce con frecuencia a cuantificar la indemnización mediante la valoración directa de la pérdida sufrida.

En otras palabras, si una manifestación contractual relativa a la situación financiera de la sociedad resulta incorrecta y dicha incorrección se traduce en una sobrestimación de un activo o en la ocultación de un pasivo, el daño indemnizable tenderá a coincidir con el importe patrimonial de la distorsión detectada. Así, por ejemplo, si una manifestación contable presenta un activo sobrevalorado en 500.000 euros o un pasivo infravalorado en esa misma cuantía, el perjuicio patrimonial que normalmente se reconoce equivale a esa cantidad, al tratarse del menoscabo económico directamente acreditado.

Este enfoque explica por qué, en la sentencia de primera instancia del caso ASAS SYSTEMS, el juzgado fijó la indemnización correspondiente a la irregularidad contable analizada en 700.000 euros, es decir, en el importe de la partida incorrectamente imputada. El cálculo del daño se basa así en la identificación directa del impacto patrimonial de la incorrección contable, sin reconstruir el efecto que dicha irregularidad pudo tener sobre la valoración global de la sociedad en el momento de la compraventa.

Precisamente, este modo de cuantificar el perjuicio es el que posteriormente contrastaremos con cómo podría haberse determinado la indemnización si se hubiera aplicado el método anglosajón *diminution in value*, que conecta la cuantía del daño con la diferencia entre el valor del negocio tal como fue garantizado y su valor real al momento del cierre.

3. EL CONOCIMIENTO DEL COMPRADOR COMO LÍMITE A LA RESPONSABILIDAD

3.1. El conocimiento del comprador en el caso ASAS SYSTEMS

El caso ASAS SYSTEMS constituye un ejemplo especialmente ilustrativo de cómo el conocimiento previo del comprador puede operar como un límite determinante a la responsabilidad contractual derivada de la falsedad de las manifestaciones y garantías.

La SAP²² revisa la indemnización fijada en primera instancia y procede a reducir o eliminar diversas partidas reclamadas por la compradora. Estas reducciones se fundamentan principalmente en criterios derivados del régimen general de responsabilidad contractual del

²² (*Op. cit*) SAP Madrid (Sección 13ª) de 5 de noviembre de 2014 (JUR 2014/16719)

Derecho civil, en particular, el conocimiento previo del comprador sobre determinadas imprecisiones contables detectadas durante el proceso de adquisición de la sociedad *target*.

La primera reducción relevante introducida por la SAP afecta a la ya mencionada partida de 700.000 euros correspondiente a determinadas facturas de gastos que habían sido imputadas contablemente a proyectos en curso cuando en realidad correspondían a proyectos ya finalizados. La Audiencia Provincial elimina esta partida al considerar acreditado que la compradora disponía de información suficiente sobre dicha circunstancia durante el proceso de *due diligence*, de modo que no podía alegar desconocimiento de la contingencia al tiempo de fijar el precio de la operación. En consecuencia, el Tribunal concluye que dicha partida no puede ser considerada una contingencia indemnizable imputable a los vendedores.

En concreto, el juzgado explica cómo el representante legal de ISASTUR hizo referencia en un correo electrónico a la información controvertida más de un mes antes de la fecha de celebración de la compraventa: “*Información a la que hizo referencia el representante legal de ISASTUR SERVICIOS S.L. en el correo electrónico enviado con fecha 1 de septiembre de 2009 (folio 251) por lo que al tiempo de celebrar el contrato de compraventa -14 de octubre de 2009- no puede invocar su desconocimiento ni, en consecuencia, incluir su importe entre las contingencias de las que debía responder la vendedora...*” Lo que evidencia la existencia de conocimiento previo adquirido durante el proceso de *due diligence*.

Asimismo, el Tribunal introduce otras dos reducciones relevantes en la cuantificación del daño, igualmente sustentadas en el conocimiento previo del comprador. En primer lugar, la Audiencia rechaza la indemnización solicitada por el lucro cesante derivado de los márgenes de determinadas obras en curso, al considerar que la compradora había tenido acceso durante el proceso de *due diligence* a información suficiente sobre dichos proyectos. En segundo lugar, descarta la indemnización correspondiente a los gastos derivados de la reestructuración laboral posterior a la adquisición, al entender que la situación organizativa de la empresa era conocida o fácilmente cognoscible por el comprador antes del cierre de la operación. De este modo, la Audiencia aplica un mismo razonamiento en los tres supuestos: cuando el comprador dispone de información suficiente sobre una determinada circunstancia durante el proceso de negociación, dicha circunstancia no puede posteriormente fundamentar una reclamación indemnizatoria por *misrepresentation* frente a los vendedores.

El Tribunal de la Audiencia Provincial de Madrid demuestra este sesgo cuando afirma: “*A la luz de tales cláusulas, así como de las demás que integran el contenido del contrato de*

compraventa, hemos anticipado que la responsabilidad de las demandadas se extiende a las contingencias surgidas tras la celebración del contrato que traigan causa de hechos anteriores pero siempre que los mismos no hubiesen podido ser conocidos por la compradora a la hora de fijar el precio de compra de las participaciones en un millón de euros.

De este modo se integra en la obligación de la vendedora de ofrecer a la compradora una información veraz sobre la contabilidad y proyección de las empresas cuyas participaciones se transmitían, la garantía añadida de responder de aquellas contingencias surgidas como consecuencia de hechos anteriores desconocidos, y el límite a dicha responsabilidad que suponía el haber facilitado a la vendedora la información suficiente para tener un conocimiento relativamente preciso del valor de lo adquirido para determinar el precio que ambas partes aceptasen.”

Este razonamiento pone de manifiesto que el conocimiento previo del comprador opera como un límite estructural a la responsabilidad indemnizatoria, en la medida en que excluye la imputación al vendedor de aquellas contingencias que pudieron ser conocidas al tiempo de contratar. De este modo, la Audiencia Provincial no se limita a constatar la falsedad de las declaraciones contractuales y, en consecuencia, el incumplimiento por parte de la vendedora, sino que también examina si cada una de las partidas reclamadas cumple los requisitos exigidos por el régimen general de responsabilidad contractual. Entre los factores considerados por el Tribunal destacan, en particular, el grado de conocimiento previo del comprador sobre las contingencias, la imputabilidad de los hechos a las vendedoras y la acreditación efectiva del perjuicio patrimonial reclamado.

Este enfoque conduce al Tribunal a analizar separadamente las distintas partidas indemnizatorias y a reducir o excluir aquellas en las que no concurren los presupuestos necesarios para generar responsabilidad indemnizatoria. Este planteamiento será objeto de desarrollo en los apartados siguientes, en los que se analizará cómo el conocimiento previo incide en la imputación del daño y en la delimitación del alcance de la indemnización en el Derecho español.

3.2. El conocimiento como límite a la responsabilidad: imputación del daño, *due diligence* y buena fe

En el Derecho civil español, el conocimiento previo del acreedor no actúa como una excepción autónoma a la responsabilidad contractual, sino como un elemento que incide

directamente en la imputación del daño, pudiendo excluir o limitar la indemnización cuando el perjuicio no resulta atribuible al incumplimiento del deudor.

El razonamiento de la Audiencia Provincial refleja claramente la lógica del régimen general de responsabilidad contractual del Derecho civil español. En este sistema, la responsabilidad por incumplimiento no se limita a verificar la falsedad de la declaración contractual, sino que exige analizar si el daño reclamado cumple los requisitos tradicionales de la responsabilidad contractual, entre los que destaca la imputabilidad del perjuicio al incumplimiento del deudor. Cuando el acreedor conocía o podía conocer razonablemente la situación que da lugar al daño, la jurisprudencia tiende a considerar que ese riesgo ha sido asumido al fijar el precio del contrato. Desde esta perspectiva, el conocimiento previo del comprador actúa como un factor que limita o directamente excluye la responsabilidad indemnizatoria, aunque en el contrato encontremos una R&W inexacta. Este planteamiento se conecta con la arquitectura general del régimen de responsabilidad contractual del Código Civil, particularmente con los arts. 1101, 1106 y 1107 CC²³, que condicionan la indemnización a la existencia de un daño imputable al incumplimiento y a su previsibilidad al tiempo de contratar.

En este sentido, la práctica contractual de las operaciones de adquisición de sociedades — influida en gran medida por la técnica anglosajona importada de las R&W— no altera los presupuestos dogmáticos del sistema civilista, que siguen exigiendo analizar la existencia de responsabilidad conforme a las categorías generales del incumplimiento y de la imputación del daño. Como ha señalado ALFARO, “*la presencia de representations & warranties en el contrato indica [...] que las partes han preferido la aplicación de los remedios generales para el incumplimiento a las normas sobre error, dolo o acciones edilicias*”²⁴. De este modo, incluso cuando el contrato contiene manifestaciones detalladas sobre determinados aspectos de la sociedad transmitida, la eventual responsabilidad derivada de su inexactitud debe examinarse conforme al régimen general de responsabilidad contractual, que permeará lo pactado entre las

²³ Art. 1107 CC: “Los daños y perjuicios de que responde el deudor de buena fe son los previstos o que se hayan podido prever al tiempo de constituirse la obligación y que sean consecuencia necesaria de su falta de cumplimiento.

En caso de dolo responderá el deudor de todos los que conocidamente se deriven de la falta de cumplimiento de la obligación.”

²⁴ Alfaro águila-real, J., La compraventa de empresas (V): Patología y remedios frente al incumplimiento, Almacén de Derecho, disponible en: <https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-v-patologia-y-remedios-frente-al-incumplimiento>

partes. En consecuencia, el clausulado del SPA no opera como una figura autónoma ajena al sistema civilista.

Desde esta perspectiva, el conocimiento previo del comprador adquiere un papel central en la delimitación de la responsabilidad indemnizatoria. Como ha explicado GÓMEZ POMAR, el concepto de incumplimiento en el Derecho español se construye a partir de dos elementos estructurales: por un lado, la existencia material de una desviación respecto del contenido del contrato y, por otro, la imputación de dicha desviación a una de las partes contractuales. En palabras del autor, “*en el sistema jurídico español la noción de incumplimiento puede entenderse como la resultante de combinar dos elementos conceptualmente diversos: la materialidad del incumplimiento [...] y la imputación de tal incumplimiento a una de las partes contractuales*”²⁵. En el contexto de las compraventas de sociedad, esta segunda dimensión resulta especialmente relevante. Incluso cuando puede acreditarse la inexactitud objetiva de una determinada manifestación contractual, la imputación del daño al vendedor puede verse debilitada o incluso excluida si el comprador conocía o podía conocer razonablemente la circunstancia que origina la contingencia al tiempo de celebrar el contrato. Precisamente esta lógica se encuentra en la base del razonamiento de la Audiencia Provincial en el caso ASAS SYSTEMS. En tales supuestos, el perjuicio no puede atribuirse exclusivamente al incumplimiento del vendedor, pues el comprador decidió contratar y fijar el precio de la operación pese a disponer de información que permitía identificar el riesgo.

En estrecha relación con esta cuestión, la información revelada durante el proceso de *due diligence* adquiere una relevancia determinante en la delimitación de la responsabilidad en las operaciones de adquisición de empresas.

La finalidad de este proceso consiste precisamente en permitir al comprador examinar la situación jurídica, económica y financiera de la sociedad objeto de transmisión antes de cerrar la operación. Cuando determinadas contingencias han sido efectivamente reveladas durante esta fase de análisis, el ordenamiento tiende a considerar que el comprador ha asumido el riesgo asociado a dichas circunstancias al aceptar el precio final de la transacción. Por lo que tratar de contrariar esta tesis podría ser tildado incluso de mala fe. En este sentido, PAYET PUCCIO ha señalado que “*por aplicación del principio general de la buena fe, el comprador no podría reclamar posteriormente una indemnización por la materialización de una contingencia cuya*

²⁵ (*Op. cit*) Gómez Pomar, F., pp. 6.

existencia conoció durante el due diligence”²⁶. Esta apelación al principio de buena fe confirma que, incluso en presencia de cláusulas contractuales detalladas de manifestaciones y garantías, la responsabilidad derivada de su eventual incumplimiento no puede desvincularse de los principios estructurales del Derecho civil.

En definitiva, en el sistema español de responsabilidad contractual, el conocimiento previo del comprador no elimina el incumplimiento, pero sí condiciona de forma determinante la imputación del daño, actuando como un límite estructural a la indemnización, especialmente cuando dicho conocimiento deriva de la información obtenida en el proceso de *due diligence*.

IV. EL ALCANCE DE LOS DAÑOS INDEMNIZABLES POR FALSEDAD DE R&W EN DERECHO ANGLOSAJÓN

1. CUANTIFICACIÓN DEL DAÑO: *EXPECTATION DAMAGES* Y *DIMINUTION IN VALUE*

En el Derecho anglosajón, la cuantificación del daño derivado del incumplimiento de *representations and warranties* responde a una lógica distinta a la seguida por los tribunales españoles, basada en el principio de *expectation damages*.

Los anglosajones han desarrollado una regla relativamente estable para cuantificar el daño derivado del incumplimiento de *representations and warranties*. Conforme a este modelo, la indemnización debe reflejar la diferencia entre el valor de la sociedad tal como fue garantizada por el vendedor y su valor real teniendo en cuenta la incorrección de la manifestación contractual. Este método de cuantificación, conocido como *diminution in value*, se inserta dentro de la lógica general de los *expectation damages* o *benefit of bargain damages*. Su objetivo es situar al comprador en la posición económica en la que se encontraría si el contrato se hubiera cumplido correctamente.

La doctrina ha destacado que este criterio permite reconstruir adecuadamente el interés contractual positivo del comprador, al calcular el daño como la diferencia entre el valor hipotético de la sociedad si las manifestaciones y garantías hubieran sido correctas y el valor real de la sociedad teniendo en cuenta la incorrección de alguna de ellas. Como explican GÓMEZ POMAR y GILI SALDAÑA²⁷, este método, además, permite adaptarse a las diversas

²⁶ Payet Puccio, J.A., “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor”, IUS ET VERITAS, núm. 39, 2009, pp. 64-97, pp. 85.

²⁷ (*Op. cit*) Gómez Pomar, F. / Gili Saldaña, M., pp. 37.

técnicas de valoración utilizadas en las operaciones de compraventa de sociedad. En efecto, cualquier método razonable de valoración que haya podido emplear el comprador al formular su oferta —ya sea acorde al valor contable o “en libros”, el descuento de flujos de caja futuros o métodos comparativos basados en múltiplos— puede utilizarse para calcular la indemnización correspondiente al incumplimiento contractual.

Esta característica explica por qué el método de *diminution in value* se encuentra estrechamente conectado con la práctica económica de las operaciones de M&A. Al utilizar los mismos instrumentos de valoración que se emplearon para determinar el precio de la operación por las partes, la indemnización refleja de forma más precisa el impacto real que la incorrección de la información proporcionada por el vendedor ha tenido sobre el valor del negocio adquirido.

Aplicado al ejemplo analizado en el caso ASAS Systems, este enfoque podría conducir a un resultado distinto al que se desprende del método seguido por los tribunales españoles. La incorrecta imputación de aproximadamente 700.000 euros de gastos a proyectos en curso no afectaría únicamente a la exactitud de una partida contable concreta, sino que podría alterar la valoración global de la sociedad si dicha incorrección influyó en las magnitudes financieras utilizadas para determinar el precio de la operación. En ese caso, el daño indemnizable no se limitaría necesariamente al importe de la partida contable incorrecta, sino que debería calcularse atendiendo al efecto que dicha distorsión tuvo sobre el valor de la sociedad adquirida, el cual podría ser menor o mayor, en función del método de valoración utilizado por la parte damnificada y como ésta pueda probar el efecto que la falsedad tuvo en la negociación y acuerdo del precio.

Un ejemplo jurisprudencial de la Court of Appeal londinense que explica muy bien este fenómeno lo podemos encontrar en la sentencia *Karim v Wemyss* (2016)²⁸. La cual en su apartado 49 desarrolla la lógica económica que se debe seguir para correctamente calcular el daño a indemnizar adaptándose al método de valoración escogido: “*A mi juicio resulta evidente que una persona que compra un negocio con una capacidad de generación de beneficios garantizada de 120.000 libras sufre una pérdida sustancial si en realidad el negocio solo tiene una capacidad de generar beneficios de 92.000 libras. Pero ¿cómo debe medirse esa pérdida?*”

²⁸ Karim v Wemyss [2016] EWCA Civ 27 (Court of Appeal, Civil Division, 28 January 2016)

La capacidad de generación de beneficios de un negocio suele reflejarse principalmente en su fondo de comercio. Como señaló Swanwick J en Doyle v Olby (Ironmongers) Ltd (p. 161), el valor del fondo de comercio suele calcularse aplicando un multiplicador al beneficio anual.

En este caso disponemos de las conclusiones del juez acerca del beneficio garantizado y del beneficio real. Lo que necesitamos es el multiplicador apropiado. Este podría haber sido objeto de prueba pericial, pero no lo fue. Lo que los expertos habrían explicado es cuál sería, en el mercado, el multiplicador que compradores y vendedores habrían acordado para un negocio como el de la LLP.

Sin embargo, el mejor punto de comparación es el propio negocio objeto de la transacción. En este caso sabemos, a partir del SPA, que las partes acordaron un precio de 100.000 libras por el fondo de comercio, los activos fijos, los activos muebles, la propiedad intelectual del negocio y el sistema informático. Aunque el SPA preveía una asignación del precio entre las distintas clases de activos en el momento del cierre, dicha asignación no se realizó.

No obstante, sabemos por las cuentas y el balance de la LLP que a 31 de marzo de 2008 los activos fijos ascendían a 31.860 libras. Si asumimos que el resto del precio de compra se atribuye íntegramente al fondo de comercio, el valor correspondiente al fondo de comercio sería 68.140 libras.

Por tanto, el señor Karim estaba dispuesto a pagar —y el señor Wemyss a aceptar— la suma de 68.140 libras como precio por un negocio con una rentabilidad garantizada de 120.000 libras. Aunque en la mayoría de los casos el precio pagado por el goodwill es un múltiplo del beneficio, la característica inusual de este caso es que el precio pagado representaba solo una fracción del beneficio. Aplicado a la rentabilidad garantizada, esto produce un divisor de 1,76.

En mi opinión, estamos legitimados —y debemos— calcular los daños por incumplimiento de la garantía relativa a la rentabilidad aplicando ese divisor al déficit de rentabilidad. Ese déficit asciende a 28.000 libras. Aplicando el divisor de 1,76, la diferencia de valor resultante es 15.909 libras.

El señor Dean argumentó que, si adoptáramos este método, deberíamos reducir la cifra resultante para tener en cuenta las incertidumbres. Acepto este argumento en cierta medida y redondearía la cantidad a la baja hasta 15.000 libras. En consecuencia, concedería 15.000 libras en concepto de daños por incumplimiento de la garantía” (traducido por autor).

He escogido incluir esta sentencia y este extracto, en específico, porque demuestra que el método *diminution in value* es idóneo para satisfacer a las partes por el sobrepago pagado independientemente del método de valoración escogido. En el ejemplo se puede apreciar cómo, a falta de la habitual valoración mediante un múltiplo de beneficio o EBITDA, se puede incluso establecer otros criterios de valoración con lógica financiera, como el de una fracción de la capacidad de generación de beneficios garantizada. Este caso demuestra la flexibilidad del método de cuantificación del daño para satisfacer la realidad del daño con precisión.

De todos modos, para ilustrar cómo podría cuantificarse el daño derivado de una incorrección contable conforme al modelo anglosajón, puede plantearse un ejemplo simplificado basado en una de las metodologías de valoración más empleadas en operaciones de compraventa de sociedades: los múltiplos de EBITDA. Supóngase una compañía con unos ingresos anuales de 20.000.000 € y un margen EBITDA del 9 %, lo que arrojaría un EBITDA de 1.800.000 €. Si durante la negociación las partes valoran la sociedad aplicando un múltiplo de 6 veces EBITDA, el valor implícito del negocio (*Enterprise Value*) se situaría en 10.800.000 €.

Tras el cierre de la operación, se descubre que 700.000 € de gastos correspondientes a proyectos ya finalizados habían sido imputados contablemente a proyectos en curso, tal y como ocurrió en el caso ASAS SYSTEMS. Esta práctica habría contribuido a presentar una rentabilidad superior a la real. No obstante, desde una perspectiva contable, resulta razonable asumir que dicha incorrección no impactaría íntegramente en el EBITDA del ejercicio relevante, sino solo en la medida en que afecte a los resultados utilizados para la valoración. En un escenario plausible, el ajuste podría situarse en torno a 200.000 €.

En consecuencia, el EBITDA ajustado pasaría de 1.800.000 € a 1.600.000 €. Aplicando el mismo múltiplo de 6 veces EBITDA, el valor real de la sociedad se situaría en 9.600.000 €. La diferencia respecto del valor inicialmente atribuido —10.800.000 €— ascendería, por tanto, a 1.200.000 €.

Este ejemplo pone de manifiesto que una irregularidad contable de 700.000 € puede traducirse en una pérdida de valor significativamente superior, debido a que el precio de adquisición capitaliza la capacidad futura de generación de beneficios del negocio. Desde esta perspectiva, el daño relevante no vendría determinado por el importe nominal de la incorrección, sino por la reducción del valor económico de la sociedad derivada del ajuste en la valoración. Este enfoque refleja la lógica del método *diminution in value*, conforme al cual el comprador tiene, *prima facie*, derecho a la diferencia entre el valor de la sociedad tal como fue garantizada y su valor real una vez descubierta la incorrección.

1.1. Comparación con el Derecho español

Este contraste permite apreciar con claridad la diferencia metodológica entre ambos sistemas. Mientras que el modelo español tiende a identificar el daño con el perjuicio patrimonial concreto derivado de la irregularidad detectada, el modelo anglosajón busca reconstruir la pérdida económica sufrida por el comprador en términos de valoración empresarial, atendiendo al valor del negocio que razonablemente esperaba adquirir y al valor real del que efectivamente adquirió.

Lo anterior no significa que, en determinados supuestos, resulte incorrecto cuantificar los daños exactamente en la cuantía de la incorrección en la valoración de un activo o pasivo, tal y como en ocasiones hacen los tribunales españoles apoyándose en las categorías del Derecho de obligaciones codificado. Existen situaciones en las que la lógica económica de la operación exige precisamente este tipo de cuantificación para satisfacer adecuadamente la pretensión que en nuestro ordenamiento jurídico recoge el art. 1106 CC, consistente en restablecer al perjudicado en la posición en la que se habría encontrado de no haberse producido el incumplimiento.

Un ejemplo de ello se encuentra en aquellas adquisiciones de empresa en las que el comprador no toma la decisión de invertir atendiendo principalmente a la viabilidad operativa de la compañía o a su capacidad futura de generación de caja o de negocio. En estos casos, la operación se fundamenta más bien en el valor —o incluso en la ausencia de valor— de determinados activos y pasivos del balance. Este supuesto es habitual en el ámbito de la inversión en empresas en dificultades financieras o en procesos de reestructuración.

En este tipo de operaciones, los compradores asumen con frecuencia responsabilidades significativas al adquirir sociedades con patrimonio neto negativo. En consecuencia, una infravaloración de un pasivo o una sobrevaloración de un activo puede traducirse en un perjuicio cuyo alcance coincide directamente con la diferencia entre la valoración facilitada durante la negociación y el valor real de dicha partida. Así, por ejemplo, si el pasivo laboral de la sociedad resulta ser 10.000 € superior al indicado en la documentación proporcionada durante el proceso de *due diligence*, el daño derivado de dicha distorsión contable podría indemnizarse por ese mismo importe, sin perjuicio de otros daños adicionales que pudieran derivarse de la falsedad de la manifestación contractual.

Y es que el método de valoración *diminution in value*, además de satisfacer a la perfección el perjuicio sufrido por el comprador al pagar un sobreprecio derivado de la incorrección de la manifestación contractual, es perfectamente compatible con otros tipos de daños complementarios que el comprador deberá probar acorde al régimen de daños que rija en cada jurisdicción. Entre estos daños adyacentes GOMEZ POMAR y GILI SALDAÑA mencionan el siguiente listado no excluyente: “...como las inversiones —razonables— que el comprador haya podido realizar en la compañía adquirida y que hayan devenido improductivas como consecuencia de la infracción de las manifestaciones y garantías por parte del vendedor; los gastos de cierre y liquidación de la empresa, si este es el escenario razonable que se derivará de la incorrección de las manifestaciones y garantías; los gastos de corrección de la infracción cuando sea posible y razonable, siempre y cuando tales gastos no hayan sido compensados mediante la diferencia de valor de la empresa; la pérdida de beneficios de operaciones ulteriores que haya experimentado el comprador, si se han frustrado o han tenido que deshacerse por la incorrección de las manifestaciones y garantías (por ejemplo, una de título), así como los eventuales gastos de reclamaciones extraprocesales y procesales, en su caso.”²⁹

En resumen, para el cálculo de la indemnización de daños causados por la falsedad de manifestaciones sobre valoración de activos o pasivos hay dos métodos que presentan importantes diferencias prácticas. Por un lado, el Derecho español tiende a castigar la adulteración contable sin tener en consideración el impacto que este pudo tener en el precio pagado por el comprador. Indemnizando normalmente el equivalente pecuniario de la incorrección al comprador, de acuerdo con el régimen general de obligaciones y sus exigencias. Y, por otro lado, el método de *diminution in value* generalizado en la práctica anglosajona se

²⁹ (*Op. cit*) Gómez Pomar, F. / Gili Saldaña, M., pp. 38.

adapta a las prácticas de valoración utilizadas en el mercado para satisfacer al comprador por el sobreprecio que pudo haber pagado como consecuencia del incumplimiento contractual.

Por consiguiente, el método de cuantificación del daño en el Common Law responde a una lógica marcadamente económica y orientada al mercado, que permite reconstruir con mayor precisión la posición en la que se encontraría el comprador de haberse cumplido correctamente el contrato, en contraste con el enfoque más restrictivo y patrimonial del Derecho civil español.

2. EL CONOCIMIENTO DEL COMPRADOR EN COMMON LAW

2.1. El enfoque contractualista

El análisis del conocimiento previo del comprador en el ámbito del Common Law resulta especialmente relevante desde una perspectiva comparada, en la medida en que contrasta de forma significativa con el tratamiento que recibe esta cuestión en el Derecho civil español. Mientras que en este último el conocimiento del comprador puede incidir en la imputación del daño y, en consecuencia, en la procedencia de la indemnización, en muchas jurisdicciones anglosajonas el enfoque responde a una lógica marcadamente distinta.

En el Common Law, las *representations and warranties* suelen interpretarse como promesas contractuales autónomas cuya función principal es la asignación de riesgos entre las partes. Desde esta perspectiva, el análisis del incumplimiento no se articula a partir de categorías propias del Derecho civil codificado —como la constatación del daño o la imputación causal del daño—, sino sobre la base del principio de autonomía de la voluntad y de la libre distribución contractual de riesgos. En consecuencia, la inexactitud de una manifestación puede generar responsabilidad contractual incluso cuando el comprador conocía o sospechaba su incorrección en el momento de celebrar el contrato.

Este planteamiento refleja una concepción estrictamente contractualista del incumplimiento, en la que lo determinante no es tanto la situación subjetiva del comprador como el contenido objetivo de la promesa asumida por el vendedor. De este modo, el contrato opera como un mecanismo de asignación de riesgos que desplaza, en gran medida, consideraciones propias de la lógica civilista.

Esta diferencia de enfoque tiene importantes consecuencias prácticas, en particular en relación con la posibilidad de que el comprador ejercite acciones por incumplimiento pese a haber tenido conocimiento previo de la incorrección de la manifestación, cuestión que se encuentra estrechamente vinculada con la práctica conocida como *sandbagging*. El alcance de esta figura y su tratamiento en las distintas jurisdicciones dependerá, en última instancia, del grado de relevancia que se atribuya al conocimiento del comprador dentro del sistema de responsabilidad contractual.

2.2. La irrelevancia del conocimiento: jurisprudencia clave

Esta concepción contractualista del incumplimiento encuentra un respaldo claro en la jurisprudencia estadounidense, que ha desarrollado una doctrina consistente en torno a la irrelevancia del conocimiento previo del comprador en las reclamaciones por incumplimiento de *representations and warranties*.

Esta posición se sustenta de manera clara en la jurisprudencia estadounidense. En *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.* (1990)³⁰, el Tribunal de Apelaciones de Nueva York sostuvo que la responsabilidad por incumplimiento de una *warranty* no depende de que el comprador creyera en la veracidad de la declaración al celebrar el contrato. Según el Tribunal, “*la cuestión crítica no es si el comprador creía en la veracidad de la información garantizada, sino si creía que estaba adquiriendo la promesa del vendedor sobre dicha veracidad*”, de modo que su falsedad constituye un incumplimiento contractual independientemente de la confianza subjetiva del comprador. Lo que realmente valora el Tribunal es la intención de comprar la promesa del vendedor como si ésta fuera verdadera. De este modo, incluso cuando el comprador alberga dudas o sospechas sobre la veracidad de una manifestación, si decide adquirir contractualmente la promesa del vendedor relativa a dicha circunstancia, será el vendedor quien deba responder por la inexactitud de la declaración. Basándose en la siguiente definición de confianza: “*Esta concepción de la confianza —esto es, entendida como la simple confianza en que la garantía expresa forma parte del acuerdo entre las partes— refleja la percepción predominante de que una acción por incumplimiento de garantía expresa ya no se fundamenta en el derecho de daños (tort³¹), sino esencialmente en el derecho contractual*”.

³⁰ *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.*, 75 N.Y.2d 496, Court of Appeals of New York, 1990.

³¹ El término *tort* designa, en el Common Law, la responsabilidad extracontractual por daños derivados de la infracción de un deber legal independiente del contrato.

Como se puede apreciar, es una concepción mucho más contractualista y menos paternalista que el sistema civilista.

Una lógica similar puede encontrarse en la jurisprudencia del estado de Delaware, jurisdicción especialmente influyente en materia de M&A en el mundo angloamericano y con marcado signo contractualista frente a otros Estados de los Estados Unidos de América. En *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC* (2007)³², el Tribunal afirmó que una acción por incumplimiento contractual basada en manifestaciones y garantías no exige demostrar que el contratante confió “razonablemente” en la declaración. Citado textualmente: “*El comprador no necesita acreditar una confianza justificada (justifiable reliance) para prosperar en una reclamación por incumplimiento contractual basada en manifestaciones y garantía*”. Esto indica que las manifestaciones contractuales funcionan como un mecanismo de asignación contractual de riesgos, por lo que su incumplimiento puede generar responsabilidad incluso cuando el comprador dispone de información contradictoria durante la negociación.

En conjunto, esta línea jurisprudencial pone de manifiesto que, en el ámbito del Common Law, el conocimiento previo del comprador no constituye, por regla general, un obstáculo para el ejercicio de acciones por incumplimiento de R&W, en la medida en que lo determinante es la existencia de una promesa contractual y su eventual inexactitud. Este enfoque refuerza la idea de que las manifestaciones y garantías operan como instrumentos de asignación de riesgos, cuya eficacia no queda condicionada por la posición subjetiva del comprador al tiempo de contratar.

2.3. El conocimiento como presupuesto del *sandbagging*

El debate sobre el conocimiento del comprador en las operaciones de adquisición de empresas se articula en el ámbito anglosajón a través de la doctrina conocida como *sandbagging*. En el contexto de las operaciones de M&A privadas, este término se utiliza para describir la situación en la que el comprador, pese a tener conocimiento antes del cierre de que una representación o garantía del vendedor ha sido incumplida, decide igualmente completar la operación y posteriormente reclama al vendedor la correspondiente

³² Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC (Delaware Chancery Court, 2007).

indemnización por el incumplimiento de dicha representación o garantía, aun cuando conocía previamente su inexactitud³³.

La propia expresión posee una evidente connotación negativa. En su origen, el término procede del ámbito deportivo —particularmente del golf—, donde se denomina *sandbagger* al jugador que declara de forma engañosa un hándicap superior al real con el fin de obtener una ventaja competitiva frente a sus oponentes. Trasladado al contexto de las operaciones de *M&A*, el concepto sugiere la idea de un comprador que, conociendo la inexactitud de una manifestación del vendedor, decide estratégicamente no revelarlo durante la negociación para poder invocar posteriormente el incumplimiento contractual.

No obstante, más allá de esta connotación inicial, resulta necesario analizar la figura desde una perspectiva jurídica y económica más amplia. En particular, interesa examinar cómo la admisión o prohibición del *sandbagging* incide en la práctica de redacción de los contratos de compraventa de sociedad y en la asignación contractual de riesgos entre las partes, aspectos que resultan centrales en la práctica del *M&A*. Empecemos por su tratamiento en Derecho anglosajón.

a) *El Sandbagging en Common Law*

Una característica esencial del tratamiento del *sandbagging* en Estados Unidos es la ausencia de una regla uniforme, derivada de la naturaleza estatal del Derecho contractual, lo que provoca una notable fragmentación entre jurisdicciones. Como indica WHITEHEAD, los derechos del comprador para ejercitar este tipo de reclamaciones “*can vary considerably depending on governing law*”³⁴, lo que pone de manifiesto la relevancia de la ley aplicable en este ámbito. Así, mientras algunos estados —como Delaware o Michigan³⁵— adoptan una posición marcadamente contractualista y permiten, por defecto, reclamaciones pese al conocimiento previo del comprador, otros —como Nueva York en determinados supuestos— introducen matices relevantes, especialmente cuando el vendedor ha revelado expresamente la contingencia. Esta diversidad ha alimentado un debate doctrinal más profundo sobre la eficiencia económica, la asignación de riesgos y la legitimidad de permitir reclamaciones pese

³³ Cumming, D. y otros, “Sandbagging in Delaware”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 20 de junio de 2018. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/20/sandbagging-in-delaware/>.

³⁴ Whitehead, C. K., “Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements”, Delaware Journal of Corporate Law, vol. 36, 2011, pp. 1091.

³⁵ Miziolek, A. y Angelakos, D., “Sandbagging: From Poker to the World of Mergers and Acquisitions”, Michigan Bar Journal, junio 2013, p. 30 y ss.

al conocimiento previo, dando lugar a la clásica distinción entre jurisdicciones *pro-sandbagging* y *anti-sandbagging*.

Esta cuestión adquiere especial relevancia práctica si se tiene en cuenta que, en un número significativo de operaciones, las partes no regulan expresamente el *sandbagging* en el contrato. El estudio empírico de WHITEHEAD (2007–2011), basado en 548 operaciones registradas ante la SEC, muestra que entre un 40 % y un 50 % de los contratos guardaban silencio sobre esta cuestión, mientras que solo entre un 45 % y un 55 % incluían cláusulas *pro-sandbagging*³⁶. Esta tendencia es aún más acusada en el mercado de compañías no cotizadas, donde el estudio de la *American Bar Association (ABA)* de 2023³⁷ sitúa en torno al 76 % el porcentaje de contratos que no contienen ninguna previsión específica al respecto.

En consecuencia, en un elevado número de casos, la posibilidad de reclamar pese al conocimiento previo del comprador queda determinada por la regla supletoria del Derecho estatal aplicable. Podría pensarse que la gran mayoría de contratos que guardan silencio tienen como jurisdicción aplicable un territorio *anti-sandbagging*, pues ya estarían protegidos de todos modos. Sin embargo, según sabemos, las partes suelen guiarse por las normas por defecto independientemente de cuáles sean estas en la jurisdicción a la que este sometido el contrato³⁸. Lo que refuerza la importancia del debate doctrinal sobre la configuración de dichas reglas.

b) El debate doctrinal: pro-sandbagging vs. anti-sandbagging

Desde la perspectiva del análisis económico del Derecho, WHITEHEAD cuestiona la justificación tradicional de las reglas *pro-sandbagging*. Según este autor, el hecho de que la ley permita al comprador reclamar por incumplimiento de una *warranty* pese a conocer previamente su inexactitud no implica necesariamente que esa sea la regla que refleje las preferencias reales de los compradores. Como señala el autor, “*in neither case does a pro-sandbagging default rule reflect a buyer’s interest in, or negotiation for, a sandbagging right*”³⁹. Desde su punto de vista, una regla *pro-sandbagging* puede generar ineficiencias al obligar a los vendedores a internalizar el riesgo de reclamaciones estratégicas incluso cuando el comprador no tiene un interés particular en ese derecho. Este riesgo, previsiblemente, deberá

³⁶ (*Op. cit*) Whitehead, C. K., pp. 1092-1100.

³⁷ American Bar Association, Announcing the ABA 2023 Private Target M&A Deal Points Study, *Business Law Today*, diciembre de 2023, disponible en: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2023-december/announcing-aba-2023-private-target-ma-deal-points-study/.

³⁸ Jastrzębski, J., “Sandbagging and the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnities”, *UC Davis Business Law Journal*, vol. 19, 2019, pp. 236.

³⁹ (*Op. cit*) Whitehead, C. K., pp. 1088.

ser descontado del precio de la compraventa, incrementando la probabilidad de que las negociaciones fracasasen o que el precio final refleje una prima asociada a dicha incertidumbre.

Por esta razón, WHITEHEAD propone que una regla *anti-sandbagging* como regla supletoria podría resultar más eficiente desde el punto de vista informacional. En su planteamiento, esta regla funcionaría como una “*penalty default rule*”⁴⁰, incentivando a aquellos compradores que realmente desean conservar el derecho a reclamar pese a conocer el incumplimiento a negociarlo expresamente en el contrato. En sus propias palabras, bajo este enfoque “*buyers who are particularly interested in a sandbagging right will need to negotiate for it*”⁴¹, revelando así información relevante durante la negociación contractual.

Frente a esta visión, WEST y SHAH ofrecen una interpretación distinta centrada en la función contractual de las *representations and warranties*. Para los autores, la crítica moral al *sandbagging* suele partir de una premisa equivocada: la idea de que el comprador actúa de forma oportunista al cerrar la operación con conocimiento del incumplimiento para reclamar posteriormente una indemnización. Esta tesis es desarrollada en un trabajo cuyo título, provocador, resulta revelador de su posición: “*Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?*” WEST sostiene que, cuando el vendedor ha decidido otorgar una manifestación contractual, el comprador debe poder exigir su cumplimiento con independencia de la información obtenida durante el proceso de *due diligence*⁴². En este sentido afirma que “*a claimant is entitled to enforce all of the promises made in the contract independent of any specific reliance on each particular promise made by the other party.*”⁴³

Desde esta perspectiva, la dimensión moral del debate pierde relevancia frente a la lógica estrictamente contractual de la asignación de riesgos. El comprador no estaría actuando de forma oportunista, sino simplemente ejerciendo un derecho derivado de una promesa contractual asumida por el vendedor. Además, la existencia de una regla supletoria *pro-sandbagging* puede contribuir a reforzar la seguridad jurídica en torno al cumplimiento de las

⁴⁰ (*Op. cit*) Whitehead, C. K., pp. 1088.

⁴¹ (*Ibid*) pp. 1089.

⁴² West, G. D. y Shah, K. M., “Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?”, *The M&A Lawyer*, vol. 11, n.º 1, enero 2007.

⁴³ (*Ibid*). pp. 4.

representations and warranties y a incentivar un mayor nivel de diligencia tanto en el intercambio de información entre las partes como en el desarrollo del proceso de *due diligence*.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que el carácter dispositivo de estas reglas permite a las partes modificar contractualmente su régimen mediante la inclusión de cláusulas *pro-sandbagging* o *anti-sandbagging*. En este sentido, el argumento de WHITEHEAD según el cual las partes podrían recibir por defecto un derecho que no desean resulta matizable. Si el comprador no desea conservar la posibilidad de reclamar pese a conocer la inexactitud de una manifestación, siempre puede proponer la inclusión de una cláusula *anti-sandbagging* durante la negociación contractual o, sencillamente, abstenerse de ejercer ese derecho.

En conclusión, las partes pueden “*contract around the default rule*”, desplazando el Derecho dispositivo. Por lo que la incertidumbre derivada de las divergencias entre jurisdicciones suele gestionarse mediante cláusulas específicas en los contratos de compraventa. Así, algunos acuerdos incluyen cláusulas *pro-sandbagging*, que permiten al comprador reclamar por incumplimiento de una R&W incluso cuando conocía su inexactitud antes del cierre. Otros contratos incorporan cláusulas *anti-sandbagging*, que excluyen dicha posibilidad cuando el comprador tenía conocimiento previo del incumplimiento. No obstante, como muestran los estudios empíricos sobre contratos de M&A, un porcentaje significativo de acuerdos todavía guarda silencio sobre esta cuestión incluso en la jurisdicción donde este concepto goza de mayor jurisprudencia y literatura. Lo cual explica la relevancia práctica de las reglas supletorias del Derecho aplicable y la necesidad de estudiar su tratamiento y desarrollo en nuestro ordenamiento jurídico.

c) *El Sandbagging en España*

A diferencia de lo que ocurre en el ámbito anglosajón, el *sandbagging* no constituye en el Derecho español una categoría jurídica autónoma ni ha sido objeto de un desarrollo doctrinal o jurisprudencial sistemático. Ello no significa, sin embargo, que el problema subyacente — esto es, la posibilidad de que el comprador reclame por el incumplimiento de una manifestación contractual pese a conocer previamente su inexactitud— resulte ajeno a nuestro ordenamiento. De hecho, se trata de una cuestión que se manifiesta de forma recurrente en la práctica de las operaciones de compraventa de sociedad. Así lo demuestra CUATRECASAS en su reciente análisis: “*A pesar de su uso generalizado en la práctica, no existe jurisprudencia consolidada del Tribunal Supremo sobre la eficacia de las cláusulas pro sandbagging. Ello exigirá realizar*

*un análisis caso a caso, teniendo en cuenta todas las circunstancias de la operación y lo pactado por las partes en el contrato de compraventa.”*⁴⁴

Pero por lo que ya sabemos, puede afirmarse que el Derecho español presenta una tendencia estructuralmente contraria al *sandbagging*. Esta conclusión se explica, en primer lugar, por la forma en que nuestro sistema configura la responsabilidad contractual para obligaciones puras y condicionales. En concreto, el art. 1113 del CC⁴⁵ ya nos hace saltar las alarmas. Si vemos la R&W como una condición, que opera de la siguiente manera: si la manifestación es falsa, yo, comprador, tengo derecho a que tú, vendedor, me indemnicés; el conocimiento de la falsedad de la manifestación por parte del comprador elimina la incertidumbre desvirtuando la condición. Concluyendo que el sistema español protege solamente frente a riesgos inciertos, no frente a riesgos conocidos. Lo cual, unido a otros principios nucleares en nuestro Derecho de obligaciones, como la buena fe, convierte a España en un país con una regla por defecto *anti-sandbagging*. Pero recordemos, las partes pueden desplazar el Derecho dispositivo mediante pacto, y cada vez lo hacen más.

La práctica contractual española parece mostrar una evolución significativa en los últimos años, caracterizada por la progresiva incorporación de esta solución propia del Derecho anglosajón. Así, como pone de relieve la práctica profesional, “*se ha convertido en una práctica muy común negociar y regular el impacto que tiene ese conocimiento en la responsabilidad del vendedor por el incumplimiento de las declaraciones y garantías*”⁴⁶. Esta evolución se traduce en la inclusión en los contratos de compraventa de cláusulas específicas que regulan expresamente el efecto del conocimiento del comprador, las cláusulas *pro-sandbagging* y cláusulas *anti-sandbagging*.

Esta recepción práctica del *sandbagging* se produce en un contexto de notable incertidumbre jurídica. En efecto, pese a su uso cada vez más extendido en la práctica negocial, “*no existe jurisprudencia consolidada del Tribunal Supremo sobre la eficacia de las cláusulas pro sandbagging*” (extracto de cita *ut supra*), lo que obliga a analizar su validez caso por caso a la luz de los principios generales del Derecho civil. En este sentido, mientras que el

⁴⁴ Cuatrecasas, 10 claves en la litigación de M&A, Cuatrecasas, abril de 2023, pp. 7

⁴⁵ Art. 1113 CC: “Será exigible desde luego toda obligación cuyo cumplimiento no dependa de un suceso futuro o incierto, o de un suceso pasado, que los interesados ignoren. También será exigible toda obligación que contenga condición resolutoria, sin perjuicio de los efectos de la resolución”.

⁴⁶ (*Op. cit*) Cuatrecasas, pp. 7.

comprador puede invocar la autonomía de la voluntad y la función de R&W como instrumentos de asignación de riesgos, el vendedor podría oponer la infracción de la buena fe o incluso el abuso de derecho cuando el comprador pretende beneficiarse de una contingencia que conocía previamente.

Es previsible en el futuro que veamos una solución del Tribunal Supremo a las dudas que a la práctica ya le llevan surgiendo años. Mientras tanto, la autonomía de la voluntad para pactar juega un rol protagonista. Por un lado, la inclusión de cláusulas *anti-sandbagging* parece una manera de ganar una protección extra para el vendedor, pues el sistema de serie ya es contrario a las reclamaciones con conocimiento previo de la *misrepresentation*. Por otro lado, los compradores que quieran incluir cláusulas *pro-sandbagging* deberán justificar bien sus motivos, pues lo habitual seguirá siendo profundizar en la *due diligence* y si se encontrase algo preocupante o bien reducir el precio o bien pactar una *indemnity* específica.

V. COMPARACIÓN CRÍTICA Y VALORACIÓN PRÁCTICA

Tras el estudio comparado de los daños indemnizables en operaciones de M&A y su alcance en la jurisdicción española y el Common Law, podemos llegar a algunas conclusiones prácticas.

Partíamos de la hipótesis de que la selección de la jurisdicción aplicable para la resolución de conflictos post-cierre no era una decisión tribal. Al revés, ésta podría tener un gran impacto en el alcance de los daños indemnizables derivados de las R&W y en su cuantificación. Resultando en diferencias tangibles tanto para compradores como vendedores, cuyos asesores deberán ser cautos a la hora de negociar esta cláusula en los contratos de sus clientes, cuyos intereses están en juego.

Pues bien, una vez analizados los dos principales elementos que afectan al alcance de los daños indemnizables por R&W en M&A (el método de cuantificación del daño y el conocimiento previo del comprador), podemos concluir que sí hay implicaciones prácticas y riesgos y oportunidades que deberán ser tenidas en cuenta por las partes en función de la jurisdicción y ley aplicable al contrato de compraventa de sociedad (SPA).

1. IMPLICACIONES PRÁCTICAS PARA LA REDACCIÓN Y NEGOCIACIÓN DE CONTRATOS DE M&A INTERNACIONALES

La principal consecuencia práctica de este contraste es que la elección de ley y jurisdicción no puede tratarse como una cláusula de estilo, sino como una decisión sustantiva de asignación de riesgos.

Si las partes optan por un marco próximo al Derecho español de tradición civilista, será esencial reforzar la trazabilidad de la información revelada, definir con precisión qué se entiende por *disclosed*, documentar exhaustivamente la *due diligence* y regular con detalle los procedimientos de notificación y gestión de reclamaciones, dado que el conocimiento previo del comprador puede operar como límite estructural a la indemnización. Es decir, el comprador no podrá reclamar aquellos daños que ya conocía antes de fijar el precio. Por lo que como vendedor será clave cerciorarse de que cualquier contingencia sea correctamente reflejada en el contrato o sea comunicada con claridad y por medios incluidos en la definición de *disclosed* al comprador

Además, se deberá tener en cuenta como el método de cuantificación usado en el sistema español, donde normalmente se indemniza el daño directo y con nexo causal probado. Los negociadores podrán cuantificar mejor el riesgo, pudiendo usar como palanca su dimensión para negociar el precio en su favor o protegerse adecuadamente.

Por otro lado, si el contrato se somete a un sistema anglosajón, cobra mayor importancia pactar expresamente el método de cuantificación del daño, los límites de la responsabilidad y, sobre todo, la posición contractual respecto del *sandbagging*, ya que en muchas operaciones el silencio contractual deja la solución en manos de la regla supletoria aplicable. La cual en Derecho anglosajón puede ser *pro-sandbagging*, dejando desprotegido al vendedor.

En función de la posición pactada o implícita respecto del *sandbagging*, se habrá de tener más o menos en consideración el conocimiento previo del comprador. Esto implica que si el contrato tuviese un tratamiento *pro-sandbagging* el conocimiento previo del comprador no será tan importante como en la operación sometida a Derecho español, pero habrá que poner más foco la precisión de las R&W incluidas, cuya falsedad o imprecisión puede ser pretexto para reclamar independientemente del conocimiento previo del comprador.

En cuanto a la cuantificación, el riesgo habrá de ser medido en función de la práctica de la jurisdicción elegida. Por lo que tener en cuenta el método de valoración usado por el

comprador para determinar su oferta será una práctica que puede ayudar a la parte vendedora a dimensionar el riesgo latente que siempre existe en estos contratos complejos.

En resumen, las partes y sus asesores tendrán que tener en cuenta la postura de la jurisdicción elegida sobre como determinar el alcance de los daños para poder ponderar los riesgos existentes y poder negociar con el máximo de información posible.

2. RIESGOS Y OPORTUNIDADES PARA COMPRADOR Y VENDEDOR EN FUNCIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE

Como hemos mencionado en el apartado anterior, la elección de la jurisdicción no es un asunto trivial a la hora de negociar un SPA. Por lo que cada asesor deberá tener en cuenta que jurisdicción defiende mejor los intereses de su cliente. Esto puede variar en función del ámbito negociado, pero en cuanto a los daños indemnizables por falsedad de R&W, la jurisdicción tiene un impacto concreto que deberá ser tenido en consideración por las partes.

Desde la perspectiva del comprador, el Common Law ofrece, en términos generales, un entorno más favorable. Cuando el daño deriva en una sobrevaloración del negocio el Common Law es mejor para sus intereses. Éste permite cuantificar el daño conforme a la pérdida de valor de la sociedad y no solo por referencia al importe nominal de la incorrección contable. Lo cual, en muchos casos, hace posible la satisfacción al comprador del *diminution in value*, es decir, la diferencia entre lo que pagó y lo que hubiese pagado de haber conocido el incumplimiento.

Además, el conocimiento previo del comprador no excluye necesariamente la reclamación, lo que amplía su cobertura post-cierre. Esto significa que la reclamación por incorrecciones de R&W que ya conocía no tiene por qué ser considerada mala fe, ni mucho menos. Al revés, la postura contractualista del Common Law entenderá que está ejerciendo su derecho de hacer que se cumpla lo pactado.

En cambio, para el vendedor, el Derecho español presenta ventajas claras: la indemnización tiende a centrarse en el perjuicio patrimonial concretamente acreditado y el conocimiento previo del comprador puede excluir la imputación del daño, como revela el análisis del caso ASAS SYSTEMS.

En otras palabras: por un lado, el riesgo de potenciales reclamaciones será menor en cuanto a su cuantía al estar más acotada por los requisitos de responsabilidad contractual del

sistema de tradición civilista, y, por otro lado, si se facilita toda la información necesaria por los medios recogidos en la definición de *disclosed* del contrato el comprador perderá la posibilidad de reclamar al no poder demostrar su desconocimiento sin manifestar falta de la diligencia exigible. Esto supone una salvaguarda para el vendedor, quien minimiza enormemente el riesgo de reclamaciones si ha sido transparente a la hora de compartir la información necesaria sobre la *target* con el comprador.

En suma, la comparación confirma que no existe un régimen universalmente mejor, sino sistemas que favorecen intereses distintos. El modelo español ofrece mayor control judicial y contención indemnizatoria, lo que beneficia al vendedor diligente en la revelación de información; el modelo anglosajón proporciona mayor protección al comprador al reconstruir con más precisión su *expectation interest* y reforzar la función de las R&W como mecanismo de asignación contractual del riesgo. Precisamente por ello, en M&A internacional, la ley aplicable, la redacción de las cláusulas de responsabilidad y la gestión de la *due diligence* forman parte del mismo problema económico y jurídico.

3. POSICIÓN DEL AUTOR SOBRE CADA SISTEMA

Cada sistema es resultado de dos tradiciones jurídicas, una más contractualista y otra más legalista, y su evolución y adaptación a la práctica jurídica. Ya hemos visto que esto tiene un impacto práctico en la redacción y negociación de los SPAs, el cual deberá ser tenido en cuenta por las partes. Sin embargo, como hemos visto, la doctrina se divide a la hora de decidir que sistema es más eficiente.

El sistema español ha hecho en los últimos años un gran esfuerzo por adaptarse a las prácticas más vanguardistas de la práctica jurídica de M&A, en su mayoría importadas del Derecho anglosajón. Un claro ejemplo es el *sandbagging*, el cuál todavía no ha sido tratado por la jurisprudencia española a pesar de ser desde hace años un elemento importante a la hora de redactar SPAs. Y en este trabajo se demuestra cómo el método de cuantificación del daño es otro elemento donde todavía los Tribunales podrían acercarse más a la realidad económica de las operaciones de M&A, siguiendo los pasos de aquellas jurisdicciones con mayor desarrollo doctrinal en este ámbito.

Sobre el rol del conocimiento del comprador como limitación a las reclamaciones por daños post-cierre hemos visto como hay dos sistemas contrapuestos. Siendo cierto que cada sistema

beneficia en mayor medida unos intereses determinados, el sistema anglosajón de corte contractualista y, en ocasiones, pro-*sandbagging* (por ejemplo en Michigan o en Delaware), resulta más efectivo a la hora de aportar seguridad jurídica en la asignación de riesgos. Primero, respeta la autonomía de la voluntad de pacto, poniendo en primer lugar aquello que ha sido recogido en el contrato frente al conocimiento, que muchas veces es abstracto y difícil de probar. Segundo, en caso de que las partes, especialmente el vendedor, quieran mitigar el riesgo latente que suponen las reclamaciones de contingencias conocidas con anterioridad al cierre, siempre podrán pactar una cláusula *anti-sandbagging*. Resultando en un sistema que ofrece mayor certeza y previsibilidad si las partes actúan responsablemente. Lo cual es habitual en contratos en los que las partes cuentan con asesores sofisticados.

En síntesis, el Common Law se adapta mejor a la realidad económica de las operaciones. Porque, primero, entiende mejor el impacto financiero que tienen estas reclamaciones en las operaciones de M&A y, segundo, ofrece mayor seguridad jurídica al respetar lo pactado y alejarse de modulaciones legales que no comulgan con la práctica profesional y dificultan la correcta ponderación de los riesgos que suponen estas operaciones.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Bain & Company, Global M&A Report 2026, pp. 4.

Acosta Álvarez, T., “La due diligence legal previa a la adquisición de empresa”, en Manual de fusiones y adquisiciones de empresas, Madrid, 2016.

Serrano Acitores, A., La importancia de la due diligence en las operaciones de compraventa de empresas, Wolters Kluwer / La Ley mercantil, nº 36, mayo de 2017.

Alfaro Águila-Real, J., La compraventa de empresas (V): Patología y remedios frente al incumplimiento, Almacén de Derecho, disponible en: <https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-v-patologia-y-remedios-frente-al-incumplimiento>.

Gómez Pomar, F. y Gili Saldaña, M., «Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa», Revista de Derecho Civil, vol. IX, núm. 2 (abril-junio, 2022), pp. 1-69.

Díez-Picazo, L., Fundamentos de Derecho civil patrimonial, vol. I, 5.^a ed., Civitas, Madrid, 1996.

Gómez Pomar, F., “El incumplimiento contractual en Derecho español”, InDret – Revista para el Análisis del Derecho, núm. 3, 2007.

Pantaleón Prieto, F., Resolución por incumplimiento e indemnización, en Estudios Monográficos, Civitas, 1993, pp. 1143 y ss.

Soler Presas, A., «Tratamiento jurídico de la frustración tras la adquisición de una empresa», Anuario de Derecho Civil, t. LXVII, 2014.

Payet Puccio, J.A., “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor”, Ius et Veritas, núm. 39, 2009, pp. 64-97.

Cumming, D. y otros, “Sandbagging in Delaware”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 20 de junio de 2018. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/20/sandbagging-in-delaware/>.

Whitehead, C. K., “Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements”, Delaware Journal of Corporate Law, vol. 36, 2011, pp. 1081-1115.

Miziolek, A. y Angelakos, D., “Sandbagging: From Poker to the World of Mergers and Acquisitions”, Michigan Bar Journal, junio 2013, p. 30 y ss.

American Bar Association, Announcing the ABA 2023 Private Target M&A Deal Points Study, Business Law Today, diciembre de 2023, disponible en: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2023-december/announcing-aba-2023-private-target-ma-deal-points-study/https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/20/sandbagging-in-delaware/.

Jastrzębski, J., “Sandbagging and the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnities”, UC Davis Business Law Journal, vol. 19, 2019, p. 208-251.

West, G. D. y Shah, K. M., “Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?”, The M&A Lawyer, vol. 11, n.º 1, enero 2007.

Cuatrecasas, 10 claves en la litigación de M&A, Cuatrecasas, abril de 2023.

LEYES:

- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil, Gaceta de Madrid, núm. 206, de 25 de julio de 1889. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1889-4763>

JURISPRUDENCIA:

Española:

- STS 1009/2019 del 27 de marzo de 2019
- SAP M 16719/2014 del 5 de noviembre de 2014

Anglosajona:

- CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co., 75 N.Y.2d 496, Court of Appeals of New York, 1990 (<https://law.justia.com/cases/new-york/court-of-appeals/1990/75-n-y-2d-496-0.html>)
- Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC, 2007 WL 2142926 (Del. Ch. July 20, 2007) (<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=94730>) – la tengo en PDF
- Karim v Wemyss [2016] EWCA Civ 27 (Court of Appeal, Civil Division, 28 January 2016)

VII. APÉNDICE I: DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, **Ignacio Pacheco Jorquera**, estudiante de **E-3** de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL EN TRANSACCIONES DE M&A: ALCANCE DE LOS DAÑOS INDEMNIZABLES EN DERECHO ESPAÑOL Y ANGLOSAJÓN", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir “no he usado ninguna”]:

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. Constructor de plantillas: Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
4. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. Generador previo de diagramas de flujo y contenido: Para esbozar diagramas iniciales.
6. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura compleja.
7. Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
8. Traductor: Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 25 de marzo de 2026

Firma: Ignacio Pacheco Jorquera