

La Nueva Era de los Seguros de Manifestaciones y Garantías en Operaciones de M&A¹

(The new era of representations and warranties insurance policies in M&A transactions)

Carmen Reyna Santos
Socia del Departamento de Corporate de Pérez-Llorca

Paula De Biase
Asociada Senior del Departamento de Corporate de Pérez-Llorca

Fátima Núñez de Aysa
Asociada del Departamento de Corporate de Pérez-Llorca

Sumario

1. Introducción: qué son las manifestaciones y garantías. Los seguros de manifestaciones y garantías.
2. Tipos de pólizas: póliza compradora y póliza vendedora.
3. Ventajas e inconvenientes del uso de los seguros de manifestaciones y garantías.
4. El proceso de suscripción de los seguros de manifestaciones y garantías.
5. Elementos fundamentales de los seguros de manifestaciones y garantías.
6. Procedimiento de reclamación de los seguros de manifestaciones y garantías.
7. Conclusión.

Resumen

Los seguros de manifestaciones y garantías son cada vez más frecuentes en operaciones de M&A en España. Sin embargo, para muchos siguen siendo grandes desconocidos. Además, hay quienes desconfían de las ventajas de la suscripción de estos seguros o consideran que entorpecen las operaciones en lugar de aligerarlas. El presente artículo expone los rasgos principales de estos seguros, cómo y cuándo se utilizan así como las ventajas y posibles inconvenientes de su uso. Con ello se pretende familiarizar al lector con los seguros de manifestaciones y garantías y facilitarle las claves para considerar estos seguros como una opción a la hora de negociar una operación de M&A.

Palabras clave: seguro de manifestaciones y garantías, seguro de reps & warranties, póliza de comprador, póliza de vendedor.

Abstract

Representations and warranties insurance policies are increasingly more common in M&A deals in Spain. However, many players are still unfamiliar with them. Moreover, others

¹ Queremos agradecer la inestimable ayuda que hemos recibido de D. Eduardo Real de Asúa y Dña. Marta Blanco Ruiz, brókers en Howden Iberia, así como de Dña. Marta Batalla, suscriptora senior de seguros en ANV. Ellos nos han dado las claves del mercado actual de los seguros de manifestaciones y garantías en España.

ignore the advantages that the subscription of this sort of insurance entails or they even consider that they hinder transactions instead of making them smoother. This article outlines the principal features of these policies, when and how they are used as well as the advantages and potential disadvantages of their use. The purpose of this article is to familiarize the reader with representations and warranties insurance policies and providing him with the keys to consider these policies as a real option when negotiating an M&A transaction.

Key words: R&W insurance, buyer-side policy, seller-side policy.

1. Introducción: qué son las manifestaciones y garantías. Los seguros de manifestaciones y garantías

Las manifestaciones son declaraciones que hacen las partes de un contrato en relación al objeto del mismo. Las partes garantizan la veracidad y exactitud de dichas manifestaciones en el contrato mediante el otorgamiento de garantías, de tal forma que, si se produce un incumplimiento de todas o alguna de las manifestaciones, la parte incumplidora deberá compensar a la otra parte, en la forma que se regule en el contrato.

Las manifestaciones y garantías que suscitan más discusión en una negociación son las que realiza el vendedor en una operación de compraventa en relación al objeto de la venta (p.ej. una sociedad o un inmueble).

En este sentido, el comprador intentará en los contratos de compraventa que el vendedor garantice la veracidad y exactitud de las manifestaciones mediante: (i) la retención por parte del comprador de parte del precio de compra, es decir, dejando parte del precio sujeta a un pago aplazado en caso

de que las manifestaciones del vendedor no resulten inexactas en un determinado periodo de tiempo; (ii) el depósito por el comprador de parte del precio de compra en una cuenta de depósito (*escrow*) con un tercero, que suele ser una entidad de crédito, hasta que se cumplan todas las manifestaciones del vendedor en un determinado periodo de tiempo; o (iii) el otorgamiento por parte del vendedor de un aval a primer requerimiento que garantice el pago de la posible pérdida patrimonial sufrida por el comprador como consecuencia del incumplimiento o inexactitud de las manifestaciones por parte del vendedor.

Los seguros de manifestaciones y garantías surgen para limitar o eliminar, transfiriendo en parte o todo, a un tercero, la aseguradora, este riesgo de incumplimiento de las manifestaciones y garantías.

Los seguros de manifestaciones y garantías nacieron en Estados Unidos a finales de los años 90. Al principio, había pocas aseguradoras que ofreciesen este tipo de productos y los costes de los seguros eran muy elevados. Además, las coberturas eran muy limitadas y los procesos de suscripción eran muy largos y complejos para el suscriptor. Poco a poco, las coberturas comenzaron a ser cada vez más amplias, pero las primas siguieron siendo elevadas. Sin embargo, la suscripción y el proceso se fueron simplificando. Hoy en día, por fin, podemos encontrar en el mercado productos con coberturas amplias y acordes con el régimen reflejado en los contratos de compraventa. Asimismo, las primas son muy competitivas y la suscripción es cada vez más rápida y sencilla.

Esto se debe a que con el transcurso de los años y dados los bajos niveles de siniestralidad que presentan estos seguros, ha crecido el número de aseguradoras que ofrecen este tipo de seguros. En España, a día de hoy, hay aproximadamente 8 aseguradoras que ofrecen este tipo de seguros². En este sentido, al haber aumentado la oferta de aseguradoras, los precios y las franquicias de

2 En España las aseguradoras que ofrecen este tipo de seguros son ANV, el grupo AIG, HCC, Dual y varios sindicatos de Lloyd's (el gran mercado de seguros británico formado por 196 sindicatos de aseguradoras).

los seguros de manifestaciones y garantías han bajado.

Además, tal y como comentábamos, los procesos de suscripción se han agilizado enormemente. En este sentido, las aseguradoras han invertido en crear equipos expertos, con profesionales conocedores del mercado de M&A y de los contratos de compraventa, adaptando el producto a las necesidades y a la realidad del mercado de M&A.

En Estados Unidos este tipo de seguros son mucho más utilizados que en los países de Europa, Oriente Medio y África. Sin embargo, en estos últimos países su uso también se ha visto considerablemente incrementado en los últimos años. A modo de ejemplo de la dimensión del mercado, en Alemania se suscriben unos 100 seguros de estas características al año. En España, las cifras también han crecido considerablemente: hace 2 años cuando se empezaron a utilizar estas pólizas en España se suscribían 2 pólizas al año en toda España. En cambio, durante el año 2015, en España se han suscrito alrededor de 20 pólizas. Como vemos, esta cifra es muy inferior a la de contratación en Alemania o Estados Unidos, pero ha experimentado un crecimiento de un 1000% en 2 años.

De acuerdo con la opinión de los brókers del mercado, hay dos motivos principales por los que se contratan menos pólizas en España:

- (i) El primero de ellos es el desconocimiento de las pólizas, sus términos y condiciones y sus ventajas. La gran mayoría de los operadores del mercado desconocen las actuales condiciones bajo las cuales se pueden suscribir estos seguros. Lo mismo ocurre con sus asesores.
- (ii) El segundo es la desconfianza hacia la transmisión de información a un tercero. En concreto, el comprador se muestra en ocasiones reticente a entregar su informe de *due diligence* a la aseguradora.

2. Tipos de pólizas: póliza compradora y póliza vendedora

Existen dos tipos de seguros de manifestaciones y garantías: (i) los seguros que suscribe el comprador (*Buyer-side policy*); y (ii) los que suscribe el vendedor (*Seller-side policy*), siendo mucho más comunes los seguros de comprador por sus mayores ventajas para ambas partes, tal y como veremos a continuación.

Los seguros que suscribe el comprador tienen por objeto cubrir los daños o la pérdida patrimonial (*loss*) que sufre el comprador derivada del incumplimiento por parte del vendedor de las manifestaciones y garantías del contrato. Se trata de un seguro de daños.

En cambio, los seguros que suscribe el vendedor tienen por objeto cubrir la responsabilidad contractual del vendedor en caso de incumplimiento o inexactitud de alguna de las manifestaciones o garantías recogidas en el contrato de compraventa, o bien para hacer frente a una reclamación de un tercero. Se trata de un seguro de responsabilidad contractual civil.

Además de diferenciarse en quién es el beneficiario del seguro, la principal diferencia entre una póliza de comprador y una de vendedor, es que la póliza de vendedor no cubre el propio dolo del vendedor, mientras que una póliza de comprador sí puede llegar a cubrirlo. Los seguros que suscribe el vendedor excluyen siempre de la cobertura el incumplimiento en el que haya mediado dolo o fraude del vendedor, debiendo el vendedor responder en esos supuestos. Asimismo, excluyen los incumplimientos por parte del vendedor de las normas anti-sobornos, anti-corrupción y de prevención de blanqueo de capitales.

Sin embargo, en el caso de que el seguro lo haya suscrito el comprador, es práctica habitual que las aseguradoras cubran las dos exclusiones mencionadas en el párrafo anterior, ya que, en este caso, la actuación dolosa o fraudulenta no proviene del propio asegurado, como ocurría en el caso de los seguros suscritos por el vendedor.

3. Ventajas e inconvenientes del uso de los seguros de manifestaciones y garantías

La contratación de un seguro de manifestaciones y garantías tiene varias ventajas para ambas partes:

- (i) Contar con una aseguradora que cubra la responsabilidad del vendedor en caso de incumplimiento o inexactitud de las manifestaciones y garantías otorgadas en el contrato puede aligerar considerablemente las tensiones durante las negociaciones de las manifestaciones y garantías y del precio de compraventa, lo que se traduce en negociaciones más fáciles y rápidas. Esto reduce tiempo y costes, que en ocasiones pueden llegar a ser muy elevados (abogados, asesores financieros, etc.) para ambas partes, aunque puede incrementar gastos de *due diligence*, en caso de que la aseguradora pida una *due diligence* más detallada.
- (ii) Se transfieren desde el primer momento los riesgos de la operación a la aseguradora, eliminando disputas entre compradores y vendedores, que podrían impactar en la gestión del negocio, en el caso de operaciones en las cuales el vendedor reinvierte o seguirá participando de la administración de la compañía *target* con posterioridad al cierre.
- (iii) Además, la entidad aseguradora tiene un papel fundamental como tercero independiente ante una situación de incumplimiento que conlleve una reclamación. La entidad aseguradora será la encargada de determinar si una determinada reclamación es fundada o no lo es y si debe dar lugar, por tanto, a indemnización.

Las principales ventajas para el vendedor son las siguientes:

- (i) Sistema de garantía alternativo y plena liberación del precio: la contratación de un seguro de manifestaciones y garantías permite que el vendedor otorgue manifestaciones y

garantías más amplias, lo que da más seguridad al comprador y permite que no se utilicen mecanismos más tradicionales de retención de precio para la cobertura de posibles incumplimientos de las representaciones y garantías. De esta forma, los vendedores pueden cobrar el precio total en el momento del cierre de la transacción (salvo que estuviera sujeto a algún ajuste financiero con independencia del régimen de manifestaciones y garantías pactado).

- (ii) *Clean exit*: la contratación de un seguro de estas características limita o elimina la responsabilidad post-cierre del vendedor. Esto permite que en casos de desinversión, puedan, por ejemplo, los socios de un fondo liquidarlo directamente tras la desinversión, ya que, en caso de que se diese cualquier reclamación, si se ha contratado un seguro de manifestaciones y garantías por el comprador, éste reclamará contra la aseguradora directamente.
- (iii) *Target* más atractivo: en línea con lo anterior, la mayor seguridad del comprador ante la posible reclamación por incumplimiento de las manifestaciones y garantías que ofrece el vendedor, supone un mayor valor del activo y hace que se pueda incrementar el precio de la compraventa, lo que beneficia al vendedor.

Por último, las ventajas para el comprador son las siguientes:

- (i) Indemnización directa del daño: la suscripción de un seguro de manifestaciones y garantías proporciona seguridad al comprador, pues en caso de incumplimiento del vendedor, puede reclamar a la aseguradora y con mayor seguridad va a recibir la correspondiente indemnización, sin necesidad de dirigirse contra el vendedor.
- (ii) Solvencia de la parte que hará frente a la indemnización: al poder reclamar directamente a la aseguradora, entidades con alto *rating* crediticio, el comprador gana *confort* en cuanto a la solvencia de la parte que le indemnizará

en caso de incumplimiento. Esto representa una ventaja importante cuando el vendedor es un fondo de inversión que se disolverá tras la venta, así como en ventas de activos por compañías en situaciones financieramente complicadas.

- (iii) Aporta tranquilidad en inversiones realizadas en jurisdicciones no conocidas.
- (iv) La suscripción de un seguro de estas características puede dar un *comfort* adicional a las entidades financiadoras de la operación.
- (v) Presentación de una oferta de compra más atractiva: además, si es el comprador quien suscribe el seguro (*buyer-side policy*), en caso de que haya varios posibles compradores, su oferta de compra puede verse como una oferta más ventajosa frente a la de sus competidores, ya que: (a) será la aseguradora quien cubra la pérdida patrimonial que sufra el comprador como consecuencia del incumplimiento del vendedor y no el propio vendedor; y (b) el comprador puede ofrecer un precio sin ajustes ni aplazamientos.

En cuanto a los posibles inconvenientes o desventajas de contratar un seguro de manifestaciones y garantías, podemos señalar los siguientes:

- (i) El comprador en ocasiones no está interesado en contratar un seguro de manifestaciones y garantías por querer estar cubierto por una garantía líquida, y que no dependa de la intervención o valoración de terceros, como puede ser el depósito de parte del precio de compraventa (*escrow*).
- (ii) El comprador se muestra en ocasiones reticente a entregar su informe de *due diligence* a la aseguradora, principalmente, en operaciones muy confidenciales.
- (iii) Las partes podrían verse desincentivadas a contratar un seguro de estas características debido al trabajo adicional que supone tener

que contratar a un tercero, proporcionarle todo el material de la operación y mantenerle debidamente informado del curso de la transacción. En definitiva, supone incluir a una parte adicional en las negociaciones y en el proceso.

- (iv) Introducción de un gasto adicional en la operación (la prima), que podría no ser necesario en operaciones en las que el vendedor está cómodo con el nivel de cumplimiento del *target* con las manifestaciones y garantías otorgadas y, por tanto, no se suscriba un contrato de seguro de manifestaciones y garantías.

En todo caso, es importante que ambas partes coincidan en que contratar un seguro de estas características es beneficioso para ambas.

4. El proceso de suscripción de los seguros de manifestaciones y garantías

4.1. El papel de los brókers de seguros

En este proceso de suscripción de seguros, juegan un papel especialmente importante los brókers de seguros. Los brókers o corredores de seguros son entidades que actúan como representantes de los asegurados, tomadores y beneficiarios. Sin embargo, los brókers cobran sus honorarios directamente de la aseguradora como un porcentaje de la prima del seguro que cobra la aseguradora, es decir, tienen una relación de comisión mercantil con las aseguradoras.

La labor del bróker consiste en acompañar al cliente en todo el proceso de contratación del seguro. En una fase inicial, el bróker será el encargado de contactar con las aseguradoras y elegir la que ofrezca una oferta más adecuada y competitiva a las necesidades del cliente. Los brókers tienen la obligación legal de realizar un análisis objetivo del mercado. Para ello deberán contactar con al menos tres aseguradoras.

Conforme el proceso va avanzando, el bróker asistirá al asegurado en el proceso de negociación de las condiciones y clausulado de la póliza, intermediando con la aseguradora en todo aquello que sea posible durante el proceso de suscripción. Si el seguro no presenta aspectos complicados, probablemente el bróker será el único que trate con la aseguradora. Sin embargo, dadas las negociaciones que suscitan las cláusulas de estos seguros, en la práctica, es muy frecuente que el cliente tenga contacto directo con la aseguradora, contando siempre con la asistencia del bróker.

Además, el bróker también prestará todo su apoyo y asesoramiento en el caso de reclamación de un siniestro.

4.2. Cuándo empezar con la contratación del seguro y a contactar con la aseguradora

Lo ideal es que se empiecen los contactos con un bróker para una cotización lo antes posible, es decir, desde las primeras negociaciones relacionadas con una operación. Teniendo en cuenta que la contratación de un seguro implica la involucración y validación de las condiciones y riesgos por un tercero (la aseguradora), es conveniente comenzar con las negociaciones con la aseguradora lo antes posible, con el fin de no retrasar la operación.

Sin embargo, estos seguros también pueden suscribirse durante la transacción e incluso una vez ésta haya concluido (es decir, con un contrato de compraventa ya firmado). La suscripción de estos seguros una vez cerrada la transacción y transcurrido cierto tiempo del periodo de responsabilidad del vendedor bajo el régimen de manifestaciones y garantías del contrato, puede suponer (i) como ventaja, un abaratamiento de la prima del seguro, ya que estaría el asegurador cubriendo el riesgo durante un periodo de tiempo menor, o (ii) como desventaja, la imposibilidad de cubrir (total o parcialmente) todos los términos pactados en el contrato, ya que la aseguradora no habrá podido validarlo previamente y puede que las condiciones pactadas no sean aceptables para la aseguradora.

4.3. Del proceso de suscripción. Cotización inicial y oferta vinculante

Como comentábamos anteriormente, el proceso de suscripción de los seguros de manifestaciones y garantías se ha simplificado mucho en los últimos años.

Actualmente es posible que en un periodo de 2-3 días una aseguradora facilite una primera cotización no vinculante del precio de un seguro de estas características, a la vista de algunos datos básicos de la operación: (i) partes implicadas, (ii) importe de la operación y (iii) principales términos del régimen de responsabilidad: breve descripción de las manifestaciones y garantías, duración de la responsabilidad bajo el contrato en cuestión y límites cuantitativos de la responsabilidad.

Una vez se haya entregado esta primera cotización y el tomador del seguro, que suele ser el comprador, haya aceptado el presupuesto, deberá suscribirse un compromiso inicial con la aseguradora. Comienza aquí la segunda fase del proceso de suscripción en la que la aseguradora solicitará: (i) que se le proporcione el informe de *due diligence* del comprador para poder evaluar el riesgo; (ii) el borrador de contrato de compraventa; y (iii) que se le dé acceso al *data room* para poder realizar las comprobaciones que necesite. La aseguradora podrá contratar abogados externos para analizar la documentación o, en algunas ocasiones y dependiendo del tamaño de la operación, lo revisarán ellos mismos.

Una duda frecuente del tomador es ¿qué tipo de informe de *due diligence* querrá analizar la aseguradora? Como regla general, el informe de *due diligence* debe ser lo más amplio y completo posible y consistente con las coberturas que el tomador quiere incluir en la póliza. Por ejemplo, si el informe de *due diligence* no analiza el cumplimiento con la legislación en materia de protección de datos, la aseguradora normalmente no va querer cubrir este riesgo, salvo que se realice un informe complementario, ya sea por el tomador o por la propia aseguradora. Normalmente la

aseguradora prefiere el informe de *due diligence* del comprador, pero si el alcance es completo y ha sido realizado por una firma de prestigio, en ocasiones también aceptan los informes preparados por los asesores del vendedor (*Vendors' Due Diligence*).

Con la información recibida del asegurado o la *due diligence* realizada por la propia aseguradora, según sea el caso, la aseguradora tendrá una conversación o llamada (*underwriting call*) con el tomador para resolver las dudas que hayan podido surgir en la revisión de la documentación. Sobre la base de esta revisión, comenzará la negociación de las cláusulas de la póliza y la aseguradora entregará al tomador una propuesta, ya vinculante, en la que se recogerán los términos principales de la póliza. Si el tomador acepta estos términos, la aseguradora procederá a emitir la póliza definitiva para que la firme el tomador.

Este proceso, en condiciones óptimas, puede concluirse en un periodo de aproximadamente tres semanas, dependiendo del plazo en el que la aseguradora reciba la información, y podría alargarse más tiempo si la aseguradora tiene que realizar una *due diligence* adicional³.

5. Elementos fundamentales de los seguros de manifestaciones y garantías

Los elementos fundamentales de los seguros de manifestaciones y garantías son los siguientes: (i) el daño indemnizable; (ii) la duración; (iii) el límite de responsabilidad o indemnización; (iv) la franquicia; y (v) la prima.

El daño indemnizable: el seguro de manifestaciones y garantías cubre los daños ocasionados por un incumplimiento de las manifestaciones y garantías otorgadas por el vendedor tanto en el contrato de compraventa de acciones/participaciones, como de activos empresariales, incluidas las transacciones inmobiliarias.

La cobertura se extiende a daños derivados tanto de un incumplimiento o inexactitud de una manifestación y garantía (ya sea por un hecho identificado por el comprador como por una reclamación de tercero), como por hechos o acontecimientos desconocidos producidos con anterioridad a la fecha del contrato de compraventa.

El daño indemnizable incluye normalmente los daños directos, los gastos de defensa y las pérdidas de renta (en transacciones inmobiliarias). Se podría negociar con la aseguradora la cobertura del lucro cesante o daños indirectos, pero su inclusión incrementa la prima.

Los seguros de manifestaciones y garantías generalmente no cubren:

- (i) Hechos conocidos: *actual knowledge* o temas *fairly disclosed*.
- (ii) Compromisos u otras obligaciones del vendedor distintas de las manifestaciones y garantías.
- (iii) Ajustes al precio.
- (iv) Contingencias fiscales derivadas de la pertenencia a un grupo (*secondary tax liability*).
- (v) Daños relacionados con precios de transferencia (*transfer-pricing*).
- (vi) Daños derivados de actos de soborno, corrupción y blanqueo de capitales.
- (vii) Daños estructurales de inmuebles.
- (viii) Responsabilidad civil derivada del delito.

Se pueden excluir otros temas dependiendo de la operación y del negocio, pero se intenta hacer un traje a medida al contrato de compraventa.

De todos estos puntos, el más polémico, por la amplitud de cómo puede interpretarse, es la ausencia de cobertura por "*los hechos conocidos*". Ahora bien, hay que entrar a determinar qué se entiende por un "*hecho conocido*". Como regla general, las contingencias legales, fiscales, laborales, financieras o contenciosas que se

³ No es lo habitual que la aseguradora contrate asesores para realizar una *due diligence* completa independiente. Normalmente, su trabajo y de los asesores contratados es meramente aclaratorio/confirmatorio.

recojan en el informe de *due diligence* como irregularidades detectadas, o hechos conocidos o en proceso de resolución o inspección no estarán cubiertas por la póliza.

Precisamente todas las contingencias que se detecten en la fase de *due diligence* son las que van a servir para determinar el precio de la transacción y/o un ajuste al precio. Y precisamente, aquello no detectado, no conocido o no puesto de manifiesto, es lo que quedaría cubierto por la póliza.

No obstante, no todo lo que queda mencionado o recogido en un informe de *due diligence* tiene porqué quedar excluido de cobertura. Sobre todo en los informes legales, hay a menudo (i) muchos aspectos detectados pero que no se consideran como "materiales" o de alto riesgo, o (ii) temas cuya potencial contingencia está sujeta a distintas interpretaciones. Para estos casos se podría negociar con la aseguradora su cobertura, que deberá ser analizada caso a caso.

En cuanto a la **duración** o el **periodo de aseguramiento** (*policy period*), este suele coincidir con la vigencia de las manifestaciones y garantías otorgadas por el vendedor en el contrato de compraventa. De este modo, es usual que las garantías de origen fiscal, de seguridad social, laboral y las garantías fundamentales (*fundamental warranties*) (p.ej. aspectos corporativos, título sobre las participaciones o acciones y capacidad) sean las que se cubren durante un periodo de tiempo mayor, oscilando el plazo entre los 5 y los 7 años. El resto de garantías, las garantías restantes o generales (*general warranties*) (p.ej. las relativas a la información financiera de la sociedad, activos, etc.), se cubren durante un periodo de tiempo menor (alrededor de 2 años). Sin embargo, como es lógico, esto varía de una póliza a otra en función de lo que se haya pactado en el contrato de compraventa. También existe la posibilidad de que se pacte un periodo de aseguramiento superior al de vigencia de las manifestaciones y garantías bajo el contrato. En cualquier caso, el periodo de aseguramiento nunca será superior a 10 años, pues este

es el plazo máximo permitido por la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato del Seguro.

En cuanto al **límite de responsabilidad** o **límite de la indemnización** (cantidad máxima que la entidad aseguradora está dispuesta a pagar), lo normal es que las aseguradoras cubran el importe de responsabilidad acordado por las partes en el contrato de compraventa, que suele ser de entre un 10% y un 20% del valor de la transacción.⁴

Si se quieren cubrir límites superiores a esas cifras, se pueden negociar seguros sindicados o programas de coaseguro con otras aseguradoras. En la práctica, este tipo de coaseguros se estructuran por capas, de forma que una aseguradora cubre el primer tramo de la suma asegurada, hasta un determinado límite, a partir de ahí otra aseguradora y así sucesivamente. En estos casos resulta imprescindible la figura del bróker, que diseña el programa de seguro. El bróker prepara, como propuesta de seguro, un programa de excesos o capas donde, en primer lugar, la compañía aseguradora que liderará el proceso de suscripción asegura el primer tramo, por ejemplo, 30 millones (a este primer tramo se le llama "primaria"), y luego por encima de dicho importe, la siguiente aseguradora garantiza el siguiente tramo de por ejemplo 30 millones adicionales (a este tramo siguiente se le denomina "primer exceso"), y así sucesivamente hasta completar el 100% del importe que se pretende asegurar. Existirá pues una póliza preparada, redactada y negociada por la aseguradora "primaria" y el resto de aseguradoras emitirán una póliza "de exceso" de adhesión a la primaria con sus condiciones particulares.

En relación con este límite de responsabilidad, las pólizas también incluyen una **franquicia global** (*retention*) que es la cantidad que deberá cubrir el asegurado en caso de siniestro. El importe estándar de la franquicia se sitúa en un 1% del valor de la transacción aunque en la práctica se aceptan franquicias de valor inferior (incluso de hasta un 0,10% del valor de la transacción). Sólo en ciertos países de riesgo se fijan franquicias por encima del

4 En el caso de las aseguradoras ANV, AIG y HCC el límite máximo se sitúa actualmente en 40 millones de euros, extensible en ciertos casos a 50 millones de euros. La previsión, según hemos sido informados, es que este límite se incremente en breve.

1%. En Europa continental, la media se sitúa entre el 0,5% y el 1% del valor de la transacción⁵.

Existen dos modalidades de franquicia:

(i) *Tipping*: alcanzado el umbral de franquicia, se reintegra al asegurado todo el importe acumulado.

(ii) *Non-tipping*: la póliza sólo reintegra el exceso de franquicia.

Existe también una **franquicia individual por siniestro (*de minimis*)** que es la cantidad que deberá cubrir el asegurador por cada siniestro individual. Se regula de igual forma que la establecida en el contrato de compraventa (pero en ningún caso será inferior a los EUR 8.000). El estándar en el mercado se sitúa en el 0.10% del valor de la transacción.

Por último, la **prima** que deberá pagar el asegurado suele oscilar entre un 1% y un 3% del límite de responsabilidad. En transacciones españolas se sitúa generalmente entre un 1% y un 1.7% del límite de responsabilidad. La prima suele descontarse del precio de la compraventa, de tal forma que no suponga un coste adicional para el asegurado. No obstante, como es lógico, esto dependerá de la voluntad de las partes y será un punto a negociar a la hora de contratar el seguro.

El importe de la prima aumentará si se dan los siguientes factores: (i) bajo importe de la franquicia (por debajo del 1% precio de la transacción); (ii) franquicia reintegrable desde el primer euro ("*tipping*"); (iii) definición amplia de "daño"; (iv) *due diligence* limitadas o incompletas; (v) bajo límite a asegurar (se aplica una prima mínima en cualquier caso); y (vi) riesgo localizado en determinados países (Emiratos Árabes Unidos, Rusia, China, etc.) y determinados sectores considerados como de "*alto riesgo*".

Por el contrario, la prima disminuirá si se dan los siguientes factores: (i) alto importe de la franquicia;

(ii) contrato de compraventa equilibrado con calificaciones adecuadas (de materialidad y de conocimiento del vendedor); (iii) definición limitada de "daño"; (iv) corto plazo de responsabilidad; (v) alta calidad de las *due diligence* (firmas de reconocido prestigio y *due diligence* completas en cuanto a su alcance); y (vi) extenso proceso de divulgación de información.

6. Procedimiento de reclamación de los seguros de manifestaciones y garantías

El procedimiento de reclamación varía en función de si la póliza es de comprador o de vendedor. En el caso de que estemos ante una póliza de comprador, el asegurado deberá notificar el daño directamente a la aseguradora (incluyendo reclamaciones de terceros e incluyendo supuestos de dolo o fraude del vendedor). En cambio, en el caso de que estemos ante una póliza de vendedor, el comprador reclamará al vendedor y, una vez el vendedor haya recibido la reclamación del comprador en virtud del contrato de compraventa, lo debe notificar a la aseguradora, quien será la encargada de indemnizar al comprador.

La aseguradora normalmente acusará inmediatamente el recibo de la reclamación y pasará a determinar si el daño es un supuesto cubierto, o no, bajo la póliza. Si es un supuesto cubierto por la póliza: (i) en la póliza de comprador la aseguradora indemnizará al asegurado en caso de daño o bien asumirá la defensa en caso de reclamación de tercero; y (ii) en la póliza de vendedor asumirá la defensa de la reclamación del tercero (que será el comprador en este caso) e indemnizará al comprador en caso de daño.

En caso de que una reclamación termine en litigio, es práctica habitual que el asegurado sea quien se encargue de la defensa, ya que es el interesado en el caso. La aseguradora asumirá los gastos de defensa durante todo el procedimiento. Estos gastos de defensa forman parte del límite de indemnización de la póliza e incluyen todos

⁵ Información proporcionada por ANV.

aquellos costes, recargos, honorarios legales y gastos razonables incurridos por el asegurado para la prevención, aminoración, investigación, defensa o apelación de una reclamación de tercero.

En cuanto al porcentaje de siniestros, según la información proporcionada por los brókers y aseguradoras consultadas, en 1 de cada 7 pólizas se produce una reclamación y el 66% de las reclamaciones se plantean durante el primer año de vigencia de la póliza.

7. Conclusión

Los seguros de manifestaciones y garantías eran un producto raramente utilizado en el mercado español. Sin embargo, actualmente es cada vez más frecuente valorar su suscripción en operaciones de M&A en España. Con el aumento de las aseguradoras que ofrecen dichos productos, a día de hoy, podemos encontrar en el mercado productos con coberturas amplias y acordes con el régimen que se suele reflejar en los contratos de compraventa. Asimismo, las primas son muy

competitivas y la suscripción es cada vez más rápida y sencilla.

La suscripción de dichos seguros puede redundar en importantes ventajas para comprador y vendedor, siendo las principales, ofrecer una salida limpia ("*clean exit*") para el vendedor, y garantizar la solvencia de la contraparte que indemniza los daños. Su uso es particularmente favorable cuando el vendedor es un fondo que quiere liquidarse inmediatamente después de la desinversión o en ventas de sociedades en situaciones financieramente complicadas. También puede ser utilizado para mejorar la oferta de un comprador en un proceso de venta competitivo.

En definitiva, son un instrumento cuya viabilidad y conveniencia debe ser analizada caso a caso, en función esencialmente de los siguientes factores: (i) calendario y confidencialidad de la operación; (ii) alcance de la *due diligence* y contingencias detectadas; (iii) alcance de las manifestaciones y garantías; (iii) perfil del vendedor y su solvencia; y (iv) fuerza de negociación para obtener garantías adicionales (e.g. retención de precio, aval, etc).