

# M&A: AUMENTANO I GRANDI SINISTRI

di MARIA MORO

LA QUINTA EDIZIONE DEL M&A CLAIMS INTELLIGENCE REPORT DI AIG EVIDENZIA LA MATURITÀ DEL PRODOTTO W&I NONCHÉ UN NUMERO CRESCENTE DI RICHIESTE DI INDENNIZZO



Nel settore *merger and acquisition* (M&A) aumenta il numero e la frequenza dei grandi sinistri a livello globale e in misura sempre più crescente negli ultimi tre anni. Di ciò ne dà conto la quinta edizione del report *M&A claims intelligence* pubblicato da **Aig**, che sintetizza l'andamento delle perdite e fornisce un'analisi delle cause sottostanti. Lo studio si basa sul portafoglio mondiale dei prodotti W&I della compagnia assicurativa, che lo scorso anno ha sottoscritto a livello globale oltre 800 polizze a copertura di operazioni di M&A. Il dato di partenza per l'analisi è la forte crescita dei danni indennizzati: nel 2017 solo 8% dei *material claim* aveva un valore pari o superiore a 10 milioni di dollari, nel 2019 questo valore è salito al 19%, con una dimensione media pari a 20 milioni di dollari per sinistro. In particolare, colpisce l'incremento dei danni

risarciti, tenuto conto che la quota dei danni risarciti tra 1 e 10 milioni è scesa dal 46% al 37% e che per l'effetto i sinistri superiori a 10 milioni sono aumentati di una percentuale pari alla variazione riscontrata nella fascia di sinistri meno grandi.

L'analisi è stata condotta da Aig su un portafoglio di 200 sinistri aperti dal 2011 al 2018, relativi a 3.500 operazioni di M&A, dal valore complessivo di più di 1,3 trilioni di dollari. Tuttavia si tratta di un'analisi in evoluzione, i cui valori riscontrati potrebbero ancora aumentare, tenuto conto che i diritti di indennizzo degli assicurati, previsti da alcune delle polizze W&I sottoscritte nel periodo di riferimento, potrebbero ancora essere esercitati.

Le dimensioni dei sinistri riflettono una serie di tendenze sottostanti, tra le quali, in primis, la crescita

dell'utilizzo del prodotto W&I per grandi operazioni di M&A e la maggior consapevolezza da parte degli operatori del settore in merito alle potenzialità del prodotto e ai suoi vantaggi.

## CRESCONO I SINISTRI RILEVANTI

Su scala mondiale, uno dei fattori che inasprisce la portata dei sinistri è l'impatto dei multipli dell'Ebitda nelle valutazioni aziendali. "Gli acquirenti – spiega **Mary Duffy**, global head of M&A insurance presso Aig – possono utilizzare un multiplo dell'Ebitda per determinare il prezzo di offerta per una società target. qualora le dichiarazioni e garanzie non siano veritiere e corrette e si scopra che l'Ebitda della società target sia stato sovrastimato a causa di tale violazione, l'acquirente potrebbe contestare di aver corrisposto un prezzo eccessivo. In questi casi l'acquirente può richiedere che il multiplo dell'Ebitda venga considerato nella valutazione dei danni. Il multiplo dell'Ebitda non è normalmente un modo appropriato per misurare i danni, ma quando lo diviene può avere un effetto drammatico sull'entità del sinistro".

Secondo il report di Aig, la frequenza dei sinistri non ha subito variazioni significative negli anni del periodo di riferimento, con una media di un sinistro ogni cinque polizze, fatta eccezione per le operazioni di M&A il cui *enterprise value* supera i 500 milioni di dollari, per le quali si registra invece un aumento della frequenza dei sinistri.



© Chaitimpoj Pimpisorn - Shutterstock

"La maggiore frequenza di richieste di indennizzo per grandi operazioni di M&A – osserva Duffy – è in parte dovuta al maggior utilizzo del prodotto W&I. Il suo utilizzo è diventato una caratteristica frequente nelle transazioni; inoltre abbiamo riscontrato una tendenza in cui i *claim* sono meglio formulati nella fase di notifica iniziale", afferma Duffy, che in definitiva riconosce come sempre più analisi legali siano svolte dagli assicurati nella fase iniziale e di come questi si avvalgano di una documentazione più completa.

Con la frequenza delle richieste di indennizzo che rimane stabile a livello globale a un rapporto di una polizza su cinque, è chiaro che il prodotto sia in grado di offrire risposte alle esigenze dei clienti e che abbia raggiunto la propria maturità come strumento utile a facilitare le trattative tra le parti. In ogni caso, in un contesto di crescente gravità dei sinistri e con l'inizio di una recessione economica, sarà inevitabile una revisione dei premi delle assicurazioni M&A.

"La *pipeline* globale dei sinistri di Aig suggerisce come l'aumento dei claim non sia una tendenza temporanea nel settore M&A, bensì un andamento di mercato con il quale le compagnie assicurative dovranno fare i conti, anche ricorrendo a correttivi strategici in termini di premi assicurativi (con particolare riguardo ai primi *layer* di programmi a torri per *deal* di grandi dimensioni con limiti importanti), nonché di coperture offerte", afferma **Maria Beatrice Magotti**, senior M&A underwriter che in Aig si occupa delle mercato delle polizze W&I per l'area geografica della South Europe.

## UN RIDOTTO RISCHIO "DI CODA"

Il portafoglio di Aig, grazie alla sua maturità, permette di avere un confronto anche sul cosiddetto *rischio di coda* associato alle coperture W&I, ovvero al tempo che trascorre prima della segnalazione del sinistro. L'analisi evidenzia che le notifiche sui sinistri maggiori tendono a essere segnalate prima: il 66% dei sinistri superiori a 1 milione di dollari (definiti *di grandi dimensioni*) e il 72% di quelli superiori a 10 milioni di dollari (sinistri *maggiori*) vengono denunciati entro i primi 12 mesi, rispetto al 60% del totale complessivo dei sinistri. "Solo il 12% dei sinistri di grandi dimensioni – osserva Duffy – è stato notificato dopo 18 mesi. Tuttavia, vale la pena sottolineare che una delle maggiori perdite da noi pagate è stata una richiesta presentata dopo tre anni, quindi il rischio di coda è reale".

Nel corso degli anni osservati non si sono evidenziate sostanziali variazioni rispetto ai tipi di violazioni segnalate, si manifestano invece delle frequenze correlate alla dimensione del reclamo. La frequenza dei sinistri aumenta nei grandi deal con riguardo alle medesime tipologie di violazioni, ossia a quelle relative alle dichiarazioni e garanzie sui bilanci di esercizio e sui contratti rilevanti (*material contracts*).

Le violazioni delle dichiarazioni e garanzie relative ai bilanci sono una tipologia dominante tra le notifiche di sinistro di fascia alta: i relativi sinistri sono infatti aumentati dal 20% al 32% con riguardo ai sinistri di grandi dimensioni e fino al 38% per i sinistri ancora più grandi. Al secondo posto si collocano le violazioni delle dichiarazioni e garanzie relativi ai contratti rilevanti della società (*material contract*), che ammontano complessivamente al 13% delle notifiche: tale valore sale al 17% nei reclami di grandi dimensioni e al 19% dei reclami maggiori, confermando di essere un evento concreto in termini di frequenza e gravità. Infine, sebbene la conformità alle leggi sia il terzo tipo di violazione più comune in assoluto, oggetto del 16% di tutte le notifiche di sinistro, esso è un fattore meno dominante tra i reclami di grandi dimensioni, dove riguarda solo l'11% dei casi.

In questo elenco dei casi più frequenti, Mary Duffy osserva che Aig riceve un gran numero di richieste di risarcimento riguardanti la conformità, ma generalmente si tratta di richieste di entità contenuta, inoltre “per gli acquirenti in settori regolamentati è abbastanza comune, una volta che è stata avviata la gestione dell'azienda acquisita, identificare alcuni casi di non conformità, che ci vengono notificati per eccesso di diligenza, sebbene sia possibile che non tutte le violazioni per non conformità identificate portino a perdite assicurate”, rivela Mary Duffy.

Nel contesto attuale di mercato, in cui il rischio di credito continua a evolvere, “è estremamente importante per gli operatori del settore interagire con un interlocutore assicurativo che abbia un'esperienza globale – sottolinea Maria Beatrice Magotti – e abbia delle comprovate conoscenze nella gestione dei sinistri. La stabilità e reputazione dell'assicurazione è infatti importante tanto quanto il prodotto in sé. Gli operatori M&A dovrebbero dunque tenere in considerazione tutti i valori aggiunti del prodotto W&I, e valutare anche la capacità dell'assicuratore di rispondere in caso di sinistri per le perdite sofferte, nella misura di quanto coperto dal prodotto assicurativo”.



## UN CASO ESEMPLARE

Un cliente ha sottoscritto una polizza W&I lato acquirente in relazione all'acquisizione di una società di servizi. In seguito all'acquisizione, l'acquirente ha riscontrato alcuni problemi con i libri e registri contabili della società, tra cui, in particolare, il fatto che uno dei rami d'azienda della società era in ritardo nella registrazione delle fatture dei fornitori dai quali l'azienda acquistava i materiali necessari per l'erogazione dei servizi.

L'acquirente ha affermato che questi errori di registrazione hanno indotto la società a sottostimare le spese dell'azienda e, di conseguenza, a sovrastimare l'Ebitda emerso dal conto economico non *auditato* della società. Nella richiesta di indennizzo, l'acquirente asseriva che il venditore aveva reso una dichiarazione non corretta affermando che il bilancio era stato preparato in conformità con i principi contabili Gaap e che questa violazione aveva indotto l'acquirente a sovrastimare la società e il suo prezzo di acquisto.

In conformità a quanto previsto nella polizza, l'indagine di Aig con i consulenti contabili ha verificato che il valore sovrastimato (e oggetto di contestazione) si basava in effetti su dati finanziari non conformi ai Gaap. Dopo aver verificato la perdita effettivamente subita dall'assicurato e le valutazioni svolte dall'acquirente sulla società, Aig ha confermato la copertura ai sensi della polizza e ha corrisposto all'assicurato quando dovuto in relazione alla perdita.