

# O seguro de *Representations & Warranties* e a aquisição de empresas

**Filipe Santos Barata**

*Associado Sênior da área de Financeiro, Mercado de Capitais e Seguros da Gómez-Acebo & Pombo*

---

## 1. Enquadramento

O seguro de *representations and warranties* («Seguro de R&W», também conhecido como seguro de *warranties and indemnities*), no âmbito da estruturação de operações de aquisição de empresas, constitui uma ferramenta útil para dar cobertura ao designado risco transaccional inerente a aquisições de empresas.

Três ordens de razões são tipicamente apontadas para o crescimento desta modalidade de seguro: o tempo necessário para a negociação deste produto de seguro diminuiu significativamente nos últimos anos; os prémios a pagar pelo tomador de seguro são, na atualidade, mais reduzidos e, por último, mas não menos importante, os profissionais em aquisições de empresas estão cada vez mais familiarizados com o Seguro de R&W, reconhecendo-o como mais uma alternativa no contexto de uma negociação de um contrato de compra e venda. Trata-se de um seguro feito à medida, adaptado às circunstâncias de cada aquisição, funcionando como um instrumento de mitigação do risco.

As cláusulas de declarações e garantias (*representations and warranties*), enquanto mecanismo de distribuição de risco nos contratos de aquisição de empresas, bem como os esquemas indemnizatórios contratualmente acordados entre as partes e as cláusulas de incumprimento destas declarações e garantias pelo vendedor, não são por si só suficientes como forma de mitigar o risco das partes.

No contexto de um processo de *due diligence* é realizada uma investigação tendente à alocação do risco da transação, levando em linha de conta os problemas específicos da transação e identificando as questões que carecem de proteção legal. O comprador tem uma legítima preocupação com a situação financeira do vendedor após a conclusão da transação, sobretudo

com a sua capacidade de fazer face a responsabilidades que resultem do incumprimento das referidas declarações e garantias, pretendendo o comprador aferir se o vendedor é ou não um *high risk indemnitor*.

Após a conclusão de uma típica compra e venda, o vendedor mantém não só a sua responsabilidade contratual, a qual possivelmente desejará minimizar, mas também poderá ainda ter de manter as tradicionais garantias exigidas pelo comprador nas operações de aquisição (garantias bancárias autónomas à primeira solicitação, retenção de parte do preço pelo comprador durante o período das garantias, depósitos *escrow*), que pretenderá evitar a todo o custo.

Por via do Seguro de *R&W*, uma entidade (vendedor - relativamente às declarações e garantias e indemnizações que presta ao comprador -, ou o comprador - que confia na exatidão e correção das declarações e garantias prestadas pelo vendedor -) transfere para o segurador o risco da verificação de um dano (sinistro), na sua própria esfera (seguro *R&W* do comprador) ou alheia (seguro *R&W* do vendedor), mediante o pagamento de uma remuneração (prémio). O risco que se pretende transferir para o segurador é o da verificação de danos que podem resultar para o comprador em virtude do incumprimento de declarações e garantias declaradas pelo vendedor no contrato de aquisição de empresa (*share purchase agreement*, «*spa*») após a conclusão definitiva do processo de aquisição.

O Seguro de *R&W* surge assim como uma estrutura contratual adicional que as partes (comprador ou vendedor, conforme o caso) negociam com o segurador, comportando ela própria um conjunto de etapas e documentos que, embora em regra sejam cada vez mais standardizados, seguem, em cada jurisdição, as especificidades inerentes ao respetivo mercado segurador.

No Seguro de *R&W*, as declarações, tanto no caso do Seguro de *R&W* subscrito pelo comprador como pelo vendedor, assumem importância vital para o segurador pois é precisamente a partir dessas declarações que o segurador poderá avaliar o risco e, em cada caso, decidir se o assume ou não. De facto, é habitual que o tomador de seguro ou segurado tenham de preencher um questionário, enquanto *declaração inicial de risco*.

A participação (paralela) do segurador na transação deverá ocorrer o mais cedo possível, permitindo evitar atrasos na conclusão da aquisição e, sobretudo, permitir a revisão dos designados *due diligence materials*. O segurador, tipicamente, pretende rever as cláusulas de declarações e garantias (e de indemnização) constantes do *spa* e opinar sobre estas. A intervenção do segurador no processo negocial de aquisição de empresa, ocorre geralmente quando o relatório de *due diligence* já se encontra concluído. Nesse momento, geralmente, o contrato de aquisição de empresa já estará numa fase bastante avançada de negociações.

Um mediador, não raras vezes, dirige um pedido de cotação a um conjunto de seguradores de modo a segurar o risco. Uma vez selecionado o segurador, este, socorrendo-se de consultores, inicia a sua própria *due diligence* para determinar o risco a cobrir pelo Seguro de *R&W*.

O segurador fará incidir a sua análise sobre: 1) os riscos típicos da atividade da sociedade alvo de aquisição; 2) as matérias que não foram devidamente divulgadas na *due diligence* e sobre as quais deverá ser prestada informação adicional; 3) matérias cuja complexidade vai mais além do transmitido entre as partes contratantes; 4) riscos não transmitidos e 5) a redação das declarações e garantias, ou seja, determinar se estas são limitadas no seu alcance ou demasiado abrangentes. A apólice de *R&W* do comprador apenas cobre riscos não conhecidos pelo comprador. O risco da informação colocada à disposição das partes será um risco assumido pelo comprador, não sendo objeto de cobertura.

## 2. Vantagens para o comprador

Sem prejuízo de o comprador poder cobrir o seu risco através de outros instrumentos complementares ou alternativos, várias são as vantagens que lhe poderão advir da celebração do Seguro de *R&W*:

- a) o comprador pretende assegurar que os danos que possam advir do eventual incumprimento contratual ao nível das declarações e garantias serão efetivamente ressarcidos dentro dos limites segurados independentemente da situação financeira do vendedor;
- b) redução da “fricção” entre as partes ao nível do processo negocial, sobretudo nos casos em que o vendedor pretende limitar a sua responsabilidade a montantes muito baixos ou insiste em reduzir os prazos de reclamação - nestes casos, através do Seguro de *R&W*, os limites de indemnização são ampliados e os períodos de responsabilidade do vendedor são prolongados para além do que foi estipulado pelas partes no *spa*;
- c) possibilidade de esquemas de *cash out*, que muitas vezes são uma condição essencial para que o vendedor pretenda realizar a operação;
- d) o vendedor apenas aceita outorgar declarações e garantias por um período limitado de tempo e o comprador pretende que a validade das referidas declarações e garantias se proteja por períodos mais longos;
- e) o vendedor mantém a sua presença na empresa adquirida seja por via de *roll over equity*, seja porque continuará a desempenhar funções relevantes na mesma ao nível da gestão e o comprador tem particular interesse em proteger a relação negocial após-aquisição e evitar reclamações diretas ao vendedor, pelo que um seguro servirá como uma via para que a reclamação seja dirigida e suportada por um terceiro;
- f) uma adequada transferência do risco para um segurador do incumprimento de declarações e garantias pode conferir um conforto adicional a entidades financiadoras da aquisição de empresa e melhorar a posição negocial do comprador, devido à redução do risco associado a perdas não contempladas entre comprador e vendedor;

- g) caso o comprador se encontre num processo de venda competitivo, com demais interessados na aquisição de empresa, a proposta apresentada, acompanhada de um Seguro de *R&W* tornar-se-á mais atrativa e benéfica para o vendedor, na medida em pode limitar ao mínimo a sua exposição ao risco, podendo ser menos exigente com o comprador relativamente a cláusulas de declarações e garantias e de responsabilidade, sendo o Seguro de *R&W* utilizado de forma estratégica;
- h) possibilidade de apresentar ao vendedor uma oferta de *buyout* mais atrativa, com pagamento do preço de compra na conclusão (*closing*) - ou mesmo no momento da assinatura (*signing*) - da aquisição, senão a totalidade, pelo menos de uma parte substancial;
- i) qualquer reclamação será dirigida diretamente ao segurador, facilitando o ressarcimento do dano, sem dependência de longos períodos de litigância com o vendedor (sem prejuízo do acionamento dos mecanismos de ressarcimento contratualmente acordados no *spa*).

O Seguro de *R&W* do lado do comprador tem vindo a ganhar terreno quando comparado ao Seguro de *R&W* celebrado entre segurador e vendedor, porque é tendencialmente visto como mais protetor, ao que não será alheio o facto de o comprador ter a possibilidade de se dirigir *prima facie* ao segurador.

### 3. Vantagens para o vendedor

Na perspetiva do vendedor, o Seguro de *R&W* apresentará as seguintes vantagens:

- a) caso o vendedor seja um fundo de *private equity* o Seguro de *R&W* permite uma saída limpa (*clean exit*), ou seja, o preço de venda da empresa poderá ser imediatamente distribuído aos investidores com reduzida ou nula *tail of liability* e sem necessidade de se constituírem os tradicionais depósitos *escrow*, que exigem a imobilização de fundos monetários durante determinado período de tempo;
- b) maior certeza quanto à exposição ao risco após concretização da compra e venda de empresa, possibilitando a redução ou eliminação do risco da existência de danos derivados de declarações e garantias específicas;
- c) nas situações de múltiplos vendedores, com reduzido grau de conhecimento ou de controlo sobre a sociedade-alvo de aquisição, que pretendem assumir uma responsabilidade conjunta, mas não solidária ao nível do *spa*;
- d) melhora a posição negocial do vendedor, que estará em condições de exigir o pagamento da totalidade ou parte do preço de compra "à cabeça";
- e) permite ao vendedor, num processo de venda competitivo, incluir nos documentos da transação a propor aos potenciais compradores, desde o início, o Seguro de *R&W*.

#### 4. Âmbito de aplicação temporal

A apólice de seguro deve indicar o âmbito temporal do contrato de seguro, período dentro do qual a ocorrência do sinistro está coberta.

Em regra, o período de cobertura de um seguro *R&W* inicia-se com o *closing* da transação, mas nada impedirá que as partes acordem que se inicie com o *signing*, no caso de estas fases não ocorrerem em simultâneo. O Seguro de *R&W* apresenta a vantagem inegável de ampliar temporalmente os períodos de vigência de declarações e garantias acordados entre as partes no contrato de aquisição de empresa, dando conforto adicional tanto ao vendedor - que vê a sua exposição limitada no tempo -, como ao comprador que também vê a possibilidade de o risco de incumprimento de declarações e garantias se encontrar coberto por um período mais alargado por força da celebração deste seguro.

Tipicamente, no Seguro de *R&W* do lado do vendedor, os termos da apólice refletem os *survival periods* das declarações e garantias previstas no contrato de aquisição. A apólice do comprador tende a prolongar e estender os referidos períodos. Constitui prática corrente do Seguro de *R&W* a consagração de cláusulas de *claims made*.

#### 5. Exclusões

Sem prejuízo da aplicação ao Seguro de *R&W* do princípio *back-to-back* com o *spa*, não é menos verdade que os seguradores tenderão a excluir riscos desadequados com o contexto da apólice.

Tipicamente, o Seguro de *R&W* não confere cobertura relativamente a: 1) riscos conhecidos pelo comprador, constantes do *data room*, relatório de *due diligence*, ou da *disclosure letter* anexa ao *spa* (informação revelada pelo vendedor), apenas cobrindo riscos desconhecidos; 2) as responsabilidades tributárias por preços de transferência; 3) fraude ou conduta dolosa do tomador de seguro ou segurado, no caso do seguro *R&W* do vendedor; 4) ajustamentos de preço de compra previstos no *spa*; 5) as designadas *forward looking warranties*, ou seja, garantias sobre o futuro desenvolvimento da atividade da empresa, incluindo a impossibilidade de a sociedade-alvo alcançar determinadas projeções financeiras; 6) deficiências nas contribuições para fundos de pensões; 7) riscos não legalmente seguráveis, como os resultantes de responsabilidade criminal, contraordenacional ou disciplinar; 8) obrigações contratuais (*covenants*); 9) questões ambientais; 10) litigância pendente; 11) modificações ao *spa* sem o acordo do segurador.

#### 6. O Prémio

No Seguro de *R&W*, constitui prática corrente o pagamento do prémio de seguro aquando da celebração do Seguro de *R&W*. Trata-se de um prémio único.

O apuramento do prémio está intrinsecamente ligado ao risco transferido, devendo verificar-se uma relação proporcional entre prémio e o risco transferido para o segurador. O prémio do

Seguro *R&W* dependerá ainda de fatores como: operação de aquisição subjacente, tipo de indústria envolvido, dimensão da transação, montante da cobertura, limites às declarações e garantias prestadas no *spa*, *caps*, limiares de relevância negociados no *spa*, período de caducidade de reclamações acordado no *spa*, solvabilidade das partes envolvidas, complexidade da transação, risco geográfico, lei aplicável ao *spa*, assim como de as declarações e garantias estarem ou não limitadas ao conhecimento subjetivo do vendedor.

## 7. A Franquia

Em regra, tanto no Seguro de *RW* subscrito pelo vendedor como pelo comprador, é acordada uma franquia com o segurador, alinhada com os montantes acordados no contrato de compra e venda de empresa, diminuindo assim a responsabilidade do segurador. O processo negocial encetado com o segurador ocorre numa fase em que as negociações entre vendedor e comprador ainda não se encontram concluídas, podendo o segurador, mediante a revisão do *spa*, verificar quais os montantes mínimos e máximos de responsabilidade acordados entre os contraentes e se são coerentes com os riscos que se manifestaram na *due diligence*.

Assim, é prática comum que o Seguro de *R&W* contenha uma regra *de minimis*, ou seja, pequenas reclamações que não serão atendidas. A franquia também é comum nesta modalidade de seguro, segundo o princípio de que o tomador de seguro ou segurado deverá sofrer alguma perda antes de a cobertura do seguro operar. Tipicamente, a franquia é sujeita naturalmente a negociação, e corresponde, via de regra, ao valor mantido pelo vendedor num depósito *escrow* ou ao montante das garantias outorgadas pela administração da empresa quando, por vezes, tal como ocorre nas operações de *private equity*, tais garantias são exigidas no contexto da transação.

A cobertura da apólice de *R&W* operará nos casos de reclamações que excedam o valor da franquia e até ao limite de cobertura fixado na apólice.

## 8. Notas Finais

O Seguro de *R&W*, no contexto de aquisições de empresas, visa mitigar o risco de incumprimento (enquanto incorreção ou falsidade) de declarações e garantias prestadas pelo vendedor no contrato de aquisição de empresas, transferindo-o total ou parcialmente para o segurador.

O contrato de Seguro de *R&W* reveste utilidade na sua celebração, permitindo às empresas gerir os riscos da sua atividade através da transferência do custo económico associado a tais riscos, levando a cabo a sua atividade de uma forma mais estável e previsível.

Para concluir, tanto o tomador de seguro como segurador, ao celebrarem o contrato de Seguro de *R&W*, terão de acordar na exata definição do risco. O Seguro de *R&W* não constitui uma “fórmula mágica” adequada a todo e qualquer processo de aquisição de empresas. A complexidade dos interesses em presença exige um compromisso entre as partes envolvidas. Trata-se de uma

modalidade de seguro que teve a sua origem na prática seguradora internacional e cujos passos no mercado segurador nacional irão ter lugar de forma lenta, mas (seguramente) consistente.

Resta aguardar como se irá desenvolver o interesse por este produto de seguros no mercado segurador português. Uma adequada configuração do Seguro de *R&W*, geradora de confiança, com a necessária adaptação às circunstâncias do caso concreto, será sem dúvida capaz de criar as bases para uma implementação sustentável.

---

Esta Análise foi preparada em dezembro de 2016, não dispensa a consulta dos documentos citados, destina-se a ser distribuída a Clientes e Colegas e contém informação de carácter geral e abstrato. A informação disponibilizada não constitui uma consulta jurídica e não deve servir de apoio a qualquer decisão sem aconselhamento profissional qualificado sobre um caso concreto. Esta Análise não pode ser considerada como uma oferta ou um incentivo a qualquer pessoa para investir em Portugal. O conteúdo desta Análise não pode ser reproduzido, no todo ou em parte, por qualquer meio, sem o consentimento prévio por escrito de Gómez-Acebo & Pombo.

Para mais informação consulte o nosso site [www.gomezacebo-pombo.com](http://www.gomezacebo-pombo.com)  
ou contacte-nos através do seguinte endereço de email: [advogados.lisboa@gomezacebo-pombo.com](mailto:advogados.lisboa@gomezacebo-pombo.com)

---

Barcelona | Bilbao | Madrid | Valência | Vigo | Bruxelas | Lisboa | Londres | Nova Iorque