

335

**“La irrupción de los Fondos de Inversión en la
mediación y su impacto en las Entidades
Aseguradoras”**

**Máster en Dirección de Entidades
Aseguradoras y Financieras**





UNIVERSITAT DE
BARCELONA

335

**“La irrupción de los Fondos de Inversión en la
mediación y su impacto en las Entidades
Aseguradoras”**

Estudio realizado por: Sílvia Nogués López
Tutor: Gabriel Cereto Andreu

**Tesis del Máster en Dirección de Entidades
Aseguradoras y Financieras**

Curso 2023/2024

Cuadernos de Dirección Aseguradora es una colección de estudios que comprende las tesis realizadas por los alumnos del Máster en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras de la Universidad de Barcelona desde su primera edición en el año 2003. La colección de estudios es una idea original del Dr. José Luis Pérez Torres, profesor honorífico de la Universidad de Barcelona y la Dra. Mercedes Ayuso Gutiérrez, catedrática de la misma Universidad, y cuenta con la coordinación del Sr. Ferran Rovira Isanda, profesor del Máster.

Esta tesis es propiedad del autor. No está permitida la reproducción total o parcial de este documento sin mencionar su fuente. El contenido de este documento es de exclusiva responsabilidad del autor, quien declara que no ha incurrido en plagio y que la totalidad de referencias a otros autores han sido expresadas en el texto.

Presentación y agradecimientos

A mis amores, mis padres Teresa y Miguel que junto con mis hermanos Sergio y Dani me han enseñado el camino, la cultura del esfuerzo y la importancia de perseverar. A mi fiel compañero, Rodrigo por su amor y apoyo incondicional.

A mis mentores, a todos esos responsables que habéis apostado por mí y me habéis entregado vuestra confianza. Y como no, aquí no puedo dejar de nombrar a Allianz, a la que siento como mi casa, por esta nueva oportunidad para seguir creciendo profesionalmente.

A mis tutores, Gabriel, por encontrar espacios dentro de esa apretadísima agenda para ayudarme a alcanzar el objetivo con su inestimable entrega y conocimiento.

Y como no, a Mercedes y Ferran por hacer que todo esto sea posible. Por vuestro esfuerzo y empeño en que el sector asegurador continúe mejorando y contribuyendo a la sociedad.

Y, por último y no por ello menos importante, a esas personas que se han cruzado en mi camino y que siempre están conmigo contribuyendo a esa colección de momentos. Afortunadamente son muchas para nombrar, pero tod@s ell@s saben quiénes son.

Resumen

Este documento trata de abordar cuáles son las principales motivaciones de la entrada de los fondos de inversión en el sector asegurador y su impacto en las corredurías y en las entidades aseguradoras. Repasando cuales son los procedimientos sujetos y aspectos más relevantes por considerar en las operaciones de M&A.

Analizaremos también cuáles son las principales oportunidades y retos que esta tendencia en auge presenta y aprovechando el estudio, iremos más allá para atrevernos a proponer cuales podrían ser algunas de las líneas estratégicas a tener en cuenta desde las empresas aseguradoras.

Palabras Clave: Fondos de Inversión, procesos de concentración, concentración corredurías, M&A, estrategia, digitalización, sucesión.

Resum

Aquest document tracta d'abordar quines són les motivacions principals de l'entrada dels fons d'inversió al sector assegurador i el seu impacte a les corredories i a les entitats asseguradores. Repassar quins són els procediments subjectes i aspectes més rellevants per considerar a les operacions de M&A.

Analitzarem també quines són les principals oportunitats i reptes que aquesta tendència en auge presenta i aprofitant l'estudi anirem més enllà per atrevir-nos a proposar quines podrien ser algunes de les línies estratègiques a tenir en compte en les empreses asseguradores.

Paraules Clau: Fons d'Inversió, processos de concentració, concentració corredories, M&A, estratègia, digitalització, successió.

Summary

This thesis seeks to examine the main motivations driving the entry of private equity into the insurance sector and its impact on brokers and insurance entities. It also undertakes a review of relevant procedures and key aspects to take into consideration in M&A operations.

Additionally, the thesis explores the main opportunities and challenges presented by this growing trend. Leveraging the findings of this study, potential strategic directions for insurance companies as they move forward are proposed.

Keywords: Investment funds, concentration processes, brokerage concentration, M&A, strategy, digitalization, succession.

Índice

1.	Presentación del problema.....	9
2.	La concentración en el sector asegurador	11
2.1.	Compañías de seguros.....	11
2.2.	Agentes y Corredurías de seguros	13
2.3.	Registro y tendencia en los últimos años	15
3.	La irrupción de los Fondos de Inversión	17
3.1.	Fondos de Inversión y sus movimientos más relevantes.....	17
3.2.	Motivaciones y ambiciones de entrada.....	19
3.3.	Principales oportunidades para la mediación	22
3.4.	Principales resistencias de la mediación	26
3.5.	Pros y contras desde la visión sectorial	28
4.	Fusiones y Adquisiciones (M&A).....	33
4.1.	Actualidad y perspectivas.....	33
4.2.	Consideraciones relevantes	34
4.3.	Proceso de Adquisición de corredurías.....	36
4.3.1	Principales aspectos legales y fiscales	40
4.3.2	Principales modalidades de pago	43
4.3.3	La responsabilidad del vendedor	47
4.4.	Particularidades en operaciones de Private Equity	48
5.	Situación de las Aseguradoras y Corredurías	49
5.1.	Los retos de las Aseguradoras.....	49
5.2.	Los retos de las Corredurías	53
5.3.	Los Corredores y la relación con las Aseguradoras	55
6.	El Impacto de la concentración en las aseguradoras	57
6.1.	Principales retos.....	57
6.2.	Principales beneficios.....	59
6.3.	Oportunidades y recomendaciones.....	61
7.	Conclusiones	65
8.	Bibliografía.....	69
	Sílvia Nogués López	71
	Anexos	73

“La irrupción de los Fondos de Inversión en la mediación y su impacto en las Entidades Aseguradoras”

1. Presentación del problema

El creciente avance de los procesos de concentración en el sector de la mediación es una realidad en nuestro país. Realidad que viene a confirmar que el volumen también importa en la mediación. Así, los procesos de concentración vienen para dar respuesta a necesidades de la mediación como obtener mayor capacidad de aseguramiento para determinados riesgos, productos diseñados exclusivamente para los miembros que forman parte de la organización, planes de formación específicos o soporte informático; todas hoy en día, demandas.

En primer lugar y con ánimo de contextualizar, expresar que la concentración empresarial y la de mediación de seguros objeto de esta tesis, no es algo nuevo y no es un problema como iremos viendo a lo largo del desarrollo de este trabajo, es más, un proceso de evolución del sector que incide afecta y/o acabará afectando a todos los *“players”* de la industria aseguradora.

Aunque si bien es cierto, en los movimientos más recientes y sobre todo si nos acotamos a los últimos años, hay que tener en cuenta a nuevos actores dentro del sector asegurador. Y en este sentido, no podemos olvidar la irrupción y el papel fundamental que están llevando a cabo en este movimiento y desde su llegada, los fondos de inversión en busca de rentabilidad.

Nadie puede negar la evidencia, y es que en la actualidad el canal de corredores se encuentra expuesto al apetito de los grandes grupos que operan en el sector y que quieren crecer a través de fusiones, integraciones y adquisiciones. Circunstancia que favorece la concentración; pero también gracias al interés que tienen muchos negocios de integrarse en estructuras más grandes para facilitar su trabajo. Y esto, como también veremos más adelante, no aplica exclusivamente a grandes grupos sino también a pequeños que quieran sumarse a esta evolución y transformación de sus negocios.

En segundo lugar, y por lo que respecta al canal agencial, el número de agentes exclusivos sigue cayendo año tras año. Una tendencia en descenso visible en cierto modo en esta fórmula de mediación, y por tanto y como también veremos, con matices dispares frente a la de los corredores y que parece va a continuar en el mercado asegurador español. Pues para muchos, es cuestión de construir o no resiliencia. Por su capacidad y tamaño, necesitan ser competitivos, accesibles y rentables. Y no todos los negocios están preparados para superar con la misma habilidad estas exigencias.

Adicionalmente, tampoco hay que olvidar mencionar que las cada día más exigentes y complicadas normativas y el cada vez mayor cuestionamiento por parte de los titulares de las corredurías con respecto a la transmisión de sus

negocios ya sea por falta de relevo generacional o por el simple hecho de considerar que la incorporación de sus portfolios en entes de mayor capacidad puedan garantizarle tanto a sus colaboradores como herederos una mayor salida profesional dentro de la industria aseguradora, son sólo algunos de los factores que mantendrán esta situación.

Por otro lado, no todo es cuestión de resiliencia, también hay decisiones estratégicas. Este tipo de movimientos, pueden responder también a una estrategia de monetización y capitalización del negocio.

En definitiva, todo lo expuesto forma parte de un tema candente para todos aquellos que nos dedicamos al sector asegurador. Y es que los recientes movimientos de fusiones y adquisiciones de cierto calado entre los corredores de seguros y que están respaldados por un fondo de inversión no han pasado desapercibidos.

De hecho, podríamos confirmar que han despertado toda clase de opiniones en el sector asegurador español. De repente, parece que se ha descubierto que ser propietario de una correduría es como tener una mina de oro. Al mismo tiempo que otros protagonistas del sector como aseguradoras, asociaciones y colegios profesionales de mediación, han empezado a debatir sobre cuáles serán los impactos y afectaciones que la concentración tendrá para el sector.

Ante esta situación, cabe hacer algunas preguntas iniciales de reflexión:

- ¿Existen razones objetivas para pensar así?
- ¿Hay motivos económicos diferentes en la actualidad o esta situación ya se veía venir?
- ¿Es una situación nueva o ya lleva tiempo en el mercado de manera más o menos silenciosa?
- ¿La entrada de los fondos, se puede tratar como un problema o una solución?
- ¿Existen circunstancias específicas en la concentración de corredores en España?
- ¿Qué pasará dentro de unos años? ¿Se obtendrán las rentabilidades esperadas? ¿A quién van a vender luego? ¿Y a qué precio?
- ¿Cómo estos movimientos acabaran impactando en las aseguradoras?

A lo largo de este trabajo trataremos de responderlas detallando cómo se está comportando la concentración del sector en la actualidad y abordando las principales motivaciones para la mediación y de entrada de los fondos de inversión, así como los retos y oportunidades que este movimiento presenta a nivel sectorial y su impacto tanto en las corredurías como en las aseguradoras. Tomando como referencias informes de consultorías, artículos del sector económico, de servicios económicos y analistas sectoriales como la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones de España e ICEA, así como conversaciones con diferentes corredores y fondos protagonistas en la actualidad en este movimiento de concentración del sector.

2. La concentración en el sector asegurador

2.1. Compañías de seguros

La concentración del sector asegurador no es algo nuevo, podríamos detallar que incluso empezó con las compañías aseguradoras, y a su vez, es industrial puesto que va afectando a todos sus “players”. Si bien es cierto, que el momento ha sido más tardío comparativamente a otros mercados como pueden ser Estados Unidos y Reino Unido.

Según muestran los datos del informe 2022 de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en el año 2021, por primera vez en la historia el número de entidades aseguradoras operativas fue inferior a 200. El número de entidades que operan en el sector español se ha reducido paulatinamente año tras año, con una caída cercana al 35% en los últimos 10 años. Pasando de 225 entidades en 2014 a 146 en el 2023.

Tabla 1. Entidades Operativas clasificadas por su forma jurídica

	2018	2019	2020	2021	2022
Entidades seguro directo					
Sociedades anónimas	134	126	126	125	125
Mutuas	30	30	29	28	28
Mutualidades de previsión social	48	47	44	42	38
Total entidades seguro directo	212	203	199	195	191
Entidades reaseguradoras especializadas	3	4	4	4	4
Total entidades de seguros	215	207	203	199	195

Fuente: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Además, si miramos el ranking publicado por ICEA 2023, los datos también muestran un elevado nivel de concentración del sector asegurador en cuanto a la cuota de mercado por primas, que se ha incrementado ligeramente en los últimos años.

Según recoge el último informe sectorial, de las 20 primeras entidades representan un 71,88% de la cuota de mercado, las diez primeras entidades representan el 51,63 de la cuota, las cinco primeras un 35,84% y las tres primeras un 28,43%.

Tabla 2. Cuotas de mercado

Nº	Entidad	Primas emitidas seguro directo (Euros)	Crecimiento	Cuota de Mercado
1	VIDACAJA	11.375.050.722,22	47,18%	14,90%
2	MAPFRE ESPAÑA	5.671.844.348,74	6,49%	7,43%
3	SEGURCAJA ADESLAS	4.659.833.933,74	6,63%	6,10%
4	OCCIDENT	2.873.771.907,75	7,99%	3,76%
5	ALLIANZ	2.789.204.259,39	7,07%	3,65%
6	SANTANDER SEGUROS	2.648.957.935,79	19,54%	3,47%
7	BANSABADELL VIDA	2.583.930.673,14	128,59%	3,38%
8	MAPFRE VIDA	2.434.131.296,88	46,41%	3,19%
9	GENERALI SEGUROS	2.267.794.800,94	7,26%	2,97%
10	MUTUA MADRILEÑA	2.123.904.544,44	8,27%	2,78%
11	AXA SEGUROS GENERALES	2.081.836.739,37	5,37%	2,73%
12	SANITAS	1.834.313.114,80	12,14%	2,40%
13	IBERCAJA VIDA	1.779.180.971,09	59,52%	2,33%
14	SANTALUCIA	1.724.994.333,38	6,74%	2,26%
15	CASER	1.606.932.434,38	16,53%	2,10%
16	UNICORP VIDA	1.550.394.950,84	117,73%	2,03%
17	ASISA	1.463.492.132,33	4,09%	1,92%
18	BBVA SEGUROS	1.307.219.004,50	50,58%	1,71%
19	ZURICH INSURANCE	1.066.096.932,13	11,02%	1,40%
20	OCASO	1.051.254.029,48	2,92%	1,38%

Fuente: ICEA

No obstante, si miramos en profundidad cómo se comporta esta concentración, los niveles varían en función de los ramos, siendo más elevados en el ramo de vida que en el de no vida.

Así en el ramo de vida las cinco primeras entidades representan el 61% del sector. Y en el de no vida, las cinco primeras concentran el 40%.

Tabla 3 y 4. Cuotas de mercado No Vida y Vida

Ranking de Total No Vida					Ranking de Total Primas de Vida				
Enero a Diciembre 2023					Enero a Diciembre 2023				
© ICEA. No está permitida la reproducción total o parcial de esta información por ningún medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia u otros medios ni su tratamiento informático, sin el permiso previo y por escrito de ICEA. Quedan reservados todos los derechos. Nota: Este Ranking ha sido elaborado con los datos aportados al Informe Nº 1.764 - Evolución del Mercado Asegurador. Estadística a diciembre 2023. Asociación ICEA. Febrero, 2024.					© ICEA. No está permitida la reproducción total o parcial de esta información por ningún medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia u otros medios ni su tratamiento informático, sin el permiso previo y por escrito de ICEA. Quedan reservados todos los derechos. Nota: Este Ranking ha sido elaborado con los datos aportados al Informe Nº 1. Evolución del Mercado Asegurador. Estadística a diciembre 2023. Asociación ICEA, 2024.				
Nº	Entidad	Primas emitidas seguro directo (Euros)	Crecimiento	Cuota de Mercado	Nº	Entidad	Primas emitidas seguro directo (Euros) DATOS PROVISIONALES	Crecimiento	Cuota de Mercado
1	MAPFRE ESPAÑA	5.666.381.376,64	7,88%	13,1	1	VIDACAJA	11.344.546.867,81	47,23%	34,8
2	SEGURCAJA ADESLAS	4.659.833.933,74	6,63%	10,8	2	SANTANDER SEGUROS	2.621.385.258,31	20,31%	7,8
3	ALLIANZ	3.382.078.401,89	5,18%	8,4	3	BANSABADELL VIDA	2.566.383.489,59	126,40%	7,8
4	AXA SEGUROS GENERALES	2.081.836.739,37	5,37%	4,8	4	MAPFRE VIDA	2.354.169.152,76	48,74%	7,0
5	OCCIDENT	2.048.473.016,96	6,17%	4,7	5	IBERCAJA VIDA	1.779.180.967,47	59,52%	5,3
6	SANITAS	1.834.313.114,80	12,14%	4,2	6	UNICORP VIDA	1.539.732.965,57	119,69%	4,6
7	MUTUA MADRILEÑA	1.781.701.788,34	6,38%	4,1	7	BBVA SEGUROS	1.079.141.124,28	47,94%	3,2
8	GENERALI SEGUROS	1.685.563.231,72	6,69%	3,9	8	AXA AURORA VIDA	841.312.307,00	11,90%	2,5
9	ASISA	1.463.492.132,33	4,09%	3,4	9	OCCIDENT	825.288.890,79	12,81%	2,4
10	SANTALUCIA	1.378.320.252,25	6,99%	3,2	10	MUTUALIDAD	640.276.921,21	-5,84%	1,9

Fuente: ICEA

Entre los factores que han influido en este proceso están la reordenación de los acuerdos de bancaseguros que han realizado algunas entidades bancarias a raíz de las fusiones llevadas a cabo con otras entidades de crédito, así como la entrada en vigor de Solvencia II, al buscar las compañías de seguros un tamaño más adecuado con el que poder hacer frente a los requisitos cuantitativos y cualitativos de la nueva regulación.

2.2. Agentes y Corredurías de seguros

Si hacemos un zoom en los principales actores del canal de distribución, observamos tendencias y comportamientos distintos.

El Informe Estadístico Anual de Mediación, publicado por la DGSFP, muestra que, a fecha del pasado 26 de diciembre 2023, el total de corredores personas físicas y sociedades de correduría de seguros inscritos en el órgano de control se situaba en 3.735. Es un aumento de solo el 0,6% respecto a un año antes, si bien se mantiene la tendencia alcista cada año desde el 2016.

Los datos globales del presente año muestran un descenso del 0,49% respecto a las cifras de 2022 en el número de corredores de seguros, personas físicas, inscritas para ejercer la actividad con ámbito nacional quedando, en 1.009.

Por el contrario, el número total de sociedades de correduría inscritas en el Registro de la DGSFP como correduría de seguros ascendía a 2.726, lo que supone un incremento del 1% respecto al ejercicio anterior.

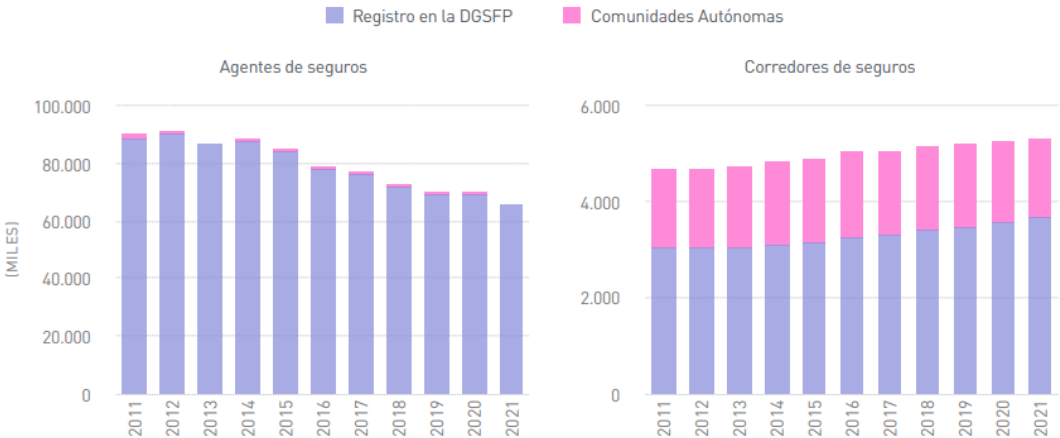
La cifra de corredores de reaseguro se mantiene sin cambios en 38 profesionales. Y si contamos el registro de las Comunidades Autónomas estaríamos hablando de cerca de 5.300 corredores.

Tabla 5. Evolución del total de corredores y sociedades de correduría de seguros

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Corredores personas físicas	892	902	945	961	997	1.014	1.014	1.009
Sociedades de Correduría	2.362	2.374	2.433	2.499	2.542	2.641	2.699	2.726
TOTAL	3.254	3.276	3.378	3.460	3.539	3.655	3.713	3.735

Fuente: ICEA

Gráfico 1. Evolución Agentes de seguros vs Corredores de seguros



Fuente: Mapfre Economics (Con datos DGSFP)

Frente a la evolución al alza en el ámbito de las corredurías, el informe de la DGSFP confirma un nuevo descenso en el número de agentes de seguros exclusivos, encontrándose inscritos, a fecha del 26 de diciembre de este año, 56.084 agentes, un 3,4% menos. A estos hay que sumar 7 operadores de bancaseguros exclusivos, uno menos que en 2022.

De eso 56.091 mediadores exclusivos inscritos, 8.872 tenían concedida autorización por parte de la entidad aseguradora principal para realizar actividades de mediación para una segunda entidad aseguradora. Hay, además, 332 agentes vinculados (302 en 2022) y 39 operadores de bancaseguros vinculados (37 un año antes).

Tabla 6. Agentes de seguros exclusivos, personas físicas y jurídicas

TIPO DE MEDIADOR	TOTAL INSCRITOS A 31/12/2022	2023		TOTAL INSCRITOS A 26/12/2023
		Altas	Bajas	
Agente exclusivo persona física	46.649	9.030	10.758	44.921
Agente exclusivo persona jurídica	11.394	708	939	11.163
TOTAL	58.043	9.738	11.697	56.084

Fuente: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

ICEA ha elaborado el informe 'Códigos de Agentes Exclusivos. Estadística año 2023. En él se observa que el colectivo de agentes con mayor actividad -más de 300.000 euros en volumen de negocio- supone únicamente el 22,3% del total de estos distribuidores. Ellos son los que aportan el 85,3% del total de primas y en torno a 1,1 millones de euros de primas por agente al cierre de diciembre. En 2022 el porcentaje de agentes exclusivos con un volumen superior a los 300.000 euros era del 20,7% y suscribieron el 82,9% de las primas totales de este sector. Por tanto, también observamos concentración en el canal de distribución de agentes.

No obstante, y centrándonos en perspectivas de futuro en el canal corredor objeto directo de esta tesis, podríamos confirmar que en muchos foros ya se está empezando a asegurar que van a quedar en el mercado en torno a 20 o 30 grupos de corredurías importantes y otros 5.000 corredores de menor tamaño. Se aprecia que los más grandes cada vez se harán más grandes, y los pequeños se quedarán comparativamente pequeños, tal y como está ocurriendo en muchos otros países.

Como se aprecia en los datos, puede haber el mismo número de corredores o incluso crecer levemente, pero el proceso de concentración de corredurías no se está notando en términos de número de autorizaciones. Así como hemos visto en las entidades aseguradoras, la concentración no es la misma, toda vez que mientras antes los 20 primeros corredores copaban el 30% del mercado, ahora tienen más del 60%.

Parece algo lógico y coherente que, si las compañías cada vez son más grandes y están más obligadas a ser más eficientes internamente, tendrán que acabar seleccionando a los “*partners*” que mejor acompañen esa necesidad de eficiencia interna y en especial considerando la complejidad en términos de colocación y excelencia en el servicio. Por ello, el corredor debe progresar del mismo modo para que sea equitativo y pueda ser ese socio elegible. Y en esta tesitura, con un crecimiento ordinario no basta, hay que fusionarse, integrarse con el fin de poder ser un actor también más eficiente dentro del sector.

Es por ello por lo que, si tuviéramos que hacer una hipótesis, diríamos que esos grandes grupos que quedarán concentrarán a corredurías medianas-grandes y los pequeños corredores seguirán siendo resilientes para buscar la eficiencia creciendo mediante la compra de otras corredurías de menor tamaño y/o buscando nuevas fórmulas de colaboración y asociación. Por tanto, esos 20 o 30 grupos grandes manejarán un volumen muy significativo del negocio de las aseguradoras y, por lo tanto, habrá que ir trabajando en esa línea, colaborando conjuntamente. Esto es algo en lo que las empresas aseguradoras deben estar muy alerta y prestar la debida atención y en especial cuanto mayor cuota de mercado tengan en dependencia de estos actores.

Nadie duda que la entrada de los fondos de inversión, objeto de esta tesis, ha acelerado esta concentración, pero nos gustaría remarcar que hay matices, pues cabe destacar que los fondos, como analizaremos más adelante, son selectivos, están yendo a las medianas y grandes corredurías. Es decir, no están concentrando pequeñas, por lo tanto, no va a haber una afectación significativa en el número de corredurías pues están, podríamos concluir, concentrando volumen de negocio.

Además, se está dando otro factor en el sector con la entrada de una nueva generación de profesionales, gente joven con otras inquietudes produciendo un relevo generacional que también va a ser importante.

2.3. Registro y tendencia en los últimos años

Según desvela *el Barómetro Europeo de Fusiones y Adquisiciones de FTI Capital Advisors*, el pasado año se contabilizaron 53 operaciones de concentración en la Península Ibérica, tanto en compañías (7) como en brókeres de seguros (46), aumentando esta cifra un 20% respecto a 2022. En el caso concreto de corredurías y prestadoras de servicios, el número de operaciones casi se ha multiplicado por cuatro desde las 10 contabilizadas en 2021.

Los compradores estratégicos respaldados por fondos de inversión representaron alrededor del 50% del volumen de operaciones. Con estas firmas dominando la adquisición de plataformas de corredores independientes, se espera que la competencia se intensifique aún más en este 2024.

El informe también observa una tendencia creciente de plataformas a gran escala que adquieren otros consolidadores para expandirse en nuevos segmentos de mercado y ofrecer retornos objetivos.

Gráfico 2. Evolución Operaciones



Fuente: FTI Capital Advisors

Y es que la actividad europea es incluso mayor que en España, ya que el crecimiento en fusiones y adquisiciones es de un 30% el año pasado, alcanzando volúmenes récord. En total, se registraron 574 operaciones de este tipo, por las 435 en 2022 y las 379 en 2021, por lo que es un indicador fehaciente de que la subida de tipos de interés no está frenando las inversiones como el Banco Central Europeo (BCE) había previsto.

Analizando por diferentes regiones, Alemania, Austria, Suiza y Liechtenstein informó de 81 operaciones a lo largo del año pasado, comparado con las 53 del 2022, este es uno de los mercados más fragmentados de Europa, por lo que se espera que las fusiones y adquisiciones continuarán. La región de Benelux se mantuvo estable, con 48 operaciones de las 46 que hubo en 2022. Por último, Reino Unido e Irlanda continuaron como líderes en movimientos, con 232 operaciones, prácticamente la mitad de todo el continente.

El barómetro de FTI resalta la adquisición de Liberty por parte de Generali por 2.300 millones de euros. También destacó el movimiento de Fiatc Seguros, adquiriendo una participación mayoritaria en Ipresa, una aseguradora de salud guipuzcoana, así como la compra de Sanitas del negocio de salud Asefa, una aseguradora especializada en el sector de la construcción. Por último, la adquisición de una cartera de 30.000 pólizas de Sa Nostra Vida, aseguradora comprada por VidaCaixa en noviembre de 2022.

En conjunto, la actividad europea de fusiones y adquisiciones en el sector seguros aumentó un 30% en 2023. Por tanto, con todo lo investigado hasta este punto, podemos reafirmarnos en una de nuestras primeras reflexiones de introducción; la concentración no es algo nuevo y no está exclusivamente en el canal de distribución, pues las entidades aseguradoras también han formado, forman y seguirán formando parte de este tipo de estrategias empresariales.

3. La irrupción de los Fondos de Inversión

3.1. Fondos de Inversión y sus movimientos más relevantes

En los cuatro últimos años y centrándonos en el mercado español, hemos podido constatar cómo los fondos de capital riesgo han puesto el foco en el mercado de las corredurías de seguros en España.

En estos últimos años, grandes entidades del sector a nivel internacional como Blackfin Capital, KKR, Apax, Carlyle o CDPQ han realizado ya numerosas operaciones importantes, también grupos especializados suecos y estadounidenses están adquiriendo estos negocios, muy rentables, pero por ahora en menor escala.

Este es un campo ideal para que los fondos de inversión desplieguen lo que en el sector se conoce como estrategias “*Build-up*” y “*Add-on*”. Es decir, adquirir una plataforma de cierto tamaño y hacerla crecer en varios mercados con pequeñas compras, para de esta manera venderla después por mucho más dinero, en definitiva, una de sus palancas favoritas para hacer dinero.

Ambos términos pueden ser independientes. Pero habitualmente son dos caras de una misma moneda. Concretamente podríamos decir, que el *Build-up* es la estrategia global y el *Add-on* es la adquisición específica;

Build Up: Estrategia para crear una empresa grande a través de la adquisición de otras compañías, habitualmente competidoras o con grandes sinergias para obtener el mayor valor añadido mediante la integración de la nueva compañía.

Add-on: Las operaciones de añadir estas nuevas compañías para continuar con el Build-up.

Imagen 1. Operaciones en el sector seguros



Fuente: CincoDías (Álvarez & Marsal)

Cabe destacar que en estos momentos no solo el capital riesgo está detrás del proceso consolidación, también hay corredurías extranjeras. Como grandes ejemplos de estos actores pueden ser los siguientes y con fórmulas estratégicas diferentes en cuanto a la integración como tal:

- El gigante norteamericano Acrisure, que compró el bróker español de seguros Summa al fondo BP Marsh a comienzos de 2022 (compró el 77% del grupo). Desde entonces la firma ha realizado 20 compras y tiene otras 70 identificadas para alcanzar los 100 millones en ingresos y sellar 100 adquisiciones los próximos años. Se espera que sea uno de los actores más activos en el mercado español en los próximos meses.
- Otro jugador extranjero muy activo es el grupo financiero sueco Söderberg & Partners, que a inicios del 2023 adquirió el 40% del capital del ERSM Insurance Brokers, que está entre los 10 mayores corredores de seguros de España. Detrás de esta firma sueca están los fondos KKR y TA Associates. Esta operación fue el inicio de su plan para el crecimiento en todo el continente Europeo, seguida de la segunda operación relevante comprando al fondo JZI su 74% de participación en el bróker Grupo Galilea.
- El fondo BlackFin, a través de Concentra, se ha hecho con Segurfer e Hispania y BMS Iberia (Preservation Capital, Eurazeo y BCI), con Eisenar Seguros.
- Otro inversor muy activo ha sido la correduría británica PIB Group, en manos de los fondos Apax (60%) y Carlyle (20%) y manteniendo un interesante equilibrio en la propiedad ya que los directivos de la entidad retienen el 20% del capital. Con la adquisición de Confide en 2022 y el nombramiento de Martin Navaz como CEO PIB Group en España se inició su rápida expansión. PIB ha cerrado 25 operaciones desde el inicio de su actividad en España y consolidando su presencia en 9 mercados europeos, con una clara vocación de convertirse en un player de gran relevancia a nivel pan europeo.
- Entre los fondos españoles ha apostado por el sector, Miura Partners que propietaria de Brokers Alliance y que en 2021 inició su acuerdo con Banasegur líder en España en agroseguros bajo el paraguas de Brokers & Partners. En 2023 adquiere la mayor correduría Portuguesa, Sabseg, con una participación superior al 50% y pasan a denominarse Sabseg Grupo como proyecto de consolidación de corredurías. Miura es fondo puro, que no entra en la gestión directa. Por tanto, compra verticales, donde permite que cada una tenga su general *“Management”*.

- También está protagonizando la concentración en el sector la británica Howden, controlada por los fondos General Atlantic, HG Capital y CDPQ, y en la que los empleados mantienen un 34% del capital. A finales del año pasado tomó el 100% de March Risk Solutions y firmó una alianza con Banca March, hasta ahora propietaria de la correduría. Con esta operación, la filial española del grupo británico Howden Broking superará los 100 millones de ingresos y los 700 millones en primas. Esta ha sido la mayor operación que ha visto el sector en los últimos meses. Este es un modelo similar a AON, son macroestructuras.

En definitiva, estos ejemplos de operaciones relevantes ya sirven para evidenciar algunas reflexiones y aprendizajes importantes:

- I. Que en muchas ocasiones se habla en términos generales de fondos de inversión pero en la realidad existen vehículos de inversión diferentes (fondos de inversión, private equity, brokers..).
- II. Que todos compran, pero con fórmulas diferentes. No integran de la misma manera y algunos, ni siquiera hasta la fecha han fusionado. Todo dependerá de que estructura previa tiene el agregador/el comprador, su filosofía de trabajo y las preferencias del vendedor.
- III. Que todos estos elementos determinan el objetivo de la relación, criterio de compra, el tiempo de la integración y sin duda, determinarán los retos de la integración y su éxito futuro.
- IV. Que, aunque es difícil determinar si hay un modelo mejor que otro debido a la disparidad de fórmulas, sí es factible recomendar debido a las experiencias que ya se van teniendo, que unificar bajo una misma sociedad todas las corredurías es lo más conveniente para asegurar esa integración, visión global y ser más eficientes internamente.

3.2. Motivaciones y ambiciones de entrada

Envejecimiento del colectivo profesional

Como hemos visto en la presentación inicial del tema, una de las principales motivaciones de entrada de los fondos de inversión en el sector asegurador es aprovechar la coyuntura actual del sector.

El progresivo envejecimiento de la población española afecta también a muchos colectivos profesionales, uno de ellos es el de los corredores de seguros, que está viendo como año a año la edad media de los profesionales que dirigen este tipo de negocios avanza inexorablemente, al punto de que una buena parte de los corredores están cercanos a la edad de jubilación.

La edad media de los corredores de seguros en España varía según diversas fuentes y estudios del sector. Sin embargo, *un informe realizado por el Consejo General de los Colegios de Mediadores de Seguros en Colaboración con el Centro de Estudios del consejo General, publicado en 2020,* proporcionó una

idea clara sobre la demografía de los corredores y según este, la edad media ya se citó alrededor de los 49 años. Este dato ya refleja la tendencia hacia una población de corredores de seguros relativamente madura, la cual podría influir en la experiencia y la estabilidad dentro del sector. Este hecho plantea desafíos en términos de renovación generacional y el problema se agrava cuando comprobamos que en el mercado muchos de los corredores que se jubilarán en los próximos años carecen de programas de sucesión para sus negocios.

Aunque históricamente siempre han existido por parte de los propietarios resistencias a vender sus carteras o integrarse en estructuras mayores, con la entrada de los fondos y otros factores que veremos más adelante, puede haber una cierta propensión a la venta y esa oportunidad, el fondo la aprovecha.

En definitiva, y desde la perspectiva de los fondos, si el envejecimiento del sector mejora la predisposición a vender y yo estoy entrando en un sector estable, rentable, que me da el retorno que yo quiero, no tengo que complicarme la vida en buscar sectores más complicados.

Estabilidad y crecimiento del mercado asegurador

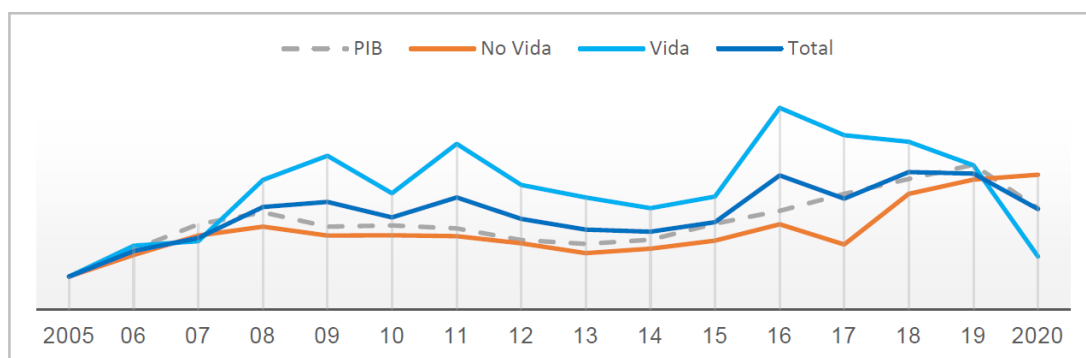
Otra de las características de atractivo propias del contexto asegurador y ligado al punto anterior como hemos visto, es su estabilidad y resiliencia.

Y esa es la realidad de este sector y bajo nuestro punto de vista, la segunda motivación principal. El mercado asegurador, históricamente, ha sido muy estable, resiste muy bien a las crisis económicas, y los fondos de inversión se han dado cuenta de que merece la pena invertir su capital en él.

El sector asegurador se ha mostrado siempre altamente resistente ante cualquier crisis económica. Aún en periodos de recesión, el seguro es capaz de capear el temporal y mantener su rumbo, e incluso en ocasiones salir reforzado. No hace falta ir muy atrás para contrastar en el tiempo esta afirmación, si nos fijamos en la crisis del 2008, o en la más cercana aún, la generada por la situación de pandemia del 2020, podemos ver que el sector asegurador no ha destruido empleo ni ha generado ningún agujero en sus cuentas. Lejos de ello, ha podido seguir creciendo de forma estable, generado beneficio y valor para sus accionistas, que incluso ven en estas entidades un refugio estable.

Si miramos el gráfico número 3 podemos ver como las primas totales mantienen de media una evolución superior a la del PIB Nacional, en especial, gracias al empuje que pudimos constatar en este periodo con respecto a las primas de vida.

Gráfico 3. Evolución PIB y Primas del Seguro



Fuente: Elaboración Propia con datos de INE e ICEA

Es estable, maduro, con recurrencia de la cartera y rentable. Pero no solo eso, también es un sector en constante crecimiento. Si vamos a recientes publicaciones de Unespa los ingresos por primas de las aseguradoras se situaron al cierre del pasado año en 76.463 millones de euros, un 18% más que en el año anterior cuando las primas mejoraron un 4,8%. Con ello, el seguro alcanza el mayor crecimiento en primas en 20 años y roza los 77.000 millones.

Tabla 7. Crecimiento del sector seguros

RAMOS	VOLUMEN ESTIMADO PARA EL TOTAL DEL SECTOR		CRECIMIENTO (EN %)
	ENE. A DIC. 2022	ENE. A DIC. 2023	
Primas de vida	24.535	33.452	36,34%
Primas de no vida	40.267	43.011	6,81%
Total seguro directo	64.803	76.463	17,99%

RAMOS NO VIDA	VOLUMEN ESTIMADO DE PRIMAS		CRECIMIENTO (EN %)
	ENE. A DIC. 2022	ENE. A DIC. 2023	
Automóviles	11.354	12.108	6,63%
Salud	10.543	11.238	6,59%
Multirriesgos	8.578	9.158	6,76%
Resto No Vida	9.791	10.507	7,31%
Total ramos No Vida	40.267	43.011	6,81%

Fuente: Unespa

Fragmentación del mercado

Otra característica relevante para los fondos es entrar en mercados que estén fragmentado o atomizados. Esto hace que no les cueste tanto entrar en el sector ya que se encuentran con menores barreras de entrada.

Esto, existe en nuestro mercado en España al igual que en Alemania, a diferencia de otros países como EE. UU., Reino Unido, Francia, Benelux o Italia, donde este mercado está mucho más concentrado.

La atomización además les concede la posibilidad de establecer sinergias. Es por ello por lo que este tipo de sectores, donde haya un número elevado de participantes principalmente de menor tamaño, son los más propicios para las estrategias que hemos visto en el *apartado 3.1. anterior*, Buid-Up y Add-on.

Incertidumbre y complejidad

Estos últimos años han sido un momento excepcional de entrada, donde los retornos mínimos que los fondos esperaban ganar en otros sectores no se estaban dando y fue el momento de venir a un sitio refugio.

Por tanto, esta tendencia en auge que hemos visto en los últimos 3 años también tiene que ver con la solidez de este sector frente a la incertidumbre generada en otros y que abrió una ventana de oportunidades a muchas pequeñas corredurías para crecer y a otras más grandes para concentrar volumen en el mercado asegurador.

Y, por último, y ligado a la incertidumbre, también los fondos destacan que otro punto relevante de entrada son que las valoraciones de las transacciones son sencillas comparativamente a la de otros sectores con mayor complejidad.

3.3. Principales oportunidades para la mediación

Los directivos de mediación de seguros persiguen operaciones corporativas, fusiones y adquisiciones, por diferentes motivos.

Entender los principales razonamientos que hay detrás de las mismas nos ayuda a entender por qué y cómo está reaccionando el mercado asegurador a estos movimientos.

Búsqueda de crecimiento

Una de las razones más comunes que lleva a las empresas a realizar una adquisición es el crecimiento donde las empresas dentro de su estrategia tienen principalmente dos formas de crecer, de forma orgánica o de forma inorgánica:

- La primera hace referencia al crecimiento basado en los recursos que ya tiene para penetrar en nuevas geografías o diversificar nuevos productos y servicios. Es un crecimiento costoso en el tiempo y recursos ya que lo más probable es que se necesite contratar a más personas para conseguir los objetivos. Ello implicará realizar procesos de selección, contratar a un head-hunter para agilizar el proceso o buscar locales en aquellos nuevos países a los cuales se quieren abrir nuevas oficinas.

En definitiva, crecer de forma orgánica necesita tiempo para implementarse y tiempo para poder valorar los resultados de aquella implementación, pero permite crecer con un equipo directivo fuerte y conociendo tanto el negocio de tu empresa dentro como el mercado en el que opera.

- Por otro lado, tenemos la otra estrategia de crecimiento inorgánico, es decir a través de fusiones y/o adquisiciones, y las que podemos caracterizar porque son más “fáciles” y sobre todo más rápidas ya que no es necesario esperar tiempo para notar un resultado en las cuentas anuales. Al comprar una empresa ya en funcionamiento es normal que se pague algún tipo de prima por crecimiento ya que de manera automática aumentarás tus ingresos y resultados, y además, habrás entrado en nuevos mercados u ofrecerás nuevos productos. El crecimiento inorgánico es rápido y eficaz, pero al crecer de forma tan rápida se presentarán desafíos de gestión importantes, asociados a las complejidades derivadas del incremento de tamaño de la nueva entidad.

Es por ello, que podemos concluir que lo ideal en la búsqueda del crecimiento, es la combinación de ambas estrategias, inorgánico y orgánico.

Pla de jubilación y/o continuidad

La siguiente oportunidad para la mediación está ligada a la jubilación y a la estrategia que decidan en torno a la sucesión, pues la venta de la correduría puede ser un escenario adicional para incorporar en los tradicionales protocolos de sucesión.

Como la mayoría de las cosas en la vida, todo esfuerzo tiene recompensa y todo camino su final. De esta forma, muchos emprendedores, al final de su carrera, deciden o bien pasar las riendas del negocio a la siguiente generación empresarial y/o familiar, o bien monetizar todas las horas de esfuerzo con la venta de la compañía.

Un posible target inicial de los fondos puede ser, aquellas corredurías que llegado ese momento o cercano al mismo, o bien no tienen plan de sucesión y si lo tienen, no los ven capaces para continuar a largo plazo.

Los fondos les ofrecen continuidad, que la empresa/legado no desaparezca, y que a su vez pasan a formar parte de algo “más grande”, puesto que algunos fondos, les exigen como requisito una continuidad mínima de, por ejemplo, dos años puesto que este sector tiene una vinculación personal muy importante.

No obstante, lo positivo de este punto es que estas alternativas no son excluyentes y en la actualidad, hay muchas operaciones de venta que se están materializando con la condición de que su sucesión familiar continúe en el fondo. Con ello, se obtiene la capitalización del negocio, pero se da una salida a la familia en el negocio con un proyecto de marco nacional e incluso internacional.

Profesionalización y resiliencia

Otro aspecto relevante, es el cambio en la dirección estratégica de la correduría, aunque independientemente haya un fondo detrás, la propia gestión de la correduría ya vigila el cumplimiento de los resultados, los objetivos marcados y rentabilidad del negocio. Pero en cierto modo, tener un “*partner*” al que reportar te marca un control de seguimiento y exigencia mucho mayor, controlar mejor los gastos, los ingresos y hacer un análisis mucho más profundo y exhaustivo. Esto favorece aún más la profesionalización de la mediación.

Algunas empresas familiares fallan al gestionar el negocio y precisamente estos fondos permiten implementar estrategias de buen gobierno corporativo con medidas como la incorporación de vocales independientes en el consejo de administración o la creación de subcomités para controlar todas las áreas claves de la organización y así equiparar al equipo directivo con los recursos suficientes para identificar posibles riesgos y tomar decisiones muy orientadas a conseguir resultados tangibles.

Ligado a este punto de búsqueda de la profesionalización y cómo enfrentan ciertas estructuras los actuales retos del sector, entraría la resiliencia como otra de las principales motivaciones a vender. Aunque hayamos visto en el apartado anterior que los fondos consideraron años atrás su entrada como un sector comparativamente menos complejo y con baja incertidumbre, el contexto asegurador actual está marcado por el avance de la tecnología y la globalización dentro de ser un mercado con elevada regulación y con expectativas de exigencias mayores en todos estos aspectos.

Ello ha despertado en muchos corredores la necesidad de integrarse en estructuras mayores que los provean de aquellos recursos y herramientas necesarias para poder seguir siendo competitivos y mantenerse profesionalmente presentes en el mercado bajo el paraguas de una estructura sólida y sostenible.

Valoración económica

Cuando se trata de comprar y vender algo, siempre hay que diferenciar entre el valor y el precio, y ello también es aplicable en el ámbito de las corredurías. La situación de las corredurías activas no es homogénea. En el precio final hay muchos factores importantes como son la complementariedad de los negocios, la potencialidad interna y externa de los mercados a explotar, la incorporación de los equipos y los sistemas de gestión que permitan economías de costes y mejora en la experiencia cliente.

El valor múltiplo de las ofertas de los fondos está bajando respecto a los valores altos que se escucharon a su llegada y con las primeras operaciones. No obstante, se puede seguir afirmando que sigue siendo un factor influyente para todos aquellos que quieren vender y hasta para los que no se lo habían planteado.

En términos generales podríamos establecer que los múltiplos de valoración estándar en operaciones de corredurías en España estarían ente los 6,5 y 8

veces el Ebitda (el valor que resulta del beneficio antes de intereses, depreciaciones, impuestos y amortizaciones).

Pero en algunos casos es posible escuchar que con una correduría con cualidades y un cierto tamaño para atraer compradores internacionales se pueda hablar de múltiplos de dos dígitos. De hecho, las pocas corredurías que tengan 15 millones de ingresos o más se valoran entre 12-14 veces ebitda, porque en ese nivel ya pueden ser plataformas para aglutinar entidades más pequeñas, y presentar un nivel relevante de potenciales sinergias.

Todo ello, ha generado un cambio significativo en estos últimos años. Muchos fondos y corredurías manifiestan que “antes te acercabas a corredurías pequeñas y ellos no querían vender su negocio y ahora son ellas las que están llamando”. Y de aquí, que en este entorno inflacionista muchos corredores consideren que tienen una mina de oro como mencionábamos en la presentación de las reflexiones iniciales.

Obtención de sinergias

Tener sinergias operativas es otra de las motivaciones principales que llevan a las empresas a comprar a otras. Normalmente la aparición de estas siempre va asociada a una estrategia de crecimiento muy definida ya que la entrada en nuevos mercados sirve para que las compañías se apalanquen en su estructura y experiencia para extraer el mayor valor posible aplicando su experiencia pasada en otras geografías.

Básicamente, las sinergias pueden ser de costes, que se refieren a la habilidad del comprador en consolidar las operaciones y eficientar los procesos internos de la empresa, o de ingresos, que hacen referencia a la capacidad de generar más ingresos y/o mejores márgenes con menores recursos/costes.

Otros objetivos empresariales

Hay otras motivaciones detrás de algunas operaciones que pueden ser menos obvias pero que forman parte de la decisión empresarial. Una de ellas surge de estar en una industria donde cada vez más existe una elevada presión competitiva y donde existen multitud de empresas proveyendo el mismo producto y/o servicio. Si bien es cierto que la consolidación de las industrias tiende a ser vista como positiva para dar un mejor servicio a los clientes y aprovechar las economías de escala que se pueden generar, pero la realidad es que muchas veces también sirven para eliminar competidores del mapa y tener una posición más dominante del mercado.

En resumen, y más allá de las oportunidades del contexto actual, no debemos olvidar los objetivos tradicionales de una asociación en a nivel general, donde destacaríamos los siguientes:

Cuadro 1. Objetivos para la compra/venta

Objetivos Técnicos	Objetivos Tecnológicos
Mejorar la capacidad técnica. Complementariedad. Obtener y explotar sinergias.	Reducción de costes y riesgo en desarrollo nuevos productos. Adquirir Know How exterior. Estandarización/ Normalización.
Objetivos Comerciales	Objetivos de Gestión
Aumentar cuota de mercado. Explotar la notoriedad de marca. Diversificación de distribución. Diversificación de los productos. Acelerar la penetración de determinados nichos de mercado. Sinergias comerciales.	Reducir costes. Ahorro de estructuras. Mejora de la formación. Aumentar capacidad de financiación.

Fuente: Elaboración Propia con documentación Máster (Ferran Rovira)

3.4. Principales resistencias de la mediación

Vistas las principales motivaciones a la venta, cabe detallar que, aunque un corredor de inicio pueda estar en opción de venta, en los procesos también afloran varias resistencias y desafíos típicos que pueden hacer que la operación no acabe teniendo lugar. Aquí algunos ejemplos de los más comunes:

Diferencias en valoración

Los vendedores y compradores pueden tener percepciones diferentes sobre el valor del negocio, lo que puede generar desacuerdos y/o prolongar las negociaciones.

Y es que no todo el mundo tiene claro cuánto vale su correduría. Y el valor en la actualidad depende de varios factores.

- En primer lugar, de cuantos compradores hay dispuestos a comprarla.
- En segundo lugar, de cuántos tienen liquidez o capacidad para pagarla.
- En tercer lugar, de la calidad del negocio que se vende.
- De cuánto dinero genera para el propietario actual y el futuro comprador.

Aquí también entran en juego las condiciones económicas y del mercado que pueden afectar la disposición de los compradores a pagar un precio justo o a asumir riesgos.

Pérdida de identidad y cultura empresarial

Los propietarios pueden estar preocupados por la pérdida de identidad y la cultura de la empresa que han construido, así como por cómo se integrará la correduría en la estructura del comprador. Cambiar el “*statu quo*”, pasar a que alguien les mande, no es algo que todo el mundo esté dispuesto a digerir. Hay un valor sentimental relevante que obliga a llevar este tipo de situaciones con la sensibilidad que se precisa.

Fidelidad de los clientes

Algunas empresas, una vez consiguen el cliente, se olvidan de él y hasta que no salta una alarma de riesgo de abandono, no actúan, pero es cierto que muchas otras, conscientes de la importancia de no perderlo, se han dado cuenta de que no hay que esperar a que esté en riesgo de abandonar la empresa para hacer algo, sino que es fundamental mantener una relación continua.

Pues bien, en los procesos de compraventa, existe temor de que los clientes no permanezcan leales tras la venta, especialmente si hay cambios significativos en el servicio o la gestión.

Incertidumbre para los empleados

Los empleados pueden sentirse inseguros sobre sus roles futuros, lo que puede afectar la moral y la productividad. Esto presenta tanto retos como oportunidades en cuanto a la identificación y retención del talento.

Aspectos regulatorios y legales

Las corredurías deben cumplir con múltiples regulaciones y los procesos de aprobación pueden ser complejos y lentos, generando incertidumbre sobre la viabilidad de la venta.

Los vendedores a menudo enfrentan preocupaciones sobre los acuerdos de no competencia y los términos de permanencia, que pueden limitar sus futuras oportunidades laborales y de negocio.

Confidencialidad y riesgos competitivos

La divulgación de información confidencial durante las negociaciones puede ser rigurosa, especialmente si la venta no se concreta y la información se queda en manos de un competidor.

Algunos accionistas y directivos tienen preferencias al elaborar la lista de potenciales candidatos dejando fuera a competidores que ya entrando en el proceso podrían acceder a mucha información clave, que sin obligación de

comprar la compañía y aún manteniendo una estricta confidencialidad bajo el contrato de confidencialidad, podrían utilizar la información para mejorar sus resultados o tomar alguna decisión estratégica relevante.

No querer vender a un corredor en concreto. Aspectos personales y/o de rivalidad histórica.

Más allá de lo que pudiéramos imaginar, este negocio es de personas como muchos otros. Por lo que los egos, las relaciones históricas de competitividad entre el vendedor y comprador pueden influir tanto como un facilitador como un “stopper”. Y en especial, si han existido rivalidades entre las figuras relevantes de ambas empresas.

No querer vender a un fondo.

No todos los corredores quieren vender, y no todos se sienten atraídos por la fórmula fondos de capital riesgo. Hay algunos corredores de relevancia que prefieren alianzas entre corredores independientes. Hay muchas corredurías, que a la hora de pensar en que manos dejan a sus equipos de empleados y cartera de clientes, prefieren una relación estable y duradera con otra correduría tradicional y familiar, que hable su mismo lenguaje.

Por otro lado, hay a veces que los vendedores intentan dejar fuera a los fondos de “private equity” por tener fama de “explotar” las organizaciones mediante el despido masivo de trabajadores. Sin embargo, desde hace unos años la percepción de los fondos está mejorando sustancialmente ya que han desarrollado las nuevas tácticas ya mencionadas como el “buy and build” donde las nuevas adquisiciones se incorporan a las empresas ya participadas por estos fondos para la materialización de las sinergias.

En definitiva, abordar estas resistencias con una planificación cuidadosa, comunicación clara y la ayuda de asesores profesionales puede ayudar a mitigar los desafíos y facilitar una venta exitosa.

3.5. Pros y contras desde la visión sectorial

Repasadas las principales inquietudes de los actores principales del movimiento de concentración, es el momento de enfocarnos en las principales cuestiones de los espectadores.

Y aquí, y como hemos manifestado en el inicio de la presentación del problema, la concentración ha generado todo tipo de opiniones y sin duda, ha abierto muchos debates.

Visión cortoplacista y/o especulativa

Para muchos actores del sector, una de las principales preocupaciones ante esta tendencia en auge es la visión cortoplacista de estos nuevos actores. Al final se considera que no son movimientos entre corredurías del sector tradicional, son inversionistas. Y muchos se preguntan, que pasará después.

Todos sabemos que cuando un fondo invierte, lo suele hacer en un ejercicio de comprar para luego vender. Con las valoraciones que actualmente se están manejando, donde se están viendo cantidades muy llamativas, que para muchos son difícilmente amortizables, muchos se preguntan cómo hemos visto en la presentación inicial del problema ¿A quién van a vender luego? ¿Y a qué precio?

Otras de las cuestiones que está en debate en esta visión de cortoplacismo, es cuánto puede afectar este aspecto a los niveles de servicio. Algunos críticos aseguran que los fondos que entran alrededor de cinco años vista no les da tiempo a invertir ni a cambiar en exceso, por tanto ni a crear valor a la correduría. En cierto modo, el cortoplacismo se contrapone a este sector que está basado en las relaciones personales a largo plazo.

Retorno “a toda costa”

Otra de las preocupaciones es que los fondos que entran en una correduría van buscando una cifra de retorno, y todos somos conscientes de que la van a conseguir, y por lo tanto, harán lo que sea necesario.

En fondos muy agresivos y con poco recorrido, la planificación es muy difícil ya que hay que elaborar planes a muy corto plazo de tiempo y con una alta rentabilidad, lo que incidirá en tensiones y conflictos.

La parte positiva es que estas operaciones están llevadas por profesionales del sector y, en la medida de lo posible, ellos intentarán mantener esas plantillas y mimar a sus clientes, pero efectivamente, en una situación de mercado que haga que sea más difícil sacar esa rentabilidad los fondos serán duros como lo han sido siempre en cualquier sector.

Por tanto, para minimizar la generación de estas tensiones que puedan acabar afectando al negocio, existe una clara necesidad inicial de afianzar bien las bases de esa sociedad.

Barrera de entrada para otras corredurías

En el avance de los procesos de concentración la introducción de los fondos de inversión ha tenido un efecto positivo provocando su aceleración, lo cual ha incidido directamente en la evolución del mercado, pero por otra parte hay quienes afirman que podrían estar distorsionando la realidad.

Aunque este punto es relativo ya que depende del perfil real del comprador y vendedor, así como del nivel de asesoramiento y estructura que tengan. Si que se puede confirmar que los fondos entraron en el mercado realizando compras por valores muy por encima de la media habitual lo que indicó que quizás no

tomaron en consideración aspectos fundamentales en un proceso de compra de este tipo y que pudieron moverse en exceso motivados por el afán de introducirse en el mercado.

Esto puede estar afectando principalmente en dos vertientes observables en la actualidad:

- Por un lado, en aquellos corredores interesados en vender que comienzan a poner precio a su cartera teniendo en consideración estas inversiones elevadas y no en el valor real de su negocio, lo cual provoca una barrera de entrada a aquellas corredurías que sin tener el margen de un fondo detrás, apuestan por la integración y las adquisiciones. Hemos visto como en poco tiempo el precio de compra se ha multiplicado exponencialmente desde que entraron los fondos de inversión.
- Por otro lado, se están dotando de recursos y cantidades relevantes de capital a las corredurías adquiridas lo que provoca que ahora no compiten en igualdad de condiciones. De manera que si no tienes una estructura fuerte, eficiente y consolidada, será más difícil mantener tu posición en el mercado.

Nuevas oportunidades

A pesar de lo comentado anteriormente en términos de preocupación. Hay un gran porcentaje que considera que la concentración de corredores es necesaria en un mercado fuertemente atomizado. La integración debe realizarse para aprovechar sinergias y economías de escala, sin perder nunca el foco en el cliente final. Pude considerarse incluso como la llave a lograr una mayor profesionalización dentro del sector.

La especialización puede ofrecer servicios de alto valor a clientes particulares o empresas que requieren un enfoque mucho más personalizado. Además, la especialización y las economías de escala pueden aumentar los márgenes de beneficio y permitir la asignación de recursos a áreas como la formación de equipos, mejorando así el servicio al cliente final y la experiencia en la distribución y la atención en los siniestros.

Para garantizar este punto, será crucial que estas concentraciones no solo se enfoquen en aumentar la cuota de mercado y el volumen de negocio, sino que también inviertan en beneficio del consumidor para mantener la competitividad en un mercado cada vez más exigente.

Relaciones estables

Hay quienes también lo consideran como un camino de estabilidad y para ello, hay que diferenciar entre lo que son inversiones más mercantiles, puramente financieras, y lo que son inversiones profesionales, pues ni todos los modelos son iguales, ni todos los acuerdos son del mismo tipo. Lo importante en todos

ellos, es sentar muy bien las bases desde el inicio, para que no haya esas tensiones y que no se produzca una fuga de negocio.

En cierto modo podemos afirmar, que la clave está en elegir ese socio que camine contigo en el proyecto. Para comprar basta con poner el dinero y es más fácil, pero si luego quieres sacar realmente jugo a todo esto hay que integrar, empezar a construir. No porque alguien compre 20 corredurías, tiene una correduría grande, lo que tiene son 20 corredurías. Y cuando integra todas ellas con una única organización, tecnología, dirección, etc. es cuando ya tiene un grupo grande.

Sin duda, la integración es el mayor reto de este movimiento. Y en él dedicaremos el próximo capítulo.

4. Fusiones y Adquisiciones (M&A)

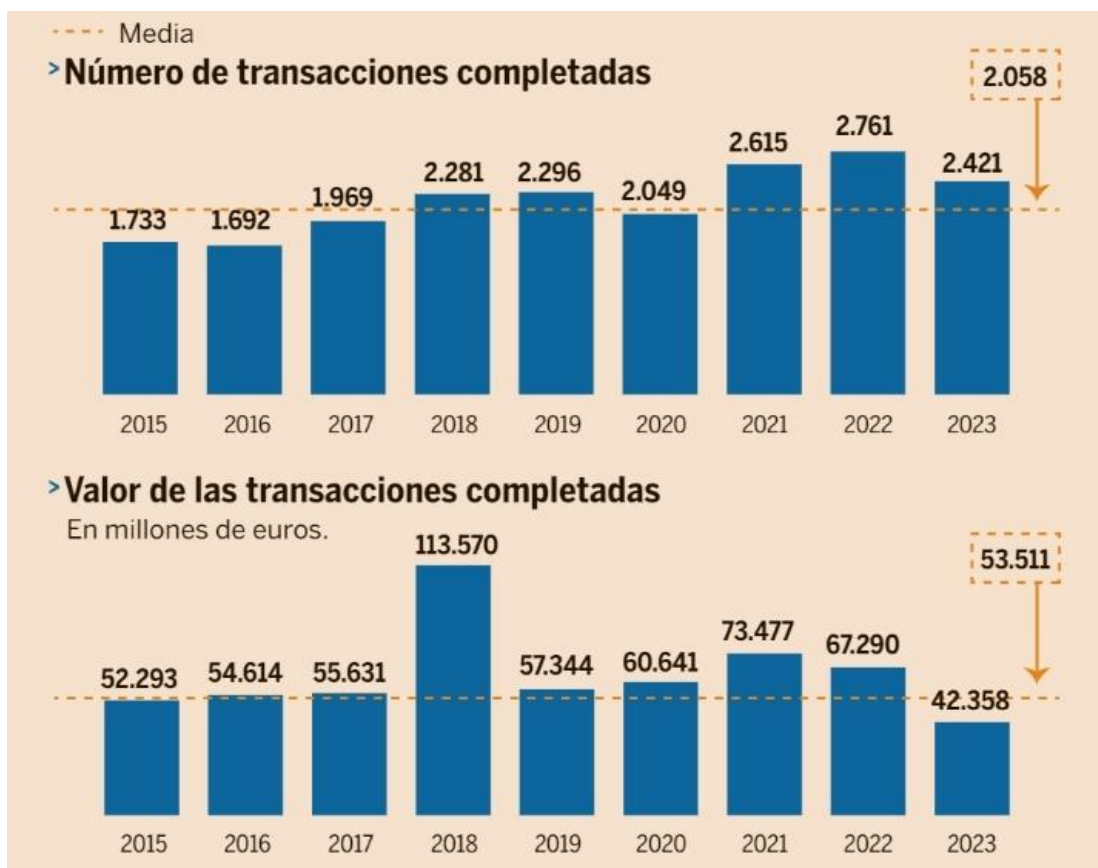
4.1. Actualidad y perspectivas

Tras un año difícil para la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A por sus siglas en inglés) hay optimismo en este 2024 debido al elevado número de transacciones anunciadas pendientes de ejecución.

El mercado global español de fusiones y adquisiciones ha vuelto a reactivarse, a pesar del escenario de elevada incertidumbre marcado por las tensiones geopolíticas y factores macroeconómicos como la inflación y las subidas de los tipos de interés. Aunque estos condicionantes han dificultado el acceso a financiación y han provocado una cierta ralentización en la actividad de M&A de los fondos, el balance del sector es positivo.

En particular, las perspectivas para 2024 son alentadoras, con un gran volumen de inversión pendiente de ejecución. Las transacciones anunciadas pendientes de materializarse en España ascienden a 53.000 millones de euros -un 25% más de la inversión total en 2023-, según el nuevo informe 'Situación y perspectivas del M&A en España 2024'

Gráfico 4. El mercado español de M&A en 2023



Fuente: Expansion, TTR y Deloitte

El estudio destaca que las principales tendencias que incidirán sobre el mercado de fusiones y adquisiciones español en los próximos meses serán las llamadas estrategias ofensivas de M&A, la prevalencia de la tecnología y la innovación, el auge de sectores emergentes y transformadores como el tecnológico y el energético, el dinamismo del *“private equity”* y el creciente peso de los criterios ESG a la hora de evaluar una transacción.

En cuanto al análisis de la actividad en 2023, el informe de Deloitte pone de relieve que el número de transacciones en España se situó un 16% por encima de la media entre 2015 y 2023. La cifra total de operaciones se elevó hasta las 2.421, con una inversión total de 42.358 millones de euros. No obstante, el valor de las operaciones se ha visto penalizado por el aplazamiento de grandes transacciones que aún no se han materializado. Mientras que en 2022 las diez mayores operaciones superaban los 1.000 millones de euros, en 2023 apenas siete ya alcanzaron esta cifra.

Los sectores que han atraído más inversión en el último año son, tanto por número de operaciones como según el importe total, el inmobiliario, el ámbito de la tecnología y las telecomunicaciones y el sanitario.

Por último, el estudio destaca el rol del *“private equity”* en el dinamismo del mercado transaccional español en 2023. Este segmento alcanzó su segundo mejor registro histórico con 308 inversiones completadas, sólo por detrás de las 318 que firmó en 2022 y muy por encima de la media de 203 operaciones anuales entre 2015 y 2023.

En definitiva, tras un ejercicio 2023 en el que el mercado global de fusiones y adquisiciones se vio condicionado por las dificultades en el acceso a la financiación y el ajuste de las valoraciones, el 2024 se está consolidando como un año apasionante en el que el objetivo será recuperar los niveles de años anteriores y aflorar las buenas oportunidades de inversión que hay en España.

4.2. Consideraciones relevantes

Como hemos podido constatar, el M&A se ha consolidado como una herramienta imprescindible para la consecución de las estrategias de transformación empresarial. La venta de una empresa, división o parte de los activos es un acontecimiento relevante para los accionistas, el equipo directivo, los trabajadores, clientes y otros interesados, por tanto, es imprescindible conocer los factores de éxito y recomendaciones de uso para paliar las dificultades que este tipo de procesos conllevan en cualquier sector, y que a continuación adaptaremos al sector asegurador.

Claves

- La selección cuidadosa del candidato es un aspecto crucial para evitar sorpresas posteriores.
- Que exista una complementariedad garantizará la obtención de sinergias y ventajas competitivas, manteniendo fortalezas.
- Que la operación sea amistosa para que la integración puede hacerse de un modo más rápido.
- Que exista capacidad de adaptación para contribuir a una integración menos traumática para todos los impactados.

Riesgos

- Culturas corporativas diferentes, sistemas de información dispares, regímenes laborales y batallas entre directivos.
- Excesivo tiempo en la operación, con riesgo de abandono del negocio básico y que aprovechará la competencia.
- Riesgo de sobrediversificación que implica complejidad de gestión.
- Especial atención requiere la estructura territorial, porque hasta ahora han podido ser competidores en algunas zonas.

Recomendaciones

- Asegurar la rapidez adecuada del proceso. La integración consume recursos que debilitan los destinados a las operaciones ordinarias y lo comercial, de lo que se aprovechan los competidores.
- Definir las bases y los criterios a seguir de inicio. Así como su nuevo organigrama y estructura territorial. Con la integración de los equipos directivos, redes comerciales y profesionales, eliminación de las duplicidades, integración física (o no) de los centros de trabajo y formación del personal de la adquirida.
- Fusión jurídica rápida de las sociedades (si esta es la estructura final que se ha decidido). Atención sobre los consejeros.
- Unificar y/o homogeneizar procesos informáticos y productos.
- Asegurar que el negocio sigue, que se está produciendo y dando servicio y dar soluciones al día a día.
- Informar al mercado, a los mediadores y a los empleados, construyendo un relato desde el primer momento.
- Invertir en comunicación interna para que los equipos se sientan parte del proyecto y se eviten salidas del talento incorporado en los procesos. El negocio de la mediación se basa en capacidades técnicas y profesionales de los equipos. Es por ello, que la comunicación a los equipos internos es parte esencial en los procesos de integración.

4.3. Proceso de Adquisición de corredurías

Las operaciones de Fusión y Adquisición (M&A) precisan de un asesoramiento integral por su complejidad, alto grado de especialización y, en muchos casos, carácter internacional.

A continuación, se realiza una descripción sencilla de las diferentes fases que tienen lugar una vez se ponen en marcha este tipo de operaciones.

Imagen 2. Fases de un proceso de adquisición M&A



Fuente. Elaboración Propia

1. Identificación de los potenciales targets (corredurías objetivo)

En esta fase inicial se lleva a cabo un análisis del mercado y de las empresas que se ajusten al perfil buscado. Realizada la selección se lleva a cabo los primeros contactos con las empresas objetivos. Una vez que hay interés por las partes se procede a realizar un análisis preliminar de los distintos targets con objeto de identificar aquellos que pueden ajustarse a la estrategia de crecimiento de la entidad.

En el proceso de concentración del sector no todos los jugadores valen, de hecho, los fondos tienen muy claro qué quieren comprar. Es por ello, que en estos primeros años hemos podido comprobar que no están concentrando precisamente lo más pequeño del sector.

Sobre los cinco mil corredores actuales, podríamos confirmar que su universo objetivo no sería superior a 300. Y esto se debe a que en la búsqueda de selección de candidatos los fondos priorizan los siguientes aspectos:

I) El tamaño/volumen. Como requisito mínimo no entrar en operaciones de < 500.000€ de comisiones / 200.000€ de EBITDA.

II) El mix de cartera. Donde preferiblemente deben tener como composición ideal 70% corporate y 30% personal lines. Destacando el foco actual en líneas como vida y salud.

III) Concentración en motor: No estar por encima de un 30% de su cartera en autos. Salvo que estratégicamente interese esa correduría por ejemplo por otros aspectos como pueden ser la captación del talento directivo y/o territorio.

IV) Estructura accionarial: Hay fondos que no entran si no compran el 100% o si tienen muchos minoritarios. Como hemos visto en el apartado de ejemplificación de las operaciones relevantes, hay diversidad en las fórmulas de entrada y accionariado escogido. Este punto dependerá mucho de la tipología/modelo de negocio del fondo, su estrategia de entrada y estructura.

V) El Portfolio asegurador: El análisis de quiénes son las aseguradoras de la cartera de la correduría, es también un elemento clave en la evaluación de los candidatos. Qué correlación existe entre las compañías del comprador “*versus*” las del vendedor, sin duda es un factor relevante por considerar de cara a la futura integración y gestión diaria.

2. Valoración y revisión preliminar / Primero acercamientos / NDA

Una vez identificada la empresa objetivo, entraríamos en la siguiente fase del proceso donde se llevará a cabo la valoración del negocio. Este ejercicio de valoración es esencial de cara a la posterior negociación.

En esta fase, se realiza un análisis en profundidad de la información financiera proporcionada por la empresa objeto de fusión o adquisición empresarial, de forma que se puedan identificar riesgos potenciales o posibles incongruencias. Este análisis detallado permite contar con una base de valoración consistente.

Los factores que se consideran incluyen los activos de la empresa, los ingresos y beneficios, la posición en el sector, la competencia, el potencial de crecimiento y los riesgos asociados.

El acuerdo de confidencialidad o “*NDA*” (Non-Disclosure Agreement) busca vincular a las partes a la hora de intercambiar y utilizar información, evitando que esta se haga pública por alguna de las partes o incluso que se hable de la propia operación de compraventa.

3. Acuerdo de Compraventa (*LOI Letter of inted*)

Una vez realizado el ejercicio de valoración, pasamos a preparar y negociar la carta de intenciones.

A estos efectos, es importante tener en cuenta las particularidades en las que se enmarca la operación, si la empresa objetivo ofrece un valor adicional estratégico para nuestra compañía, o si tenemos constancia de que cuenta con ofertas de terceras partes. También son relevantes las conclusiones que se extraen de la

fase de valoración, al igual que conocer las expectativas del vendedor del negocio.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, entre otras, se negociará la carta de intenciones que será el marco de entendimiento común para la firma del posterior contrato. La carta de intenciones no tiene por qué ser vinculante.

Es clave redactar una LOI lo más ajustada posible al escenario real de la operación y fijando los límites adecuados para contribuir al éxito de la operación. Este es un documento legal que detalla los términos y condiciones de la venta, incluyendo el precio, la forma de pago, las garantías y las obligaciones. Es crucial que este acuerdo sea revisado por un abogado para asegurarse de que proteja los intereses de ambas partes.

4. Dilegencia debida (*Due Diligence*)

Una vez que se ha acordado un precio, el comprador realizará una “*Due Diligence*” o diligencia debida. Es un proceso exhaustivo que tiene como fin verificar que la información recibida es correcta y por tanto que la oferta propuesta en la LOI es adecuada. De este proceso pueden resultar aplicables ajustes a la LOI.

Se cubren todos los campos que afectan al negocio, desde los aspectos financieros, comerciales, legales, laborales y fiscales, verificando por ejemplo contratos con clientes, si existe algún litigio por resolver, o aspectos sobre la propiedad intelectual.

Se trata, por tanto, de un proceso clave que ha de acometerse con rigurosidad. Este proceso permitirá verificar que la información es consistente con la que ha servido de base para la valoración y el acuerdo preliminar. Además, permitirá al comprador tener una visión integral del negocio a adquirir y detectar posibles riesgos, sinergias y oportunidades.

El tiempo de esta fase dependerá también de la calidad del dato manejado en las etapas anteriores, no obstante, si tuviéramos que dar una referencia, sería de aproximadamente 6 meses.

Comunicaciones al órgano supervisor (DGS)

Es muy importante recordar que si se pretende realizar una transmisión de participaciones sociales (sólo en el ámbito de personas jurídicas), hay que comunicar previamente al órgano supervisor (Nacional o Autonómico) que se pretende llevar a cabo dicha operación y que no existe oposición por su parte.

Según diversas fuentes el órgano no valora “*si es positivo ni negativo*” pero señala que se dan “buenos resultados cuando va acompañado de profesionalización”. La función del órgano supervisor en los procesos de fusión, es analizar “*qué relación ha tenido el nuevo titular con otros supervisores, si*

viene de fuera". Y conocer las motivaciones que le han llevado a la compra y cuál es su objetivo en 3 o 4 años desde la adquisición.

La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones está examinando las relaciones de los nuevos titulares de acciones con otros supervisores y sus estrategias de adquisición. Este enfoque es esencial para garantizar la estabilidad y la transparencia en el sector. No suele oponerse ya que actualmente ya ha habido varias operaciones relevantes y conoce a los actores más recurrentes. Si bien es cierto, quiere controlar que no exista una burbuja de precios que acabe afectando al consumidor.

5. Transferencia de Propiedad

Finalmente, una vez que se ha firmado el acuerdo de compraventa y no tenemos oposición por parte del órgano supervisor, se realiza la transferencia de propiedad. Esto puede implicar la transferencia de las participaciones sociales, o en bloque de la unidad productiva (fondo de comercio). Fórmulas SPA y APA que analizaremos en el siguiente punto 4.3.1.

La negociación y firma del contrato de compraventa tiene lugar en la fase final del proceso. Este contrato regulará los términos de la transacción (tipo de operación, precio, forma de pago, obligaciones, garantías y manifestaciones, entre otros).

Es habitual en este tipo de operaciones que existan los llamados "*earn-out payments*" que consisten en pagos a realizar una vez completada la adquisición y que normalmente están condicionados al cumplimiento de hitos establecidos por las partes respecto a la evolución del negocio en el futuro. Por ejemplo algunos fondos realizan 60% en la firma, 20% en acciones y el 20% restante en *earn-outs*.

También es posible que se exija un depósito en garantía para poder hacer frente a las potenciales contingencias. El importe de las garantías y el periodo de vigencia de estas se fijan en el contrato de compraventa.

Como veremos más adelante, son muchos los aspectos que ha de cubrir este contrato, dependiendo del tipo de operación y el sector en el que tiene lugar, pueden resultar altamente complejos. Es por ello por lo que, es esencial contar con un equipo experto en asesoramiento legal que haya estado involucrado durante todo el proceso y conozca bien la transacción.

6. Implementación y "*post-deal*"

Una vez realizada la adquisición, comienza la integración de la empresa adquirida, que ha de realizarse adecuadamente para poder corroborar el éxito de la operación. En este punto, es importante haber realizado una planificación de la misma, con unos objetivos a cumplir en el corto y medio plazo y, sin duda

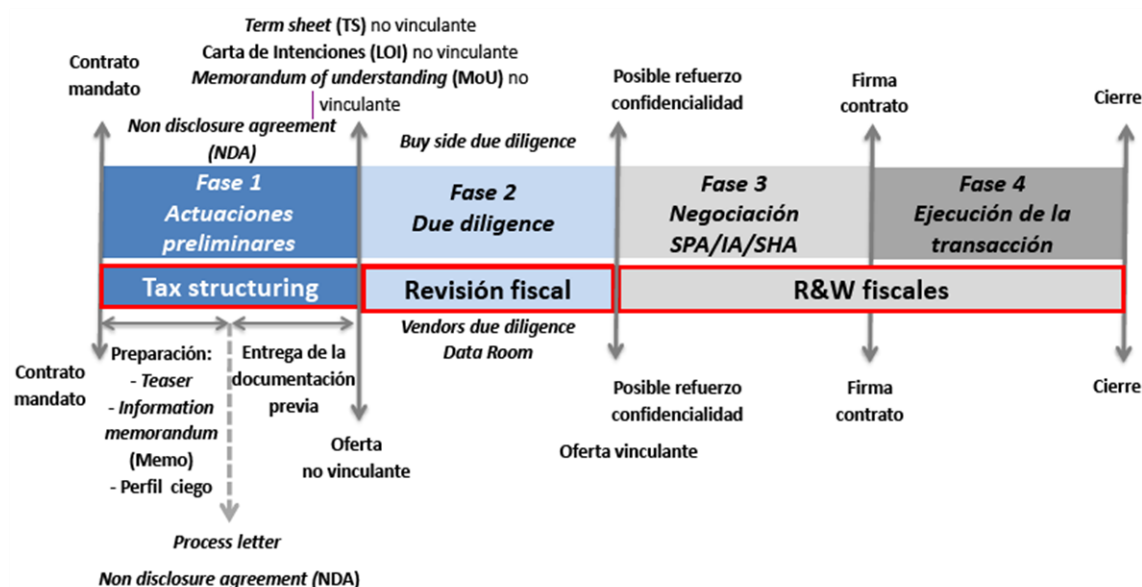
tener muy en cuenta el factor humano de todas las organizaciones, que jugara un papel clave.

De la misma forma llevar a cabo un seguimiento de la integración a efectos legales y financieros es fundamental para monitorizar el cumplimiento de los términos acordados.

4.3.1 Principales aspectos legales y fiscales

Los aspectos legales varían en función de las diferentes modalidades del acuerdo. Para ello, refresquemos con mayor detalle legal el proceso y repasemos las fórmulas más habituales de este tipo de procesos.

Imagen 3. Proceso Bilateral detallado



Fuente: Material M&A del Máster en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras (Adolfo Rovira)

Contrato de compraventa de activos (APA o Asset Purchase Agreement)

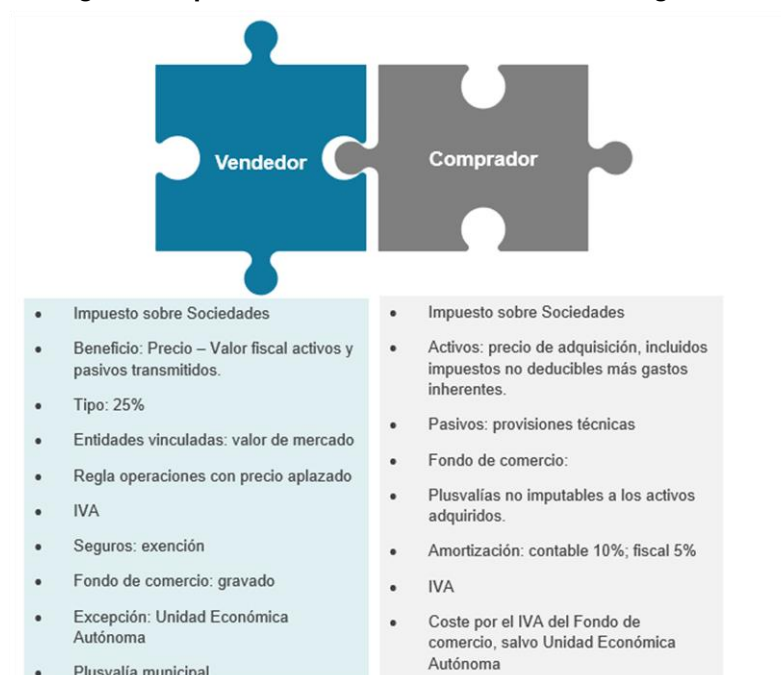
El objeto de la compraventa son sólo los activos y los pasivos que el comprador y vendedor hayan acordado expresamente, conforme a la normativa reguladora de seguros privados (arts 99 y ss ROSSEAR), por tanto, se excluyen los pasivos ocultos que pueda haber en la sociedad transmitente, aunque se exceptúan los que puedan derivarse de las obligaciones laborales, fiscales y medioambientales.

Su uso es menos habitual, ya que se trata de transmisión singular de activos, por lo que hay que tener especial cuidado con la definición del perímetro de la transacción. De igual forma, implica mayores riesgos en cuanto a su ejecución, por la necesidad del consentimiento de terceros ("waivers") y requiere la realización de las inscripciones y notificaciones que correspondan en relación

con los activos y pasivos transmitidos (Registro de la Propiedad, Oficina Española de Patentes y Marcas, alta del centro de trabajo, etc.).

En cuanto al clausulado, el objeto es la transmisión de activos (inmuebles, instalaciones, mobiliario, contratos, licencias, empleados...) y suelen preverse disposiciones expresas sobre consentimiento de terceros y sobre condiciones para la efectiva transmisión de cada uno de los elementos incluidos dentro del perímetro de la transacción, por este motivo, es común que en un acuerdo APA, el comprador excluya algunos elementos del activo de los que no quiere hacerse cargo.

Imagen 4. Impacto fiscal APA / Asset Purchase Agreement



Fuente: Elaboración propia con Material Máster M&A (Adolfo Rovira)

Contrato de compraventa de participaciones o acciones (SPA/Share Purchase Agreement)

Un SPA o Share Purchase Agreement es un contrato de compra de acciones o participaciones.

Este contrato establece los términos y condiciones relacionados con la compraventa de la totalidad de un negocio operativo entre vendedor y comprador. Esto significa que no se producirá, al contrario que con el APA, un cambio de titularidad de los activos de la sociedad cuyas participaciones o acciones van a transmitirse. Con un acuerdo SPA se produce una ruptura entre socio/accionista y el negocio que se vende, que pasa a todos los efectos a manos del comprador.

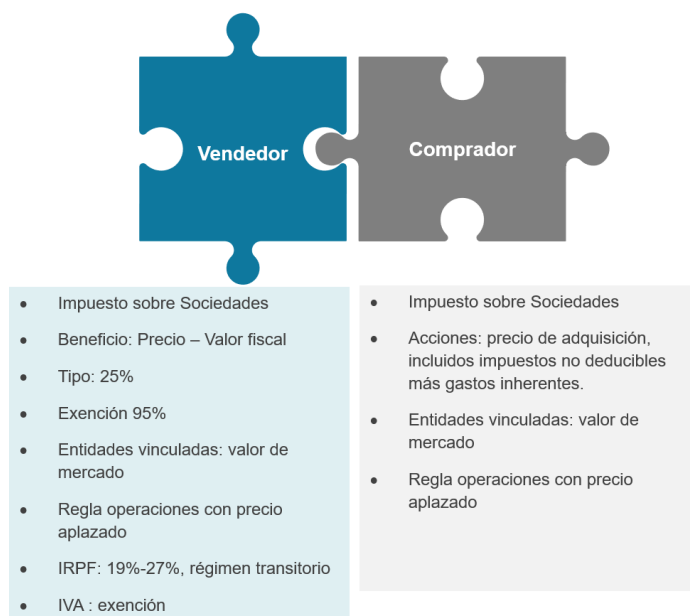
Este contrato es el usado de forma mayoritaria, siendo su objeto la adquisición de las participaciones o acciones de la sociedad, y con ellas el negocio, activos y pasivos que lo componen. Por tanto, se adquieren directamente todas las responsabilidades y obligaciones generadas durante su vida social, incluso las que el comprador no conozca.

Es la forma que se usa con mayor frecuencia, ya que permite una transmisión en bloque y, por sus características, su ejecución implica una mayor facilidad comparado con el APA. Por medio de este contrato se puede adquirir cualquier tipo de porcentaje, desde posiciones minoritarias o mayoritarias, hasta la totalidad de las participaciones o acciones, dependiendo de lo que se esté buscando en cada caso en concreto.

De no adquirirse el 100%, se suele firmar un pacto de socios (SHA o Shareholders' Agreement), para regular las relaciones entre los socios.

Las cláusulas más habituales en este tipo de contratos son las relativas al objeto, el precio y forma de pago, las declaraciones y garantías de las partes, el régimen de responsabilidades, las garantías sobre las declaraciones y garantías, el procedimiento de reclamación, así como obligaciones post-contractuales, como pueden ser obligaciones de no competencia o no captación. De igual forma, contienen cláusulas tradicionales de confidencialidad, notificación, cesión, jurisdicción y ley aplicable.

Imagen 5. Impacto fiscal SPA / Share Purchase Agreement



Fuente: Elaboración propia con Material Máster M&A (Adolfo Rovira)

4.3.2 Principales modalidades de pago

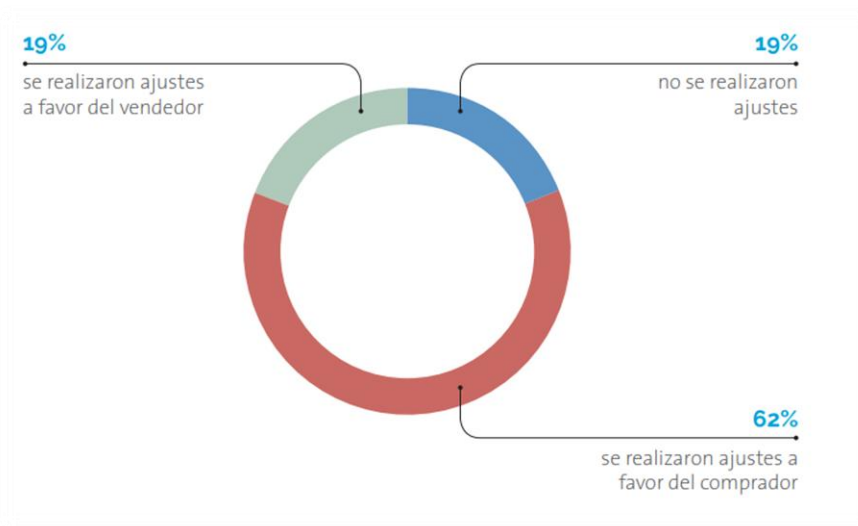
El Pago

El precio se paga principalmente en el momento del cierre. Únicamente en una de cada cuatro operaciones el pago se difiere a un momento posterior. En los supuestos en los que se establece un aplazamiento de pago, prácticamente siempre se otorgan garantías por parte del comprador. Las garantías más utilizadas son el depósito en garantía (“escrow”) y la garantía de la sociedad matriz, seguidos por el aval bancario.

Más del 50% de las operaciones prevén algún mecanismo de ajuste del precio. Contrasta este dato con el del mercado americano, donde en el 85% de las operaciones el precio puede ser sometido a ajuste. Los mecanismos de ajuste de precio exigen que las partes hayan consensuado unos estados financieros de referencia que servirán de base para el cálculo de dicho ajuste. La fecha de dichos estados financieros suele coincidir con la fecha de cierre de la operación o una fecha anterior muy próxima, recayendo la responsabilidad de su preparación normalmente en el comprador, sobre la base de unos principios previamente acordados.

Solo en una de cada cinco operaciones en la que se pactó un mecanismo de ajuste de precio éste no llegó a aplicarse. Cuando se aplicó, se confirma que los compradores fueron los principales beneficiarios.

Gráfico 5. Uso mecanismos de ajuste de precio

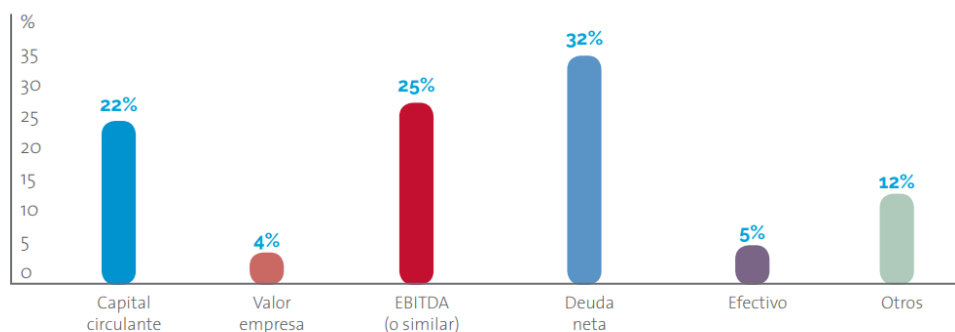


Fuente: Informe IE Business School

Valoración

A diferencia de lo que sucede en los países de nuestro entorno, donde en más del 40% de las operaciones se emplea el capital circulante como magnitud de referencia y de Estados Unidos, donde el ajuste basado en el capital circulante es utilizado prácticamente en todas las operaciones, en el mercado español la magnitud de referencia para calcular el ajuste de precio es la deuda neta, seguida del EBITDA.

Gráfico 6. Magnitudes de referencia



Fuente: Informe IE Business School

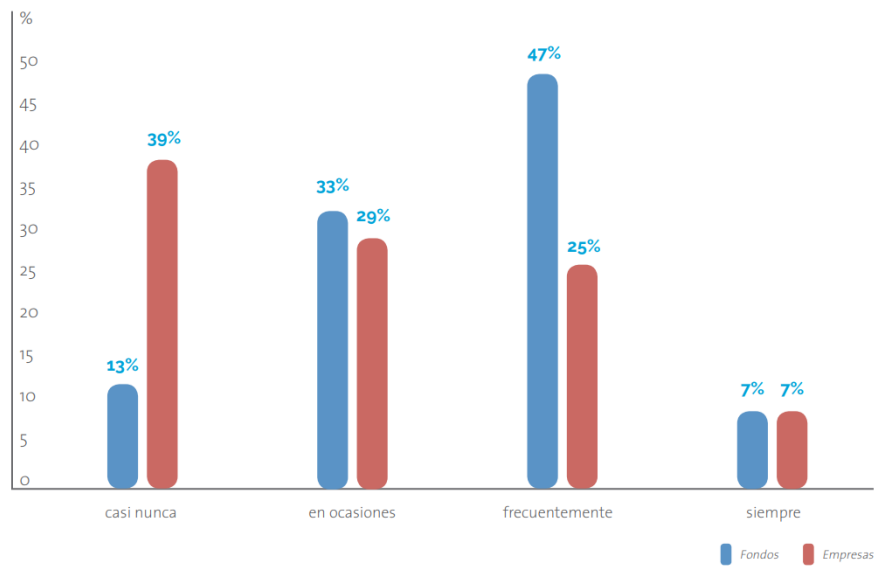
Locked-Box

El “*locked-box*” es un método de cálculo del precio en virtud del cual el mismo se determina en el momento de la firma del contrato, tomando como referencia los estados financieros de la empresa a una determinada fecha, anterior a la firma (*locked-box date*).

Este método hace innecesaria la preparación de unos estados financieros a la fecha de cierre, el riesgo del negocio lo asume el comprador desde la fecha del *locked-box*. Desde entonces y hasta el momento del cierre, el vendedor se compromete a no realizar determinadas actuaciones (“*leakages*”) que supongan la detracción de tesorería de la empresa en su favor. De llevarse a cabo las conductas prohibidas, el precio se verá reducido. Es recomendable la utilización del método *locked-box* como alternativa al ajuste del precio únicamente cuando el comprador haya realizado una exhaustiva “*due diligence*” financiera de la sociedad a adquirir.

El *locked-box* goza en España de una relativa popularidad, en efecto, según informes de IE Business School, sólo uno de cada tres encuestados afirma utilizarlo siempre o frecuentemente. No obstante, conviene destacar las marcadas diferencias en cuanto a su grado de utilización entre empresas y fondos *private equity*. En dos de cada tres operaciones llevadas a cabo por empresas no se utiliza el mecanismo del *locked-box*. Por el contrario, los fondos lo emplean en dos de cada tres de sus operaciones. La razón que subyace a esta distinta forma de proceder quizás se encuentre en que los fondos prefieren dirigir su inversión a compañías con flujos de caja estables y predecibles en el tiempo, idóneas para el empleo del método *locked-box*.

Gráfico 7. Uso Locked-box



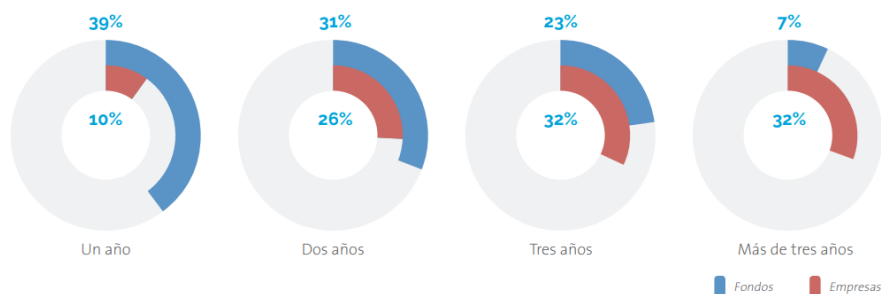
Fuente: Informe IE Business School

“Earn-Out”

Cuando el vendedor permanece en la gestión de la sociedad adquirida (y en otros casos) puede depender una parte del precio a la evolución futura del negocio (earn-out). Así, comprador y vendedor compartirán los beneficios y riesgos tras la compra. Para el vendedor, el earn-out puede conllevar un aumento del precio que premie su exitosa gestión. Por su parte, el comprador también se beneficia del buen hacer del vendedor-gestor vía incremento del valor de la sociedad adquirida. El uso del earn-out en España está muy extendido (60% de las operaciones), siendo lo más habitual que su plazo de cálculo se fije entre dos y tres años.

Analizando los datos anteriores separadamente para empresas y fondos de private equity, se constatan acusadas diferencias entre ambos grupos en cuanto a la duración del periodo de cálculo del earn-out.

Gráfico 8. Cálculo duración del earn-out

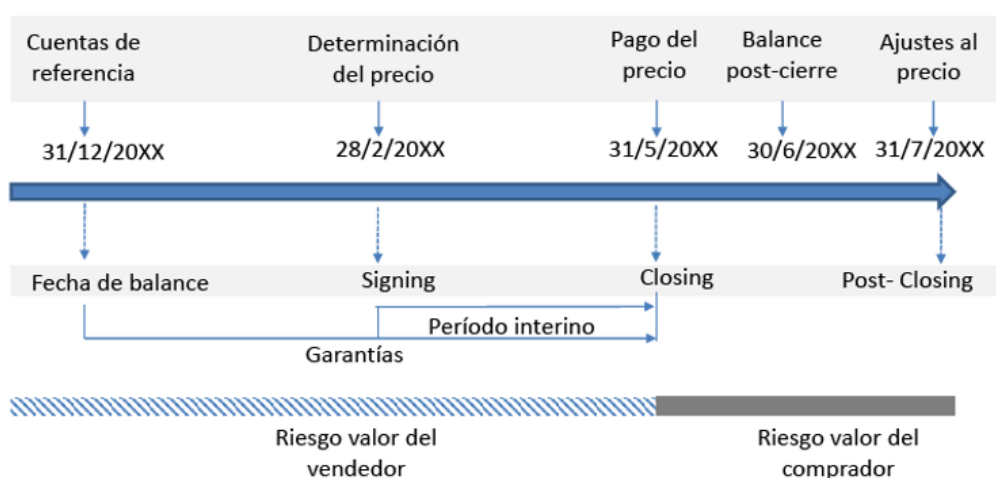


Fuente: Informe IE Business School

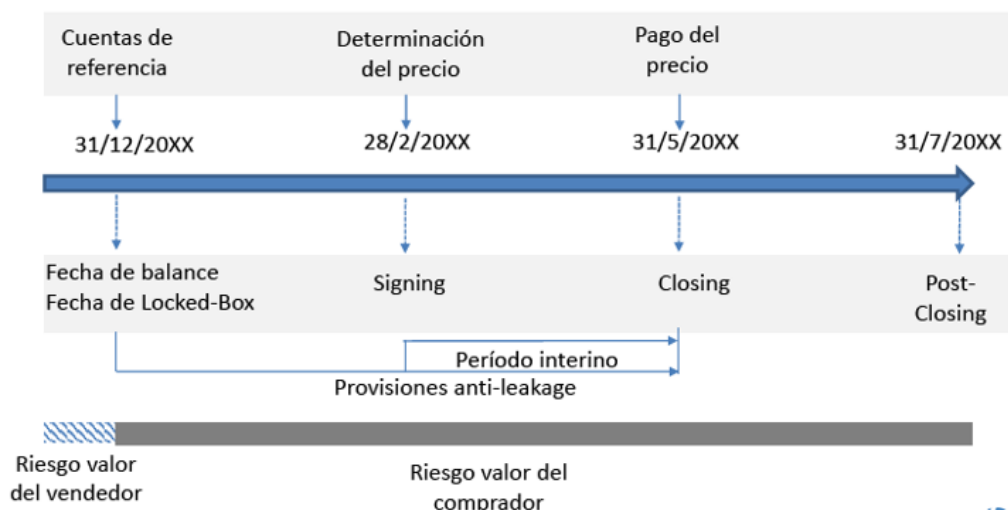
Así, mientras los fondos en el 70% de sus operaciones fijan el periodo de cálculo en como máximo dos años, más del 60% de los earn-outs empleados por las empresas tienen una duración de al menos tres años. La preferencia de las empresas por el medio plazo se confirma por el hecho de que en nueve de cada diez de sus operaciones el período de cálculo sea superior a un año. La razón principal tras esta diferencia radica en el mayor énfasis de los fondos en maximizar los resultados inmediatamente después de la adquisición, frente a una perspectiva más a largo plazo de las empresas.

Imagen 6. Cuentas de cierre (*Closing accounts*) vs Locked Box

Cuentas de cierre (closing accounts)



Locked-box



Fuente: Material M&A del Máster en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras (Adolfo Rovira)

4.3.3 La responsabilidad del vendedor

Otro aspecto capital de los contratos de M&A es el régimen de responsabilidad del vendedor frente al comprador que permitirá a este último reclamarle los daños que se deriven de sus incumplimientos, en especial de la inexactitud de las manifestaciones y garantías (*representations and warranties* - R&W) con relación a los activos, pasivos y, en general, el negocio de la sociedad adquirida.

La finalidad de las R&W es dar certeza al comprador, en el momento de la firma del contrato, sobre el complejo objeto adquirido (la empresa). En el 85% de los casos las R&W son reiteradas en la fecha de cierre. El fundamento de una cuidadosa regulación del régimen de responsabilidad del vendedor es recoger en el propio contrato un conjunto de principios y reglas que rijan la misma, evitando que la normativa legal lo modifique.

Pues bien, en atención a lo anterior, sorprende que en casi la mitad de las operaciones no se excluya la aplicación del régimen legal de responsabilidad. Ello podría deberse a que efectivamente se excluyan los mecanismos de resarcimientos previstos en la ley en cuanto al saneamiento por vicios ocultos (regulado minuciosamente por las R&W), pero se permita acudir al Código Civil para el caso de que el vendedor no fuera titular de las acciones/participaciones transmitidas.

Asimismo, también sorprende que no sea una práctica rutinaria la exoneración de responsabilidad de los administradores salientes.

El daño que debe indemnizar el vendedor al comprador por unas R&W falsas o inexactas incluye ocasionalmente el daño indirecto o el lucro cesante. Por tanto, en la mayoría de las ocasiones, el daño indemnizable se circunscribe al daño efectivamente sufrido.

Periodo habitual, franquicias y limitaciones

Para los daños de origen fiscal (incluyendo las contribuciones a la Seguridad Social) el periodo de reclamación coincide con el de prescripción legal, apartándose de este estándar únicamente una de cada cinco operaciones.

Para daños distintos de los anteriores, ningún plazo de reclamación goza de respaldo generalizado. No obstante, la duración más frecuente es 18 meses, si bien en cuatro de cada diez operaciones se acordaron plazos superiores.

Es habitual que las partes fijen una serie de umbrales o franquicias “*baskets*” de forma que, hasta que el importe de los daños no supere dichos umbrales, el vendedor no esté obligado a indemnizar. En más del 80% de las operaciones, el importe de la franquicia se sitúa por debajo del 1% del precio, siendo el estándar que el mismo no supere el 0,5% del mismo.

La limitación de la responsabilidad máxima del vendedor es frecuente. Ello se basa en el entendimiento generalizado de que no sería razonable que los vendedores asuman una responsabilidad que exceda del precio recibido por la venta del target. Por tanto, la negociación se centra no tanto en el principio sino en la cuantía del límite de responsabilidad.

4.4. Particularidades en operaciones de Private Equity

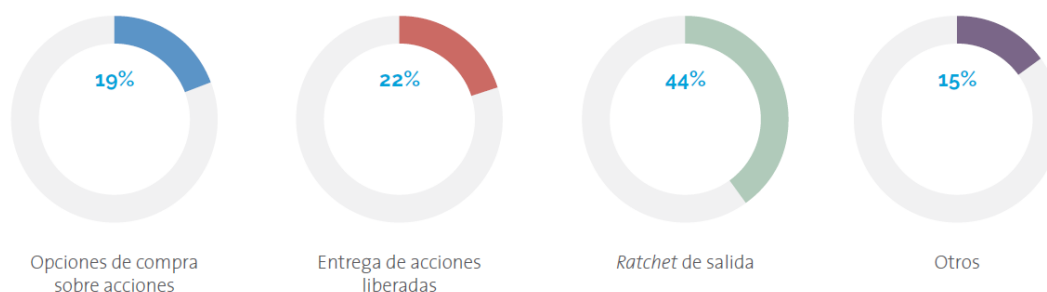
Para los fondos de private equity el éxito de su inversión es indisoluble del buen hacer del equipo gestor, para quien normalmente prevén incentivos. Por otra parte, su vocación de permanencia temporal en el capital de la sociedad adquirida exige que su desinversión se lleve a cabo sin contratiempos. Por este motivo, sus contratos de M&A contemplan expresamente ambas circunstancias.

Incentivos al equipo gestor

Los “*ratchet*” son el sistema clásico utilizado por los fondos para incentivar al equipo gestor. En términos generales, su efecto es incrementar la participación en el capital de los gestores de la sociedad adquirida si se alcanzan determinados objetivos (de rentabilidad, precio, etc.). En el caso de los llamados “*ratchet de salida*”, de alcanzarse los objetivos, en el momento de la salida de los gestores del capital de la sociedad, el precio pagado por sus acciones/participaciones será proporcionalmente superior al que les hubiera correspondido por su porcentaje real de participación en el capital de la sociedad.

En menor medida, los fondos de private equity también incentivan a los gestores de sus sociedades participadas con la entrega de acciones/participaciones liberadas y el otorgamiento de opciones de compra sobre acciones/participaciones.

Gráfico 9. Fórmulas habituales de incentivación



Fuente: Informe IE Business School

Las cláusulas de arrastre (*drag along*) mediante las cuales el fondo puede exigir a los socios minoritarios acompañarle en su desinversión, son universalmente empleadas. Asimismo, es muy común que los socios gestores otorguen opciones de compra en favor del fondo sobre sus acciones/participaciones.

Es práctica habitual que los mecanismos de protección de salida se garanticen por los socios gestores mediante prendas sobre sus acciones/participaciones y, en menor medida, por el derecho de exclusión de la sociedad en caso de incumplimiento.

5. Situación de las Aseguradoras y Corredurías

5.1. Los retos de las Aseguradoras

Gestión de la confianza en un mundo con mayor incertidumbre

La situación de incertidumbre del sector asegurador está claramente determinada por una serie de factores concatenados que han tenido consecuencias a nivel global.

El mundo en general está en un momento de mucha incertidumbre por distintos factores económicos, sanitarios y geopolíticos que deben ser gestionados.

Podemos afirmar que la industria ha cumplido sus compromisos con los clientes, ha sabido afrontar interrupciones sin precedentes de su actividad y ha demostrado su importancia en una época de profunda crisis. Se han superado y se está en proceso de superar, situaciones de las que no había precedentes y que han generado en los últimos años, momentos difíciles para la gestión de las empresas y sociedad.

Llevamos más de dos años sufriendo una guerra que no podía predecirse en Europa Continental y que está generando problemas colaterales en los suministros energéticos y como consecuencia, una inflación de precios que escala a todos los sectores económicos y estresa todos los modelos de negocio.

La subida generalizada de los precios ha afectado también a los seguros, de manera que ha producido endurecimiento del mercado y una contracción del consumo de productos de seguro.

El aumento del precio del gas y del resto de las fuentes de energías se ha hecho notar en la economía, afectando también al precio de los productos básicos y de primera necesidad y por tanto, al seguro por los costes siniestral y de servicio.

Cumplimiento normativo

La industria del seguro enfrenta en la actualidad una proliferación de normas sin precedentes. La cuestión del cumplimiento normativo obliga a los partícipes del mercado asegurador a dedicar ingentes recursos humanos, económicos y técnicos para cumplir con todas las obligaciones que dimanen de este universo jurídico.

Sucede además que cuando el mercado no ha terminado todavía de asimilar ciertas normas, a nivel europeo ya se esté pensando en su modificación. En concreto pueden mencionarse, la modificación de la Directiva de Solvencia II, la de Distribución de Seguros IDD, la Directiva de Autos, la regulación de los Fondos de Empleo, la de protección al consumidor, la de movilidad personal y todo el marco normativo relativo a la sostenibilidad, el Reglamento de Resiliencia Operativa Digital (DORA) y otra esperada batería de normas en cuanto a la digitalización.

Un mundo cada vez más digital y orientado a la Inteligencia Artificial

La tecnología va a jugar un papel crucial en el sector que veremos en los próximos ejercicios. Un claro ejemplo es la IA generativa, que ya cuenta con casos de uso probados, especialmente en las áreas de call centers. En base a experiencias concretas de este 2024, se están encontrando cambios en más del 60% de las operaciones, lo que supone grandes mejoras en términos de productividad.

Esto también es un cambio de paradigma, ya que dejamos de medir la productividad en indicadores propiamente humanos y de calidad de trabajo, esfuerzo o habilidades, para pasar a identificar tareas innecesarias, repetitivas o automatizables, lo que redundará en un aumento drástico de la satisfacción de los empleados, algo crítico en un momento de rotación descontrolada y lucha por el talento. La IA nos permite hablar de productividad humanista.

Adicionalmente, y vinculadas por necesidad, la aplicación de la tecnología para el correcto uso de los datos. Si la Inteligencia Artificial se posiciona del lado de la excelencia operativa, el uso de los datos apunta directamente a la experiencia del cliente. La rápida evolución requiere priorizar la experiencia del cliente. Las aseguradoras deben aprovechar las tecnologías emergentes como la IA y la automatización, integrando API para agilizar los procesos y ofrecer experiencias personalizadas. Adoptar la innovación y los enfoques basados en datos es vital para satisfacer las necesidades cambiantes de los clientes y mantenerse a la vanguardia.

Aunque llevamos algunos años trabajando en iniciativas específicas de datos, el mercado asegurador español tiene aún bastante margen de mejora.

Rápida evolución de las necesidades y preferencias de los clientes

La sociedad está en continuo cambio, y con ello también los tipos de clientes. Para poder entenderlos es necesario estudiarlos y analizar su comportamiento con cada producto de seguro.

Las empresas del sector deben adaptarse a las exigencias del consumidor, en la actualidad, el cliente demanda un producto o servicio personalizado, pero sencillo e inmediato al uso a la vez, y pagando únicamente lo necesario. Con el auge de la tecnología en este sector, se ha dado paso a modelos de negocio basados en la economía colaborativa, con el objetivo de facilitar el acceso de clientes a bienes y servicios sin necesidad de ser propietaria la propiedad de estos.

Otro ejemplo puede ser los productos adaptados a las situaciones y necesidades del cliente como pueden ser los micro seguros, los cuales han permitido extender determinados productos a segmentos que de otro modo sería más difícil de acceder.

El nuevo modelo de consumo que choca directamente con el tradicional se ve agravado tanto por la transformación digital a la que se enfrenta el sector del seguro como por las nuevas generaciones de clientes como los Millenials (nacidos entre el 1981 y 1993) cuyo colectivo representará entre 2020 y 2025 más de la mitad de la población activa, siendo estos la masa de consumidores

más extensa de la sociedad. Si con una nueva generación social no es suficiente, la Generación Z (nacidos entre el 1994 a 2010) comienza a entrar en el mundo laboral, un colectivo con características propias, que ha adoptado la tecnología desde sus primeros pasos, haciéndose dependientes de esta.

Toda esta evolución en la sociedad genera una necesidad real de cambio y transformación a la industria aseguradora.

Riesgo climático y sostenibilidad

El cambio climático está ejerciendo un impacto notable en el ámbito asegurador. Las compañías de seguros están intensificando su participación en la gestión de los riesgos relacionados con fenómenos climáticos extremos, elaborando productos diseñados específicamente para atenuar dichos riesgos.

Además, la sostenibilidad se ha convertido en un eje central, con el desarrollo de iniciativas que fomentan prácticas de negocio responsables.

La sostenibilidad será clave para el seguro y no solo por el impacto que puede tener el cambio climático en los resultados de las compañías sino porque los criterios ESG (*Environmental Social & Governance*) tendrán impacto en la cadena de valor, incluyendo reparadores y compañías de asistencia obligándoles a una fuerte transformación.

Ciberseguridad

El sector asegurador está expuesto a diversas vulnerabilidades, algunas de las cuales están relacionadas con la evolución tecnológica y las crecientes ciberamenazas. La industria de seguros es un objetivo atractivo para los ciberdelincuentes debido a las enormes cantidades de datos confidenciales que maneja. Las compañías de seguros se enfrentan constantemente al riesgo de filtraciones de datos, ataques de “*phishing* y *ransomware*”. Las amenazas cibernéticas representan un riesgo significativo que requiere una cobertura adecuada. Cerrar la brecha entre las posibles pérdidas financieras y las pólizas de seguro requiere la colaboración entre aseguradoras, empresas, formuladores de políticas y expertos en ciberseguridad.

Adaptación a las tendencias

Ahora es el momento de analizar hacia dónde se dirige el sector y qué cambios a largo plazo son necesarios para hacer frente a los desafíos anteriormente descritos. En especial, a las consecuencias macroeconómicas de la pandemia, a las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno; y a los retos relacionados con el talento, la regulación y la tecnología.

Algunos actores del mercado están replanteando sus estrategias a largo plazo, ya que asuntos como la confianza y el propósito están jugando un papel más importante que nunca en el sector.

Es un momento extraordinario y repleto de desafíos para una industria tradicionalmente reacia al riesgo y lenta ante el cambio. Ahora, las aseguradoras deben aprovechar el momento para replantearse el futuro y reimaginar su lugar en el mundo.

Entender bien las palancas que empujarán el crecimiento del sector asegurador en los próximos cinco años es el primer paso para poder fijar una agenda ambiciosa.



Desarrollando ecosistemas digitales, construyendo una inteligencia de cliente única, creando productos y servicios para satisfacer las demandas de un mundo digital, disrumiendo los canales de distribución, rediseñando la cadena de valor como un conjunto de servicios digitales y teniendo una mentalidad digital.

Re-imaginando el valor del cliente, eligiendo su lugar y alineando capacidades, construyendo una red de socios y aliados de confianza, diseñando para la colaboración digital y alineando el modelo operativo para crear de valor en un entorno multimodal.

Elevando la comprensión de los aspectos ESG en la organización, convirtiendo la responsabilidad social en el centro del propósito, integrando los factores ESG en la estrategia empresarial, haciendo que las acciones y los resultados en materia de ESG sean transparentes.

Redefiniendo el futuro del trabajo, aprovechando el poder de la cultura, preparando a tu equipo para el nuevo mundo, sacando partido de la economía colaborativa y reescribiendo el manual de recursos humanos.

Construyendo una organización orientada a los resultados, creando unas capacidades de gestión del cambio potentes, estableciendo una forma de gestionar la transformación en la empresa y apostando por un modelo de entrega ágil.

A medida que las expectativas de los consumidores evolucionan y el sector se transforma, las compañías aseguradoras tendrán que elegir su propio camino para contribuir a una nueva visión de la industria. Sea cual sea su trayectoria, aquellas compañías que anclen su estrategia en torno a su propósito social, transformen su modelo de negocio para satisfacer las nuevas necesidades de los clientes y desarrollen una organización ágil y tecnológica crearán ventajas competitivas que les diferenciarán en el mercado.

Con la atención puesta en el propósito, la confianza y la transformación, la evolución del sector en los próximos años será clave para todos los actores que conforman el ecosistema de la industria aseguradora. Y las compañías que tienen un modelo de negocio de distribución apalancado en la mediación tradicional y principalmente en corredores, deberán considerar su importancia ya que la hegemonía del canal corredor en la distribución de seguros es una realidad ineludible. Por tanto, deberán dentro de ese ecosistema analizar cómo son sus relaciones actuales con los mismos, como están evolucionando en términos de concentración y si querrán y cómo, acompañar ese camino de transformación y evolución profesional.

5.2. Los retos de las Corredurías

En cuanto a las corredurías y por clara correlación, la mayoría de los mencionados anteriormente son aplicables. En especial los que hacen referencia a los retos regulatorios, de inversión en IT y talento.

Cada vez más, el sector de las corredurías de seguros está experimentando un marcado cambio hacia la consolidación, con la compra y venta de empresas creando jugadores más grandes y poderosos. Este cambio tiene importantes implicaciones para aquellos que buscan competir y sobrevivir en este escenario evolutivo.

El auge de las fusiones y adquisiciones en las corredurías de seguros está conduciendo a una reducción de la atomización del mercado, un fenómeno que presenta tanto desafíos como oportunidades para las empresas que operan en este sector. Los corredores de seguros de tamaño medio y pequeño, en particular, se ven cada vez más presionados para competir en un mercado donde las economías de escala comienzan a desempeñar un papel decisivo.

Uno de los mayores desafíos es mantener una ventaja competitiva. En un mercado menos atomizado, las grandes corredurías de seguros pueden capitalizar su tamaño y recursos para ganar una mayor cuota de mercado, a menudo a expensas de las empresas más pequeñas.

En este entorno, las corredurías más pequeñas pueden encontrarse luchando para mantenerse al día, especialmente si carecen de los recursos necesarios para invertir en áreas clave como la digitalización, el análisis de datos y la innovación de productos.

Otra preocupación importante es la capacidad de las corredurías más pequeñas para mantener su identidad única y la relación personalizada con sus clientes en un mercado dominado por empresas más grandes. La consolidación del mercado puede llevar a una cierta homogeneización de los servicios, lo que puede dificultar que las empresas más pequeñas destaquen.

Por tanto, en términos de concentración del sector asegurador y en un entorno dinámico y competitivo, las corredurías enfrentan el desafío de decidir el futuro de sus negocios. Su reto actual es decidir entre; la continuidad, la sucesión, y la integración o la venta.

- La sucesión es una de las opciones más naturales para las corredurías que desean mantener el control de negocio de la familia o la empresa ya que con ella aseguran la continuidad del negocio. Este proceso implica la transferencia de la gestión de la propiedad a la próxima generación o empleados clave.
Sin embargo, en la actualidad esta alternativa se enfrenta a varios retos. Y es que, las pequeñas corredurías que no se integran pueden enfrentar dificultades significativas debido al aumento de la competencia. Además,

las aseguradoras buscan trabajar con corredurías que tengan una cartera de clientes amplia, lo que limita las opciones de aseguradoras disponibles para las corredurías más pequeñas. Asimismo, estas empresas a menudo encuentran dificultades para adaptarse a las nuevas tecnologías y a los cambios del sector.

- La integración, implica la fusión o adquisición de otra correduría para crear una entidad más grande y competitiva ya que con ella se unen fuerzas para crecer. Este proceso puede ser mutuamente beneficioso, permitiendo a las corredurías combinar recursos y ampliar su alcance de mercado. Esta es la mejor opción para aquellos que estén cansados de dedicar el tiempo a gestiones no productivas (administración, siniestros, etc) que no permiten hacer crecer el negocio, si cada vez les cuesta más mejorar las primas de la competencia o si les están planteando coberturas de seguros para las que no tienen capacidad de respuesta.
- La venta, es otra opción viable, especialmente para aquellos corredores que buscan retirarse o cambiar de rumbo profesional. La venta puede proporcionar un retorno financiero significativo y liberar a los propietarios de la responsabilidad operativa, ya que se trata de capturar el valor del negocio. Y como hemos visto en el apartado de resistencias y oportunidades para la mediación. Actualmente se están aplicando nuevas fórmulas de capitalización del negocio, combinando la venta y fusión donde el propietario se asegura la continuidad de la sucesión familiar.

En la situación actual, con la creciente competencia y las cambiantes regulaciones del sector, es más crucial que nunca que las corredurías tomen decisiones estratégicas informadas. Al explorar estas tres alternativas, las corredurías pueden encontrar la ruta que mejor se alinee con sus objetivos y asegurar un futuro próspero y sostenible.

Como recomendación, la decisión entre sucesión, integración o venta no debe tomarse a la ligera. Cada opción tiene implicaciones significativas para el futuro del negocio y para las partes involucradas. Es esencial realizar un análisis profundo, considerar el contexto del mercado y consultar con asesores especializados para tomar la decisión más adecuada.

5.3. Los Corredores y la relación con las Aseguradoras

Con las fusiones o adquisiciones siempre se genera algo de incertidumbre por el futuro, así que cuidar las relaciones personales compañía-correduría es de vital importancia para que exista una unión duradera entre ambos. Es por ello, que antes de entrar al último punto y determinar el impacto de la concentración de los corredores en las aseguradoras, es relevante entender como son las relaciones actuales entre los mismos.

En la actualidad un porcentaje elevado de la mediación considera que ha habido momentos mejores en la relación con las aseguradoras, en especial porque las decisiones en las compañías están basadas cada vez más en datos actuariales, quizás guiadas por la rentabilidad presente, y esto hace que el margen de apuesta por el negocio a desarrollar sea menor. Ello hace que quizá las relaciones humanas sean ahora algo más frías o tensas que hace relativamente poco tiempo. En especial, debido a la necesidad de ganar en rentabilidad y al mismo tiempo continuar con el crecimiento.

Aún con todo y las tensiones más recientes, el balance general de las relaciones entre mediación y las aseguradoras es positivo y de cierta estabilidad. Basadas cada vez más en el conocimiento mutuo y la confianza adquirida en el transcurso del tiempo. Asentándose cada vez más sobre el binomio de crecimiento rentable, sobre el cual se están sustentando todas las iniciativas que se puedan plantear.

Adicionalmente también ha influido la digitalización en términos de atención prestada. Donde cada vez más se exigen menores tiempos de respuesta o que la digitalización no suponga un aumento de la carga administrativa del mediador sin perder el beneficio de la inmediatez por delegación.

En definitiva, es muy importante que la relación entre compañías y corredurías sea clara, de confianza mutua y rentable y donde una interlocución más directa cobra especial valor.

Ahora más que nunca el binomio mediador-aseguradora debe estar marcado por la estabilidad, la credibilidad, la confianza y el respeto a las normas.

Las compañías apuestan por proyectos sólidos y economías de escala, pero siempre con un ojo puesto en la rentabilidad, porque ahora sí que disponen de todas las herramientas informáticas de medición y control que, hasta hace años no tenían. Es un verdadero reto conjunto, pero en especial, para los mediadores y el entorno comercial, ya que ahora ya no vale únicamente el crecimiento asociado a las ventas, ahora es de vital importancia asegurar por ambas partes el crecimiento rentable.

6.El Impacto de la concentración en las aseguradoras

Esta oleada de integraciones en la mediación implicará cambios de calado en el sector. Siempre se pone de relieve y como hemos podido constatar a lo largo de esta tesis, que el mercado estará conformado por corredurías de mayor tamaño, más eficientes y solventes, que redundará en ventajas para los clientes.

Pero esta concentración del sector, ¿afectará de alguna manera a las asociaciones de corredores y corredurías? ¿Podría acarrear una disminución en el número de socios? ¿Cómo afectará a las compañías de seguros y a sus realizaciones actuales y futuras? ¿Qué esperan los corredores integradores de las compañías en el contexto actual?

Puesto que además de cómo ven corredores y corredurías su propio sector y cómo se pueden estar comportando entre ellos, la relación con las aseguradoras es una cuestión de vital importancia.

La concentración del sector asegurador, donde las empresas más grandes absorben a las más pequeñas o se fusionan entre sí, presenta varios desafíos y oportunidades como hemos visto a las partes directamente implicadas, pero también a las aseguradoras con las que interactúan y en especial, donde predomine su mayor posicionamiento y concentración de negocio.

Las aseguradoras, como buenas compañeras de viaje, deberán acompañar este proceso con estrategias bien definidas para adaptarse y aprovechar las ventajas que estos movimientos pueden ofrecer.

Las corredurías esperan que sean unos actores relevantes, unos socios de confianza que acompañen este proceso y que ayuden en la intensificación de las exigencias por parte del cliente y su aporte de valor.

6.1. Principales retos

La concentración a nivel conceptual y dentro de nuestro sector, implica que un número menor de corredores maneje una mayor parte del negocio de seguros. Esto presenta varios riesgos significativos para las aseguradoras:

- Dependencia aumentada con menor diversificación de negocio: Las aseguradoras pueden volverse excesivamente dependientes de un número reducido de grandes corredores para la distribución de sus productos, lo que puede aumentar el riesgo de dependencia y reducir la diversificación de canales de distribución. Con menos corredores manejando una mayor parte del mercado, las aseguradoras pueden perder oportunidades de diversificación en sus canales de distribución, limitando su alcance a diferentes segmentos del mercado. También hay que considerar los impactos que esta dependencia tiene en la distribución territorial a nivel de modelo organizativo de distribución existente y/o recursos.

- Poder de negociación y reducción de márgenes: Las grandes corredurías respaldadas por los fondos, pueden tener un mayor poder de negociación, lo que podría resultar en condiciones menos favorables para las aseguradoras en términos de comisiones y contratos. Esto puede impactar en los casos de concesión, en reducción de los márgenes de beneficio de las aseguradoras.
- Riesgo de contraparte: La concentración de la intermediación de seguros puede llevar a una mayor exposición a este riesgo. Si un corredor grande enfrenta problemas financieros o de otro tipo, las aseguradoras que dependen de ese corredor pueden experimentar una interrupción significativa en sus operaciones.
- Riesgo de conflictos de interés: Los grandes corredores pueden tener relaciones con múltiples aseguradoras, lo que podría generar conflictos de interés y afectar la imparcialidad en la colocación de los riesgos y la selección de las aseguradoras para sus clientes.
- Pérdida de Influencia: Las aseguradoras pequeñas y medianas pueden encontrar más difícil competir con los grandes corredores, que pueden tener preferencia por trabajar con aseguradoras más grandes y establecidas, marginalizando a los jugadores más pequeños del mercado.
- Enfoque en beneficios a corto plazo y menor enfoque en el servicio del cliente: Los fondos de inversión pueden enfocarse en maximizar los beneficios a corto plazo, lo que podría llevar a decisiones que no siempre se alineen con los intereses a largo plazo de las aseguradoras. Además, la concentración y orientación hacia la eficiencia pueden llevar a una menor personalización y atención al cliente, lo que podría afectar negativamente a la percepción del servicio tanto de las corredurías como de las aseguradoras.
- Riesgos Regulatorios: Un aumento en la concentración puede atraer la atención de los reguladores, preocupados por la competencia y el riesgo sistémico. Esto puede llevar a una mayor regulación y supervisión, lo que podría aumentar los costos operativos y de cumplimiento para las aseguradoras.

6.2. Principales beneficios

Pero la concentración de las corredurías en el sector asegurador también puede ofrecer varios beneficios a las aseguradoras. Aquí hay algunos de los beneficios clave:

- Mayor profesionalización y eficiencia operativa: Trabajar con un número reducido de grandes corredores puede simplificar las operaciones y reducir los costos administrativos. Las aseguradoras pueden optimizar sus procesos de negociación, suscribir y gestionar las relaciones con menos intermediarios. Esto también cobra especial relevancia en cuanto a las estructuras comerciales, pues las unidades comerciales, aunque atenderán a mediadores con estructuras mayores y/o de mayor peso, en términos generales atenderán a un menor número de mediadores. La entrada de los fondos de inversión suele venir acompañada de una mayor profesionalización y adopción de prácticas empresariales más eficientes, lo que también puede facilitar la colaboración entre corredores y aseguradoras. Eliminación de los llamados “ladrones de tiempo”.
- Economías de escala y mejor capacidad de distribución: Los grandes corredores tienen acceso a una base amplia de clientes y pueden generar un volumen significativo de negocios. Esto permite a las aseguradoras beneficiarse de economías de escala, reduciendo costos por póliza y mejorando la rentabilidad. Adicionalmente, los grandes corredores suelen tener una presencia global y acceso a una diversa gama de mercados y clientes. Colaborar con ellos puede abrir nuevas oportunidades de negocio y expandir la presencia geográfica de las aseguradoras.
- Innovación, tecnología y desarrollo: Los grandes corredores suelen invertir significativamente en tecnología y análisis de datos mejorando los sistemas de gestión de clientes, procesos de suscripción y servicios postventa. Los fondos fomentan este tipo de inversiones y las aseguradoras pueden beneficiarse de estas innovaciones, mejorando su capacidad para suscribir riesgos, diseñar productos personalizados y ofrecer mejores servicios a los clientes.
- Capacidad y estabilidad financiera: Los fondos de inversión aportan capital adicional que puede ser utilizado para la expansión de negocios, diversificación de productos y mejora la capacidad financiera. A su vez, el respaldo de los fondos suele comportar una mayor estabilidad financiera lo que puede reducir el riesgo para las aseguradoras al trabajar con intermediarios más solventes y bien gestionados.
- Mejora de la gestión de riesgos: Los corredores grandes generalmente tienen una mejor capacidad para analizar y gestionar riesgos complejos. Las aseguradoras pueden beneficiarse de su experiencia y herramientas

avanzadas de gestión de riesgos, lo que puede mejorar la calidad de sus carteras de seguros.

- Fortalecimiento de las relaciones y mayor colaboración estratégica y financiera: Trabajar con un número limitado de grandes corredores permite a las aseguradoras construir relaciones más sólidas y estratégicas. Esto puede llevar a una colaboración más efectiva en el desarrollo y lanzamiento de nuevos productos, servicios y estrategias de mercado.
La concentración puede llevar a una mayor profesionalización y estandarización en las prácticas de correduría. Las aseguradoras pueden negociar condiciones más claras y predecibles, lo que facilita la planificación y la gestión financiera.
- Simplificación del cumplimiento normativo: Con menos intermediarios, las aseguradoras pueden encontrar más sencillo cumplir con las normativas y requisitos regulatorios, ya que hay menos entidades a las que auditar y coordinar.
- Competencia basada en calidad: La concentración puede elevar el nivel de competencia basada en la calidad de servicio y no solo en el precio. Los grandes corredores suelen enfocarse en la calidad del servicio y la satisfacción del cliente, lo que puede llevar a mejores prácticas de mercado. Las corredurías más grandes pueden competir mejor en el mercado global, atrayendo talento y ofreciendo mejores servicios a los clientes.
- Acceso a experiencia especializada: Los grandes corredores suelen tener equipos especializados con experiencia en diferentes sectores y tipos de riesgos. Esto puede ayudar a las aseguradoras a desarrollar productos más especializados y adaptados a las necesidades específicas del mercado.

En resumen, aunque la concentración de las corredurías presenta ciertos riesgos, también ofrece múltiples beneficios que pueden ayudar a las aseguradoras a mejorar su eficiencia, expandir su alcance, y fortalecer su capacidad competitiva en el mercado.

6.3. Oportunidades y recomendaciones

Para superar estos retos y aprovechar los beneficios, las aseguradoras pueden diversificar sus canales de distribución, desarrollar relaciones directas con los clientes, invertir en tecnología y canales digitales y fortalecer sus capacidades internas de ventas y marketing.

Además, mantener un enfoque vigilante en la gestión de relaciones con corredores y en la evaluación de riesgos puede ayudar a las aseguradoras a navegar en un mercado concentrado de corredurías.

Desarrollo de alianzas estratégicas para los integradores

- Definir una propuesta de valor específica para esta tipología de corredores “integradores”: La mediación cada vez más delimita en qué compañías puede confiar y en cuáles no, simplemente porque sus objetivos no están alineados. Es por ello, que es de vital importancia acompañar a los corredores integradores en este viaje. Por ello, es importante establecer alianzas estratégicas con las corredurías más grandes para asegurar un canal de distribución sólido y confiable (visión global, interlocución única, procesos adaptados...)
- Programas de colaboración: Crear programas de colaboración que incentiven a las corredurías a promover productos específicos de la aseguradora, ofreciendo beneficios adicionales como comisiones competitivas o acceso a recursos exclusivos. Los integradores podrán vender esta propuesta de valor global de las entidades aseguradoras a sus corredurías integrantes como unos beneficios exclusivos por pertenecer al colectivo.

Innovación, tecnología y gestión relacional clientes

- Inversión en tecnología: Las aseguradoras deben invertir en tecnología para avanzada para mejorar la eficiencia operativa y la capacidad de integración con las plataformas tecnológicas de las grandes corredurías.
- Big Data y análisis: Utilizar big data y análisis predictivo para identificar tendencias del mercado, necesidades de los clientes y oportunidades de ventas cruzadas, mejorando la capacidad de las corredurías para ofrecer productos personalizados.
- Implementación CRM avanzado: Implementar un sistema avanzado de gestión de relaciones con los clientes que permita una mejora colaboración con las corredurías y un seguimiento detallado de las interacciones con los clientes.

- Segmentación de clientes: Utilizar la segmentación avanzada de clientes para proporcionar información valiosa a las corredurías, permitiéndoles ofrecer productos más adecuados y personalizados,

Diversificación de Productos y Servicios

- Mejora del servicio al cliente: En un mercado más concentrado, la competencia por la lealtad del cliente se intensifica. Las aseguradoras deben centrarse en proporcionar un excelente servicio al cliente, utilizando análisis de datos para comprender mejor las necesidades y preferencias de sus clientes.
- Ampliación de la oferta y productos personalizados: Ofrecer una amplia gama de productos que se adapten a las necesidades específicas de diferentes segmentos del mercado puede ayudar a mantener y atraer a los clientes que atienden las corredurías. Esto incluye seguros personalizados, modulares y productos innovadores como los microseguros.

Fortalecimiento de la Marca y la propuesta de valor

- Estrategias de crecimiento: Adoptar estrategias de crecimiento orgánico e inorgánico, incluyendo fusiones y adquisiciones, para fortalecer su posición en el mercado. Es crucial evaluar cuidadosamente las oportunidades y asegurarse de que cualquier integración se maneje de manera efectiva.
- Marketing y comunicación: Fortalecer la marca de la aseguradora a través de campañas de marketing y comunicación que resalten la estabilidad, la innovación y la orientación al cliente.
- Propuesta de valor: Redefinir la propuesta de valor para asegurar que las corredurías vean a la aseguradora como un socio estratégico que ofrece ventajas competitivas.
- Responsabilidad Social y Sostenibilidad: Integrar políticas de responsabilidad social corporativa y sostenibilidad en sus operaciones. Esto no solo mejora la imagen de la compañía, sino que también responde a una demanda creciente de productos y servicios sostenibles por parte de los consumidores. Sumado a promover prácticas de negocio transparentes y éticas para ganar la confianza de las corredurías y clientes.

Educación y Capacitación

- Desarrollo del talento: Invertir en la formación y el desarrollo profesional de los empleados para adaptarse a los cambios del mercado y las nuevas tecnologías. Un equipo bien capacitado puede ofrecer un mejor servicio y desarrollar soluciones innovadoras.
- Programas de formación: Implementar programas de formación continua para corredores, enfocándose en nuevas tecnologías, productos innovadores y mejores prácticas de ventas.
Con certificaciones y acreditaciones que refuercen la relación con las corredurías y aumenten su capacidad de ofrecer productos de la aseguradora.

Optimización de Procesos y Eficiencia Operativa

- Digitalización: Digitalizar los procesos internos para reducir costos operativos, mejorar la rapidez y eficiencia en la emisión de pólizas, gestión siniestros y servicio cliente.
- Automatización: Utilizar la automatización de procesos para mejorar la gestión de relaciones y agilizar las transacciones.

Regulación y Cumplimiento Normativo

- Gestión de riesgos: Desarrollar y mejorar los modelos de gestión de riesgos para mantener la estabilidad financiera. La concentración del mercado puede aumentar la exposición a ciertos riesgos, por lo que una gestión proactiva es esencial.
- Regulación y cumplimiento: Mantenerse al día con las regulaciones y cumplir con los requisitos legales es fundamental. Mantener una relación cercana con los reguladores para anticipar cambios normativos que puedan afectar a la concentración del mercado.

Diversificación de canales de distribución

- Exploración de nuevos canales: Diversificar los canales de distribución más allá del tradicional, como la venta directa, bancaseguros y/o otros intermediarios financieros.
- Omnicanalidad: Adoptar una estrategia omnicanal que permita a los clientes interactuar a través de múltiples puntos de contacto, asegurando una experiencia coherente y fluida.

Al seguir estas estrategias, las aseguradoras pueden acompañar la concentración del sector asegurador de manera efectiva, aprovechando los beneficios y las oportunidades que surgen para mitigar los riesgos asociados con estos cambios. La clave es mantener la flexibilidad, la innovación y un enfoque centrado en el cliente para prosperar en un mercado en constante evolución.

7. Conclusiones

Una vez realizada todas las investigaciones, podemos confirmar que la mejora de la situación económica, el aumento de la confianza tanto de empresarios como consumidores y los bajos costes de financiación están haciendo que el mercado global de fusiones y adquisiciones esté batiendo récords en volumen de transacciones en los últimos años. Con ello, empresas y fondos de inversión se han sumado para conseguir aumentar su tamaño y conseguir rentabilidades con las que contentar a sus inversores respectivamente.

A lo largo de este trabajo se ha detallado la importancia de entender cómo funcionan estos procesos para darse cuenta de cómo aprovechar unos de los métodos más utilizados para el crecimiento de las empresas. Y es que sólo aquellas que tengan unos equipos fuertes, una clara visión de crecimiento y una experiencia relevante en la integración sabrán aprovechar el “*momentum*” y beneficiarse del momento en el que estamos.

España está en un momento muy positivo para que se den este tipo de operaciones ya que hay acceso y disponibilidad de liquidez por parte de las empresas y fondos, recientemente hemos convivido con los tipos de interés más bajos de la historia moderna y la economía está creciendo de forma robusta. Todo ello, sin tener que olvidar la incertidumbre que rodea nuestro país en cuestiones locales y de regulación, relativo sobre todo a los nuevos modelos de negocio basados en la tecnología. Por tanto, un momento ideal para que se dé la concentración de corredurías y de dos fórmulas, tanto a través de fondos como a nivel independiente.

En el deporte, se entrena para estar en buena forma física y para ganar, del mismo modo, en la economía, las empresas se entrenan para llegar a ser lo más rentable posible y tratar de generar el máximo valor posible.

Según varios estudios, cada diez empresas españolas plantean realizar una fusión o adquisición entre sus prioridades estratégicas. Gracias a las actuales condiciones de financiación, el crecimiento de la economía, el aumento de la confianza de los empresarios, el apetito inversor y el continuo deseo de seguir creciendo por parte de las empresas.

Adicionalmente hemos visto que las empresas deciden principalmente por el crecimiento, la consolidación de la cuota de mercado o la entrada a nuevas geografías aunque también frente a la distorsión de sus sectores y ante la incertidumbre de lo que pueda suceder en el futuro con su preciada industria.

De esta forma observamos como la actividad de M&A es muy importante en el ciclo de vida de una economía sana. Desde el punto de vista de las empresas y sabiendo que estas necesitan crecer, la actividad de M&A les ayuda a hacerlo junto con el aprovechamiento de sinergias, la diversificación del riesgo, el desarrollo de nuevas líneas de negocio o, simplemente, ganando músculo frente

a nuevos competidores que van surgiendo. Por este motivo, el sector es muy importante en el ciclo de vida de una economía sana y además sirve como una vía más para la obtención de rentabilidades a los emprendedores e inversores.

No obstante, y como hemos señalado en los desafíos principales del proceso “M&A” ha quedado evidente que ejecutar una transacción es fácil, pero conseguir que esa operación tenga éxito es un trabajo bastante más complejo ya que una vez se ha llevado a cabo una operación corporativa queda la parte más importante: la integración.

La integración es la habilidad del equipo directivo de fusionar dos empresas de forma efectiva y con una estrategia que permita conseguir las sinergias analizadas a lo largo del proceso. Para ello no puede descuidar elementos tan importantes como la unión y homogeneización de los sistemas tecnológicos, de productos y de servicios, así como el alineamiento de culturas corporativas y de empleados.

Es por ello, que una de las principales recomendaciones observadas a lo largo de esta tesis es el beneficio de empezar la integración durante la due diligence y no en el post-closing como muchos suelen hacer en sus primeras integraciones. Así como seleccionar bien al candidato, y aquí no sólo influyen las primeras líneas, sino también las segundas, considerando también en función de la calidad del equipo que estos tengan. Pues los recursos, son el activo más importante de cualquier empresa y en los procesos de fusión pueden ser los catalizadores reales del proyecto, y mal gestionados, todo lo contrario.

A pesar de todas las conclusiones realizadas anteriormente, es cierto que hay mucho contenido donde se intenta argumentar que las operaciones corporativas son una mala idea para las empresas, pero nuestra pregunta es ¿Por qué tantas organizaciones siguen utilizando esta estrategia? ¿Por qué todo aquel que dice que no está en venta, acaba vendiendo? La respuesta es muy sencilla: es una estrategia que sigue funcionando.

Hay ruido asociado a estos movimientos, porque medir la creación de valor que crean las operaciones de fusión y adquisición es una ciencia inexacta y es algo que se debe medir dejando un espacio de tiempo razonable para poder llegar a ser capaces de estimarlo. Dicho esto, es cierto que las transacciones son herramientas muy eficaces para la ejecución de la estrategia corporativa de las empresas y directivos que intenten maximizar el valor para sus accionistas, pero también, debemos destacar que la creación de valor requiere de disciplina en todas las fases del proceso; análisis, valoración y materialización de sinergias.

Las transacciones ayudan a las empresas a generar valor y distanciarse de sus principales competidores de forma muy rápida si el encaje estratégico está claro. Así como que la capacidad de retener a empleados clave está asegurada si se tiene perfectamente planeada una buena estrategia post-adquisición.

Para este primer apartado, se puede concluir que de la misma manera que los deportistas mejoran a medida que entrenan, aquellos compradores que suelen

frecuentar de forma recurrente estos procesos tenderán a desarrollar unas habilidades que les permitirá crear más valor que aquellas empresas que no contemplen estas operaciones dentro de su estrategia.

Otro aspecto fundamental es el sector, y haciendo enfoque a su importancia dentro de esos movimientos de crecimiento necesarios en una economía sana, vemos la relevancia del sector asegurador. Y en este sentido, podemos confirmar que la entrada de fondos es una buena señal para confirmar esta relevancia como sector y de uno de sus canales de distribución, las corredurías. Si se han fijado en este sector, es porque está consolidado, es atractivo y con proyección.

No obstante, aquí hay algunas dimensiones a considerar:

- La primera, y como hemos visto a lo largo de la tesis. Hay proyectos muy diferentes, desde fondos tutelados por verdaderas corredurías internacionales hasta otros que desconocen absolutamente el mundo del seguro. Además, hay que tener muy en cuenta que aquí se habla de servicio personal y confianza, no de productos y manufacturas, por eso quizás, se prevé que los ciclos de recuperación de la inversión no serán en el futuro próximo con la rapidez esperada.
- La segunda, que la entrada de fondos ha provocado un efecto de aceleración en los procesos de concentración, puesto que ha contribuido a la concienciación de pequeños corredores y corredurías que ven peligrar su continuidad si se mantienen caminando en solitario. Para las corredurías que apuestan por la integración, esta situación es una oportunidad de negocio, ya que se encuentran con gran cantidad de pequeños corredores que ahora se encuentran en una posición de búsqueda proactiva de alternativas. Por tanto, se están fomentando las dos estrategias, la concentración a través de fondos que buscan carteras de elevados ingresos como las de menor tamaño que se concentran entre sí, principalmente por corredores independientes que aún con sus limitaciones de capital van haciendo operaciones de un modo menos intenso pero progresivo.
- La tercera, y aunque es complejo determinar el impacto de estos movimientos y sin decir que los fondos que vienen con un simple afán de inversión sin más sean malos “*per se*”, lo deseable es el modelo que traen muchos fondos, que vienen con intención de dar continuidad a los negocios y consolidarlos aprovechando sinergias.

Si la presencia de fondos es meramente especulativa, sin crear valor, no perdurarán y su papel será transitorio. Es verdad que ciertos fondos agresivos han desembarcado en España y desembarcarán en los próximos meses, pero al final el proyecto de éxito y de futuro será el de aquellos que compartan las

mismas inquietudes y desarrollen un proyecto a medio-largo plazo para el sector asegurador.

En este sentido, la concentración desde la óptica de la mediación y sector no debería entenderse como un problema, sino como una solución. Los modelos de integración aportan continuidad a profesionales con experiencia, pero que carecen de recursos para competir. No hay que transmitir el mensaje de alarma. Este mercado es muy estable, lleva muchos años y seguirá siéndolo independientemente de los operadores que entren y salgan en los próximos años.

Por último, la evaluación de si la aceleración de la concentración de los corredores de seguros es positiva o negativa para las aseguradoras dependerá de cómo se manejen los retos y las oportunidades que hemos visto y en especial de la voluntad y capacidad de la aseguradora para adaptarse a este entorno de evolución.

Entendiendo que no todas las entidades estarán preparadas para ello o no querrán adaptarse y que, en definitiva, no es algo que se pueda hacer rápido.

- Habrá compañías que no se sentirán cómodas con este movimiento y lo puedan ver como una amenaza o incomodidad. Estas principalmente serán aquellas que tengan un modelo muy territorial y las integraciones tensionen sus límites y estructuras actuales.
- Otras que querrán, pero no podrán, porque no tendrán desarrollos informáticos suficientes para cumplir las exigencias de estos agregadores en términos de eficiencia, productos y servicios personalizados.

Para que los efectos positivos de esta oportunidad prevalezcan, es crucial que las aseguradoras mantengan un equilibrio en sus relaciones con las corredurías, visualicen y compartan la estrategia de estos agregadores, diversifiquen sus canales de distribución y se adapten a las nuevas tecnologías y prácticas del mercado. Además, una regulación adecuada que promueva la competencia y proteja los intereses tanto de las aseguradoras como de los consumidores será esencial para maximizar los beneficios de esta concentración y sumarnos en conjunto a la transformación.

En definitiva, simplemente remarcar que, dado que muchos de nosotros tenemos la suerte de formar parte de esta transformación sectorial, aprovechemos y disfrutemos de las oportunidades que se nos presentan y en este sentido, intentemos ver siempre la oportunidad dentro de los desafiantes retos que, en este sector cambiante, nunca cesarán.

8. Bibliografía

Informes:

DGSFP: Informe 2022 e Informe estadístico anual de la mediación 2022

ICEA: Canales de distribución 2022 e Informe económico del sector 2023

ICEA: Códigos de agentes exclusivos 2023

MAPFRE: El mercado español de seguros en 2022

IE Business School: Los contratos de M&A en España

UB: Documentación Material Máster en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras (M&A)

CLUB ASEGURADORAS INTERNACIONALES: La situación y los retos del mundo del seguro

Fuentes de internet:

Community of Insurance. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[Apuntes sobre la concentración necesaria de los corredores españoles - Magazine Community of Insurance](#)

Inese. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024) / (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[Los fondos de capital riesgo podrían estar buscando invertir en corredurías españolas - Inese](#)

["Los fondos de capital riesgo europeos continúan atraídos por la oportunidad de la consolidación del mercado de corredurías" - Inese](#)

[Las compras de corredurías en Iberia casi se cuadruplican en dos años \(inese.es\)](#)

Confidencial. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[El gigante de corredurías de seguros en EEUU entra en España con una compra](#)

Europapress. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[El sector de seguros sigue concentrándose y las entidades operativas bajan de 200 por primera vez \(europapress.es\)](#)

Pymeseguros. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[Las corredurías, un negocio apetecible para los fondos de inversión | PymeSeguros](#)

Expansión. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[Por qué los brókeres de seguros se han convertido en el nuevo fetiche del 'private equity' | Empresas \(expansion.com\)](#)

Grupo Aseguranza. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[Concentración: la llegada de fondos de inversión no suele ser la mejor opción para el largo plazo - Grupo Aseguranza](#)

Seguros News. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[La llegada de fondos de inversión acelera la concentración entre la mediación - SegurosNews](#)

La Vanguardia. (Fecha de consulta: 10 de marzo de 2024)

[La correduría de Apax y Carlyle compra cinco empresas más en España \(lavanguardia.com\)](#)

Expansión (Fecha de consulta: 1 de mayo de 2024)

[RibéSalat descarta pactos con fondos y apuesta por hacer compras | Seguros \(expansion.com\)](#)

PWC (Fecha de consulta: 1 de mayo de 2024)

[Seguros - PwC España](#)

Cinco Días (Fecha de consulta: 1 de mayo de 2024)

[Los grandes del capital riesgo se lanzan a por las corredurías de seguros | Empresas | Cinco Días \(elpais.com\)](#)

Sílvia Nogués López

Nacida en Barcelona, el día 7 de marzo de 1985.

Diplomada en *Ciencias Empresariales* por la Universidad Autónoma de Barcelona en el año 2011.

Realizó el *Máster Executive en Marketing y Ventas* en ESADE en el año 2018. Y el Máster en *Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras* en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Barcelona (Promoción 2023/24).

Desde el 2011 trabaja para Allianz Seguros, habiéndose desarrollado durante todos estos años en diferentes roles, pero todos ellos dentro del área comercial. Actualmente y desde enero 2023 ejerce como Directora Comercial de la zona Cataluña y Baleares.

Anexos

Anexo 1. Mediación de seguros

En la actividad aseguradora intervienen muchas figuras que asesoran e informan a los consumidores de seguros, denominados genéricamente mediadores.

La mediación es una actividad mercantil consistente en la presentación, propuesta o realización de trabajos previos al contrato de seguro así como la asistencia en la gestión y ejecución de dichos contratos, en particular en caso de siniestro.

El mediador es un asesor que aconseja al cliente sobre las modalidades de seguro y coberturas que más le convienen en función de su situación personal y, para ello, analiza los riesgos a los que está expuesto y los perjuicios económicos que pudieran surgir como consecuencia de un siniestro. Con este análisis señala cuál es el tipo de seguro que precisa cada cliente para garantizar la correcta cobertura de sus bienes asegurados, o de su persona.

Es un profesional que actúa como intermediario entre los tomadores de seguros, los asegurados y las compañías aseguradoras. Y tienen denominaciones y características diferenciadas, en función de su relación con ellas.

Agentes: expertos que trabajan para una o más compañías de seguros. Pueden ser Agentes exclusivos que trabajan con una sola entidad aseguradora o Agentes vinculados que trabajan con varias entidades aseguradoras.

Operadores de banca-seguros: expertos que desarrollan la actividad aseguradora a través de las redes de distribución de las entidades de crédito. También pueden ser exclusivos o vinculados.

Corredores: expertos que ofrecen asesoramiento profesional e independiente, sin mantener vínculos con entidades aseguradoras, a quienes quieran contratar un seguro.

Para que la función que ofrecen se adecue a las características del mercado, es necesario que el mediador de seguros tenga un amplio conocimiento de la técnica aseguradora. Por lo tanto, es un asesor del cliente que le orienta sobre qué productos de seguros son los adecuados para la cobertura que necesita.

Anexo 2. Ejemplo petición información preliminar proceso M&A

Es muy importante para ambas partes que la valoración inicial de la empresa sea lo más precisa posible. Este paquete de solicitud de información está diseñado para obtener toda la información que necesitamos para realizar una valoración precisa.

Le rogamos que cumplimente el cuestionario de la forma más completa posible. No obstante, si tiene dificultades para obtener alguno de los datos solicitados, póngase en contacto con nosotros (véanse los datos completos en la página 2).

FINANZAS – APORTAR INFORMACIÓN EN EXCEL

Datos a aportar:

1. Estados Financieros de los últimos 3 años (PyG y Balance) con desglose a mayor detalle posible de ingresos y gastos.
2. Detalle de los ingresos/gastos considerados no operativos o no recurrentes para el último año cerrado.
3. Cuentas de gestión mensuales del año en curso hasta la fecha (junto con el presupuesto de todo el año, el rendimiento con respecto al presupuesto y el rendimiento con respecto al año anterior, si están disponibles).
4. Detalle para los tres últimos ejercicios la prima (GWP) y los ingresos por comisiones ordenados por ramo y aseguradora.

NEGOCIO/ASEGURADORAS

Aportar:

1. Breve descripción de la historia de la compañía, donde se detallen adquisiciones realizadas en el pasado, en el caso de que sea de aplicación.
2. DEC de los últimos 3 periodos cerrados.
3. Detalle sobre la estructura del Grupo/Compañía – Sociedades, accionistas y porcentajes de propiedad, etc.
4. Detalle del coste de empresa de los principales accionistas y personas claves (Ver apéndice A). Detallar también el número total de empleados de la compañía.
5. Detalle de la concentración de clientes en la compañía, proporcionar un listado (codificado) del top20 clientes en función de GWP e Ingresos por comisiones, así como de la antigüedad de la relación con los clientes. Identificar altas/bajas relevantes, así como clientes clave.

OFICINAS

1. Proporcionar el número total de oficinas en las que la compañía opera, si estas son alquiladas o en propiedad, renta por oficina y ingresos/gastos por oficina de estar disponible.

Apéndice A – Detalle Directivos, Accionistas y Personas clave

Nombre	Posición	Salario	Bonus	Coche Empresa	Otros beneficios	Deseo de continuar en la empresa

Anexo 2. Ejemplo LOI PIB Group

[Nombre de la sociedad]

A la atención de: [*] [Sr. / Sra.] [Nombre]

Por correo electrónico

Estrictamente privado y confidencial

[día] [mes] [año]

**Asunto: Carta de intenciones no vinculante sobre la potencial adquisición de [target] / [•]
unidad de negocio]**

Estimado [Nombre],

Queremos agradecerle por permitir a PIB Group Iberia, Correduría de Seguros y Reaseguros, S.A.U. ("PIB") la oportunidad de presentar una oferta indicativa no vinculante (la "LOI") para evaluar su potencial

[Primer supuesto: "Share deal] [adquisición de la totalidad del capital social de la empresa [target] (la "Sociedad" y las "Acciones)] de su(s) actual(es) accionista(s) (el/los "Vendedor[es]" y la "Operación")]

[Segundo supuesto: "Asset deal] [adquisición del negocio de distribución de seguros (la "Unidad de Negocio) propiedad de y gestionado por [el/los vendedor[es]] (el/los "Vendedor[es]" como empresa en funcionamiento (la "Operación")].

Situación de PIB

En abril de 2016, Carlyle Global Financial Services Partners, un vehículo de inversión controlado por The Carlyle Group ("Carlyle"), completó su inversión de capital en PIB con el fin de apoyar el crecimiento de PIB y evaluar las oportunidades de adquisición en los sectores de corretaje de seguros comerciales del Reino Unido y Europa.

En enero de 2021, fondos asesorados por APAX Partners ("Apax") anunciaron la adquisición del Grupo PIB, con Carlyle y los actuales accionistas de la dirección, comenzando así el siguiente capítulo de la historia de PIB.

PIB es un corredor de seguros, altamente diversificado y líder del mercado, centrándose en productos especializados de líneas comerciales y de líneas personales. Desde su creación, PIB ha adquirido más de 100 empresas en Europa e Israel y ha contratado cientos de personas, ofreciendo actualmente una gama de productos y servicios especializados a empresas y particulares de toda Europa. Nuestro negocio se centra en áreas especializadas como son los beneficios para empleados, el crédito a empresas, las líneas financieras, el ciber-riesgo, los riesgos profesionales y, en líneas generales, los seguros corporativos a empresas.

PIB genera hoy en día unos ingresos superiores a los 350 millones de libras esterlinas, lo que la convierte en una de las principales empresas de distribución de seguros de propiedad independiente en Reino Unido y Europa.

Razón estratégica

Creemos que [target] sería una gran incorporación al Grupo PIB. España es uno de los mercados clave para PIB y en base a las reuniones que hemos mantenido, creemos que existe una interesante oportunidad de trabajar juntos para apoyar el continuo crecimiento y expansión de [target]. Nuestro equipo directivo se ha reunido previamente con [***], [socio mayoritario] de la compañía, y sobre la base de esas conversaciones creen que hay una interesante oportunidad de trabajar juntos para apoyar el crecimiento y la expansión continua de [target] y que su equipo sería una contribución significativa para el crecimiento continuo y el éxito de PIB.

Los términos de esta Carta de Intenciones no son exhaustivos ni serán jurídicamente vinculantes para PIB y el/los Vendedor(es) (las "**Partes**"), salvo que se disponga expresamente lo contrario.

PRECIO DE COMPRA INDICATIVO

La oferta no vinculante de PIB para la adquisición de [la/s Acciones / Unidad de Negocio] es de [●] euros (el "**Precio Indicativo de Compra**").

El Precio Indicativo de Compra ha sido calculado en base a la información facilitada por ustedes y queda sujeto al resultado de las actuaciones de *due diligence* detalladas a continuación y a las negociaciones entre PIB y el/los Vendedor(es):

- (a) A la fecha de cierre no existirán efectivos líquidos ni deudas de la Sociedad.
- (b) Nos hemos basado únicamente en las discusiones e información que hemos tenido hasta la fecha de la presente Carta de Intenciones.
- (c) Se ha asumido que los Ingresos Netos Ajustados de [***] son de [***] euros y el EBITDA Ajustado de [***] euros, sujeto a validación por los ajustes incluidos y explicitados en el **Apéndice 1**.

A estos efectos, se entiende por:

- "**Ingresos Netos Ajustados**", significa los ingresos generados por la [Sociedad / Unidad de Negocio], en concepto de comisiones y/o honorarios, netos de descuentos, cancelaciones y/o otros pagos a los clientes y/o a subcomisionistas, colaboradores externos, avisadores y/o a cualquier otro tercero). Se acompaña un detalle de cálculo de Ingresos Netos Ajustados en **Apéndice 2**.
- "**EBITDA Ajustado**" se define como el EBITDA Contable más el total de ajustes incluidos por la Sociedad y aceptados por PIB, descritos en el **Apéndice 1**, y sujetos a validación durante la *Due Dilligence*.

El Precio Indicativo de Compra supone un múltiplo de [múltiplo]x veces el EBITDA Ajustado previsto. Asimismo, se añadirá a dicho importe la caja existente a la fecha de cierre, una vez descontado (i) el capital circulante que se determine; y (ii) la deuda existente a la fecha de cierre.

El Precio Indicativo de Compra se pagará de acuerdo con lo establecido en el **Apéndice 3**.

DUE DILIGENCE

Con el fin de confirmar nuestro interés en adquirir [la(s) Acciones / Unidad de Negocio] y confirmar o ajustar el [Precio Indicativo de Compra], PIB gestionará las actuaciones de *due diligence* sobre la [Sociedad / Unidad de Negocio], que abordarán las siguientes áreas temáticas ("**Due Diligence**"):

- (a) Asuntos jurídicos, incluyendo (i) acuerdos corporativos y comerciales; (ii) financiación; (iii) empleo; (iv) asuntos regulatorios y licencias; (v) inmobiliario; (vi) propiedad intelectual y tecnología de la información; (vii) protección de datos; (viii) fiscal; y (ix) litigios.
- (b) Asuntos financieros.
- (c) Asuntos técnicos
- (d) Asuntos tecnológicos (IT).

El proceso de *Due Diligence* estará sujeto a los siguientes términos y condiciones:

- (a) Las actuaciones de *Due Diligence* no deberán suponer más de tres (3) meses de trabajo siempre que la información se hubiera facilitado mediante una plataforma digital, de forma eficiente y bien estructurada.
- (b) El/los vendedor(es) garantizará(n) un acceso cómodo y total a la información durante las actuaciones de *Due Diligence*.
- (c) La *Due Diligence* incluirá un proceso de Preguntas y Respuestas ("Q&A") y sesiones de gestión y/o de expertos.
- (d) El/los Vendedor[es] cooperará(n) y actuarán de buena fe con PIB y sus asesores, proporcionando cualquier información que hubiera sido solicitada de forma razonable por PIB y/o sus asesores para permitir a PIB formar una opinión sobre el negocio y evaluar su interés en la Operación.

CONDICIONES

El cierre de la Operación quedará sujeta al cumplimiento de las condiciones exigidas por PIB y acordadas por las Partes, incluyendo las siguientes (las "**Condiciones**"):

- (a) *Due Diligence* ejecutada satisfactoriamente a discreción de PIB y sus asesores.
- (b) Obtención de todas las autorizaciones necesarias (incluyendo, con carácter no exhaustivo, la no-oposición por parte de la Dirección General de eguros y Fondos de Pensiones) y cumplimiento con toda la normativa aplicable. A estos efectos, las partes muestran su conformidad con la presentación de la correspondiente solicitud de no-oposición ante la DGSFP con carácter previo a la firma del contrato de compraventa, a los efectos de acelerar el proceso de compra.

- (c) En su caso, ejecución por parte de la Sociedad de la reestructuración o *carve-out* con carácter previo al cierre consistiendo, según pueda determinarse durante el proceso de *Due Diligence*.

OTRAS PRESUNCIONES

Además de otras presunciones incorporadas en el presente documento, se ha tenido en cuenta lo siguiente a la hora de presentar esta Carta de Intenciones:

- (a) Las partes podrán llegar a un acuerdo sobre los términos de la Operación que sea aceptable para ambas partes.
- (b) El cierre de la Operación tendrá lugar antes de [día] [mes] [año].
- (c) La(s) [Acciones / Unidad de Negocio] se transferirá(n) libre(s) de cualquier gravamen o derecho de terceros, así como libre de deudas.
- (d) [Primer supuesto: "[Acuerdo de acciones.] [Durante la vigencia de esta Carta de Intenciones, la sociedad no realizará ninguna operación aparte de las que pudieran surgir por el curso ordinario de su negocio.

[Segundo supuesto: "[Asset deal] [Durante la vigencia de esta Carta de Intenciones, el/los Vendedor(es) operarán la Unidad de Negocio de acuerdo con su práctica habitual.]
- (e) Ningún cambio material adverso afectará a la [Sociedad / Unidad de Negocio] en o antes del cierre de la Operación.
- (f) La relación laboral con [empleados clave] permanecerá en la Sociedad tras el cierre de la Operación.
- (g) El/los vendedor(es) asumirán un compromiso de no competencia con la Sociedad, por un período de dos (2) años desde el cierre de la Operación o, en caso de que sean empleados de la Sociedad tras el Cierre, desde la extinción de su relación laboral con la Sociedad o con cualquier entidad del Grupo PIB.
- (h) Los documentos de la Operación estarán compuestos por [un acuerdo de compra de acciones / un acuerdo de compra de activos] y cualquier otro documento adicional típico en una operación de estas características (los "**Documentos de la Operación**").
- (i) El contrato de compraventa deberá incluir las manifestaciones y garantías de la parte vendedora que se consideran oportunas, en relación con las Acciones, la Sociedad y su negocio.
- (j) El/los vendedor(es) suscribirá/n aquellos documentos que sean necesarios para formalizar la reinversión en Paisley EquityCo Limited (como método de pago de parte del Precio de Compra Indicativo), conforme a la normativa aplicable. **EXPLICAR**
- (k) Los Documentos de la Operación incluirán el régimen de responsabilidad de la parte vendedora, que en ningún caso será inferior al precio final de compra.

- (l) Se deberán cumplir todas las condiciones suspensivas que acuerden las partes.
- (m) Cualquier reestructuración / *carve-out* se completará antes del cierre de la Operación y los costes serán asumidos por la parte vendedora.
- (n) Se suscribirán los contratos de arrendamiento, así como cualesquiera otros contratos de prestación de servicios transitorios, para la correcta transición del negocio en favor del Grupo PIB.
- (o) Todos los supuestos expuestos anteriormente deberán ser debidamente acreditados por el/los Vendedor/es durante las actuaciones de *Due Diligence*.

CALENDARIO TENTATIVO DE LA OPERACIÓN

La propuesta de calendario para la operación sería la siguiente:

- *Due Diligence*: hasta [día] [mes] [año].
- Negociaciones: hasta [día] [mes] [año].
- Firma: antes de [día] [mes] [año].
- Periodo interino: menos de 4 meses.
- Cierre: A más tardar, el [día] [mes] [año].

EXCLUSIVIDAD

El vendedor concede a PIB un periodo de exclusividad, durante el cual el/los Vendedor(es) se abstendrá(n) de llevar a cabo las acciones detalladas en el párrafo siguiente, desde la fecha de aceptación de esta Carta de Intenciones hasta la primera de las siguientes fechas: (i) la fecha de cierre de la Operación, o (ii) el transcurso de 3 meses desde la fecha de aceptación de la presente Carta de Intenciones.

Durante dicho periodo de exclusividad, ni el/los Vendedor(es) [(ni sus filiales)] podrá(n), directa o indirectamente, iniciar, proseguir o continuar con cualquier negociación con terceros, conceder derechos a terceros, ofrecer o solicitar ofertas relacionadas con la Operación, transferir por cualquier medio activos materiales de [la Sociedad / la Unidad de Negocio / la totalidad o parte de las [Acciones / Activos]] o cualquier operación similar que implique a la [Sociedad / Unidad de Negocio]; o emprender cualquier otra acción que pueda razonablemente poner en peligro la ejecución de la Operación.

En caso de que cualquiera de los Vendedor[es] incumpla alguna de las obligaciones establecidas anteriormente, el/los Vendedor/es estará/n obligado/s a abonar a PIB un importe igual a los costes en los que hubiera/n incurrido PIB por la Operación hasta la fecha del incumplimiento de la obligación (incluyendo, a fin de evitar dudas, los honorarios de los asesores y cualquier otro coste razonable en la consideración de la Operación) como prueba del interés mutuo de las partes en las transacciones descritas en esta oferta de acuerdo con los términos descritos.

A fin de evitar cualquier duda, en el caso de que el/los Vendedor/es ejecute/n una operación similar a la prevista en el presente documento dentro de los seis (6) meses

siguientes a la fecha del mismo, se entenderá como un incumplimiento de la obligación de exclusividad establecida en este apartado.

MISCELÁNEO

7.1. Duración

Esta Carta de Intenciones permanecerá en vigor durante un periodo de un (1) mes a partir de esta fecha. En caso de que esta LOI sea aceptada y firmada por el/los Vendedor/es, permanecerá en vigor hasta (i) 6 meses a partir de la fecha de aceptación; o (ii) la fecha de cierre de la Operación, lo que tuviera lugar primero.

7.2. Carácter no vinculante

Esta Carta de Intenciones sólo representa el interés de las partes en entablar negociaciones de buena fe con vistas a explorar la posible ejecución de la Operación, pero no constituye ninguna obligación contractual o extracontractual para las partes. En consecuencia, no se considerará que las Partes han celebrado ningún acuerdo jurídicamente vinculante si no es en virtud de la ejecución de los Documentos de la Operación.

Como excepción a lo anterior, las Partes acuerdan que las secciones 0 y **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** sí serán jurídicamente vinculantes.

7.3. Confidencialidad

Cada Parte **[(y sus filiales)]** deberá(n) respetar sus deberes de confidencialidad y no revelar (i) la existencia, los términos y las condiciones de esta Carta de Intenciones; (ii) las negociaciones y la ejecución (según el caso) de la Operación; y, (iii) toda la información puesta a disposición por una Parte a la otra, sus filiales o representantes en el curso de las conversaciones o negociaciones entre las Partes en relación con la Operación.

Sin perjuicio de lo anterior, nada de lo dispuesto en esta sección impedirá a cualquiera de las Partes revelar cualquier información en la medida en que ello se sea requerida (i) por cualquier requisito exigible en virtud de cualquier ley, reglamento, tribunal o autoridad competente; (ii)

para realizar cualquier presentación u obtener cualquier licencia de una autoridad competente en relación con la Operación; o (iii) para proteger los intereses de la Parte reveladora en cualquier proceso legal.

7.4. Gastos asociados

Cada Parte asumirá sus propios costes y gastos incurridos en relación con la preparación, negociación y ejecución de la Operación.

7.5. Modificaciones

Cualquier rectificación o modificación de esta Carta de Intenciones debe hacerse por escrito y ser firmada por ambas Partes con las mismas formalidades observadas en la ejecución de la presente Carta.

7.6. Ley Aplicable

La presente Carta de Intenciones se registrará e interpretará de conformidad con la ley común española.

7.7. Resolución de controversias

Todas las disputas, controversias o reclamaciones que surjan de, o en relación con, la presente Carta de Intenciones, incluyendo cualquier disputa sobre su existencia, validez o terminación, así como cualquier obligación extracontractual que surja de o en relación con el mismo, se someterán exclusivamente a arbitraje de derecho gestionado por la Corte de Arbitraje de la Cámara Oficial de Comercio, Industria y Servicios de Barcelona, de acuerdo con el Reglamento de Arbitraje vigente a la fecha de presentación de la solicitud de arbitraje. El arbitraje será resuelto por un único árbitro que será designado por la corte de arbitraje de acuerdo con su reglamento de arbitraje. La sede del arbitraje será Barcelona, España, y el idioma del arbitraje será el español.

(Hoja de firmas en la siguiente página)

Atentamente,

D. Martín Navaz Guinea

Por: PIB Group España, Correduría de Seguros y Reaseguros, S.A.U., en calidad de
Consejero Delegado

Fecha: [día] [mes] [año]

Aceptado por [Sr./Sra.] [Nombre completo] [en nombre de [Nombre de la sociedad] en
calidad de [cargo]

Fecha: [día] [mes] [año]

Apéndice

Ajustes realizados al EBITDA [*]**

Apéndice 2

Ingresos Netos Ajustados [*]**

Apéndice 3

Proceeds

	Capital %	Precio de Compra Indicativo	Precio Fijo de Compra Inicial	Reinversión	Pago en efectivo a Fecha de Cierre	Precio Variable Año 1	Precio Variable Año 2	Upside Value of PIB Shares @ 2.0x	Valor total
%		100%	60%	20%	40%	20%	20%		
Continuing Shareholders									
[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]
Total	100%	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]	[***]
Múltiplo		[***]							
Ingresos Netos		[***]							
Ajustados 2023		[***]							