

M&A REVIEW

MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

23. Jahrgang

5/2012

Standpunkt

Corporate Governance –
ein Status-Bericht

Strategien und Visionen

Gewährleistungen bei M&A-
Transaktionen: Grundlagen,
Risiken und Versicherung (2)

Country Special

„Tudo bem“ – alles gut bei M&A
in Brasilien?

Strategien und Visionen

Herausforderungen in der Syner-
giebewertung im Spannungsfeld
des Pre und Post Closing von
M&A-Transaktionen

Austria Column

Der österreichische M&A-Markt
2011 stagniert auf mittlerem
Niveau

Deal des Monats

Rohstoffriese Glencore wächst
weiter durch Viterra-Akquisition

Private Equity

Wachstumshebel „Partnerschaft“ –
Wachstumsorientierte Zusammenarbeit zwischen
Private Equity-Gesellschaften und Unternehmen

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT



Gewährleistungen bei M&A-Transaktionen: Grundlagen, Risiken und Versicherung (2)

Gregory Walker, Walker Risk Solution AG, Zug, & Dr. Thomas M. Mannsdorfer, ANV, Barcelona/London

1. Einleitung und Rückblick

► Eine der wichtigsten Funktionen im Verkauf-/Kaufprozess ist die Risikoallokation zwischen den Parteien. Der in der letzten Ausgabe der M&A REVIEW erschienene erste Teil dieses Aufsatzes hat sich mit Transaktionsrisiken im Allgemeinen und deren Allokation zwischen den Parteien befasst (vgl. MAR 04/12, S. 153 bis 158). M&A-Spezialisten bieten eine Reihe von Werkzeugen, die die Parteien in diesem Prozess unterstützen (zum Beispiel Ausgestaltung der kaufvertraglichen Gewährleistungen, Kaufpreisausgleichsmechanismen, Risikotransfer).

In diesem zweiten Teil geht es nun um die Fragen, warum trotz dieser Anstrengungen nicht immer Einigkeit zwischen den Parteien erzielt werden kann, welche Lösungen die Versicherungsindustrie bietet, um den erhöhten Anforderungen des M&A-Marktes hinsichtlich der Risikoallokation Rechnung zu tragen, und schließlich, wie mögliche Verbindlichkeiten des Verkäufers oder Haftungsansprüche des Käufers aus Gewährleistungen und Freistellungen in eine verkäufer- oder käuferseitigen R&W-Garantieversicherung (*representations & warranties insurance*) transferiert werden können.

2. R&W-Garantieversicherung

Auch wenn umfangreiche Gewährleistungen und zu hinterlegende Sicherheiten geboten oder gefordert werden, um damit die Risiken weitgehend auf den Verkäufer zu überwälzen, ist die Angelegenheit damit noch nicht gelöst. Es dürften daraus vielmehr neue Risiken und Vorbehalte entstehen:

- Für den Verkäufer können vertragliche Gewährleistungen die Preissicherheit beeinträchtigen. Im Weiteren können diese den IRR (*Internal Rate of Return*) der hinter dem Verkäufer stehenden Investoren (zum Beispiel Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften) reduzieren. So kann es in der Praxis vorkommen, dass ein Käufer mit der späteren Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen versucht, den Preis

„nachzuverhandeln“ und auf diese Weise nachträglich zu senken;

- Im Falle eines verkaufenden Anlagefonds können vertragliche Gewährleistungen die Ausschüttung an die Investoren einschränken, reduzieren oder verzögern (Stichwort: „*clean exit*“). Die begrenzte Lebensdauer eines Fonds ist nicht zwingend kongruent mit Fristen der geforderten Gewährleistungen. Zudem möchten Anlagefonds keine Zusicherungen und Gewährleistungen in Bezug auf das Geschäft (sogenannte „*business warranties*“) abgeben;
- Gewährleistungen des zu verkaufenden Unternehmens (*Business R&W*) schränken die Rechtsmittel des Käufers ein, da diese in der Regel am Vollzugstag ablaufen (*collapsing*);
- Zusicherungen und Gewährleistungen des Managements: Hier kann beim Wechsel von *Seller-minded* zu *Buyer-minded* ein Interessenkonflikt des Managements bei der Zielgesellschaft entstehen. Zudem sind die finanziellen Mittel des Managements meist ungenügend;
- Für den Käufer wächst das Gegenparteienrisiko mit dem Umfang der Zusicherungen seitens des Verkäufers. Der Käufer muss seine Ansprüche aus Gewährleistungen gegen den Verkäufer geltend machen. Wenn der Verkäufer die Ansprüche nicht anerkennt, muss sie der Käufer notfalls vor Gericht durchsetzen. Der Käufer trägt das Prozessrisiko. Und er trägt zudem das Insolvenzrisiko des Verkäufers;
- Asymmetrie der Parteien: Je nach Verhandlungsposition kann eine der Parteien ihre Interessen sowohl bei der Verhandlung der Gewährleistungen als auch anschließend bei deren gerichtlicher Einforderung besser durchsetzen als die andere.

Der Risikoüberwälzung auf den Verkäufer sind damit praktische Grenzen gesetzt. Als eine weitere, bisher wenig bekannte Möglichkeit der Risikoüberwälzung (vgl. Abb. 1) bietet sich jedoch eine Versicherungslösung an.

Bemerkenswerterweise äußert sich die *European Venture Capital Association (EVCA)* in ihrem Handbuch für

Private Equity- und Venture Capital-Unternehmen dahingehend, dass der Einsatz von R&W-Versicherungen den Fonds befähigen kann, Gewährleistungen im geforderten Umfang abgeben zu können mit dem Ziel, den Investoren einen erhöhten Gewinn zu verschaffen¹.

Bisher wurden R&W-Versicherungen – zumindest in der Schweiz², aber auch in anderen Ländern Europas – mit Ausnahme von Großbritannien nur einzelfallweise eingesetzt. In Großbritannien hingegen hat sich die R&W-Versicherung in den letzten fünf Jahren weitgehend etabliert: kaum eine Transaktion einer Private Equity-Gesellschaft, die nicht standardmäßig dahingehend geprüft wird, die Gewährleistungsrisiken gegen eine Prämie zu versichern, insofern diese tiefer als die stattdessen vom Käufer geforderte Preisanpassung ist.

2.1 Konzept

Anstelle einer herkömmlichen Art der Besicherung kann eine verkäufer- oder käuferseitige R&W-Versicherung abgeschlossen werden³ (vgl. Abb. 2). Die R&W-Versicherung wird auf Deutsch zumal auch als Gewährleistungs- oder Garantievericherung bezeichnet. Sie schützt den Versicherten (Verkäufer/Käufer) vor bei Abschluss sowie allenfalls auch bei Vollzug⁴ des Unternehmenskaufvertrages nicht bekannten Risiken⁵ beziehungsweise wertmindernden Faktoren⁶, sofern der Verkäufer für die entsprechenden Risiken kaufvertragliche Gewährleistungen oder Freistellungsverpflichtungen abgegeben hat und gestützt darauf vom Käufer (oder allenfalls einem berechtigten Dritten) in Anspruch genommen wird.

Der Umfang der Deckung wird für jede Police einzeln zwischen dem Versicherer und dem Antragsteller, das heißt dem Verkäufer oder dem Käufer, ausgehandelt. Idealerweise deckt die R&W-Versicherung möglichst alle im Unternehmenskaufvertrag vereinbarten Gewährleistungen, allenfalls auch Freistellungsverpflichtungen ab. Nur eine derartige Spiegelung der kaufvertraglichen Haftungsregelung durch die Versicherungsdeckung (*back-to-back coverage*)⁷ vermag eine Paralleldeckung zu begründen, die es den Vertragsparteien erlaubt, auf eine andere Sicherungsmöglichkeit vollständig zu verzichten, beziehungsweise eine allenfalls bereits bestehende Sicherheit abzulösen.

2.2 Verkäuferseitige Versicherung

Bei der verkäuferseitigen R&W-Versicherung handelt es sich um eine Haftpflichtversicherung, die das Vermögen des versicherten Verkäufers schützt: Einerseits verspricht der Versicherer dem Verkäufer die Übernahme begründeter vertraglicher Haftungsansprüche des Käufers (oder gegebenenfalls eines berechtigten Dritten) infolge der Verletzung, Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit von im Unternehmenskaufvertrag vereinbarten Gewährleistungen und Freistellungsverpflichtungen (Entschädigungsanspruch). Andererseits schließt die Verkäuferversiche-

rung regelmäßig auch die Abwehr unbegründeter Ansprüche ein (Rechtsschutzanspruch)⁸. Es findet dabei das Anspruchserhebungsprinzip (*claims made principle*) Anwendung, wonach die während der Versicherungsdauer geltend gemachten Ansprüche gedeckt sind.

Folgende Argumente sprechen für den Erwerb einer verkäuferseitigen R&W-Versicherung:

- Kostengünstige Alternative zu anderen Möglichkeiten der Besicherung;
- Die als Kaufpreis im Unternehmenskaufvertrag zwischen den Parteien vereinbarte Summe steht dem Verkäufer oder allfälligen Investoren sofort und uneingeschränkt zur Verfügung;
- Finanzinvestoren und Beteiligungsgesellschaften, insbesondere Private Equity-Gesellschaften, haben die Möglichkeit, ihre Fonds nach erfolgter Transaktion zu schließen und diese aufzulösen (*clean exit*). Der ungeschmälerete Verkaufserlös kann somit schneller an die Investoren verteilt oder aber neu investiert werden;
- In einem Auktionsverfahren kann der Verkäufer sein Angebot durch den Abschluss einer Versicherungslösung verbessern (*dress up your bride*), da eine solvente Versicherungsgesellschaft den kaufinteressierten Bietern oft eine bessere Sicherheit als der Verkäufer gewähren kann;
- Vermeidung oder Beendigung von Verzögerungen oder Verschleppungen der Vertragsverhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer⁹.

2.3 Käuferseitige Versicherung

Die käuferseitige R&W-Versicherung ist keine Haftpflicht-, sondern eine (Vermögens-) Schadenversicherung. Bei der Schadenversicherung ist die Versicherungsleistung dazu bestimmt, einen Schaden ganz oder teilweise auszugleichen, der als Folge des versicherten Ereignisses eintritt und der eine selbstständige Voraussetzung der Leistungspflicht und gleichzeitig das Kriterium für die Bemessung der Leistung ist. Versichertes Ereignis ist die Verletzung, Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit von im Unternehmenskaufvertrag abgegebenen Gewährleistungen oder der Eintritt von darin vereinbarten Freistellungsverpflichtungen.

¹ „Managers should normally only give warranties and indemnities on a disposal where this is expected to produce an enhanced return for investors. The liability under such clauses should normally be capped in quantum and time and the Manager should seek to ensure that the Fund is able to meet these liabilities so long as they remain outstanding. The Manager may also take out insurance that affects the Fund's ability to give warranties and indemnities“. EVCA, The Professional Standards for Private Equity and Venture Capital, EVCA Handbook 2011, page 28 (www.evca.eu).

² Diem: Lenz & Staehelin, Referat „Secondary Buy-Outs – Rechtliche Aspekte“, SECA Evening Event, Zürich, 26.08.2010.

³ Mannsdorfer: W&I-Versicherung, Versicherung von im Unternehmenskaufvertrag gewährten Zusicherungen und Garantien, HAVE (Haftung und Versicherung) 3/2011, S. 213-234.

⁴ Watchorn/Winborn, Covering the risks, Warranty and Indemnity insurance, PLC Magazine, July 2008, S. 43-51, 49.

⁵ Metz: Grundzüge der W&I-Insurance beim Unternehmenskauf, NJW 63 (12/2010), 813-815, 814; Walker: Swiss M&A, Corporate INTL, May 2011, 34-40, 39; Watchorn/Winborn: a.a.O., S. 44.

⁶ Metz: a.a.O., S. 814.

⁷ Watchorn/Winborn: a.a.O., S. 44.

⁸ Thomson: Sinclair on Warranties and Indemnities on Share and Asset Sales, 8.A., London, 2011, S. 390.

⁹ Segovia/Mannsdorfer: HCC Global launch new M&A Transaction Risk Insurance Team, Corporate INTL, November 2010, S. 12-13, 13.

Abb. 1 • Schrittweise Überwälzung der Risiken

Quelle: Walker Risk Solution AG

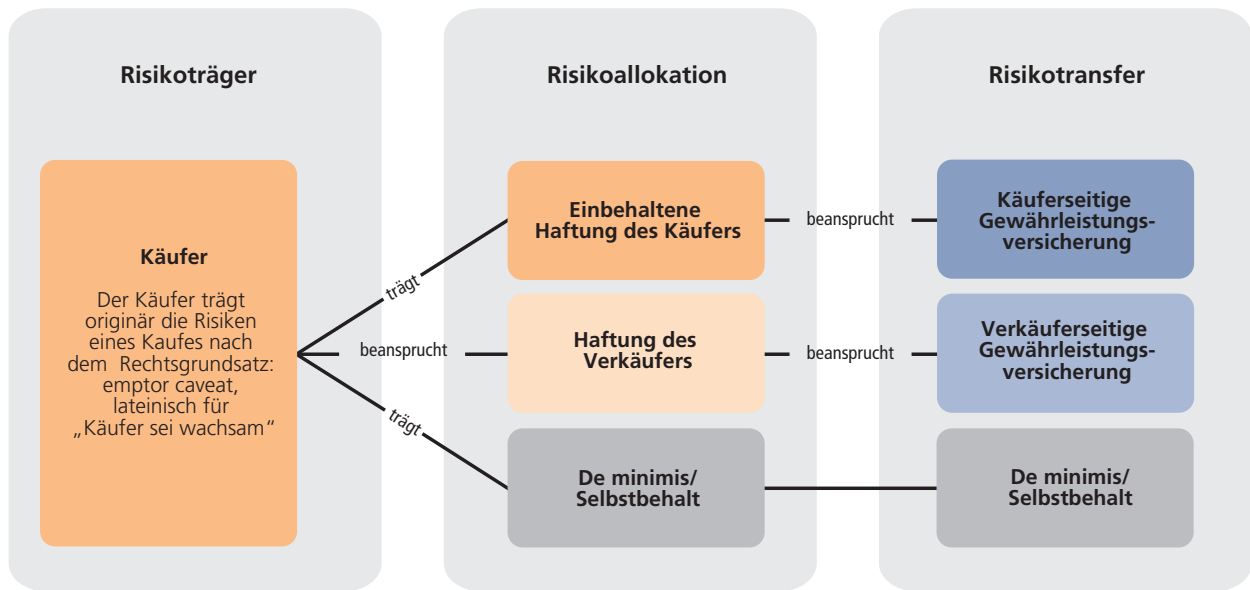
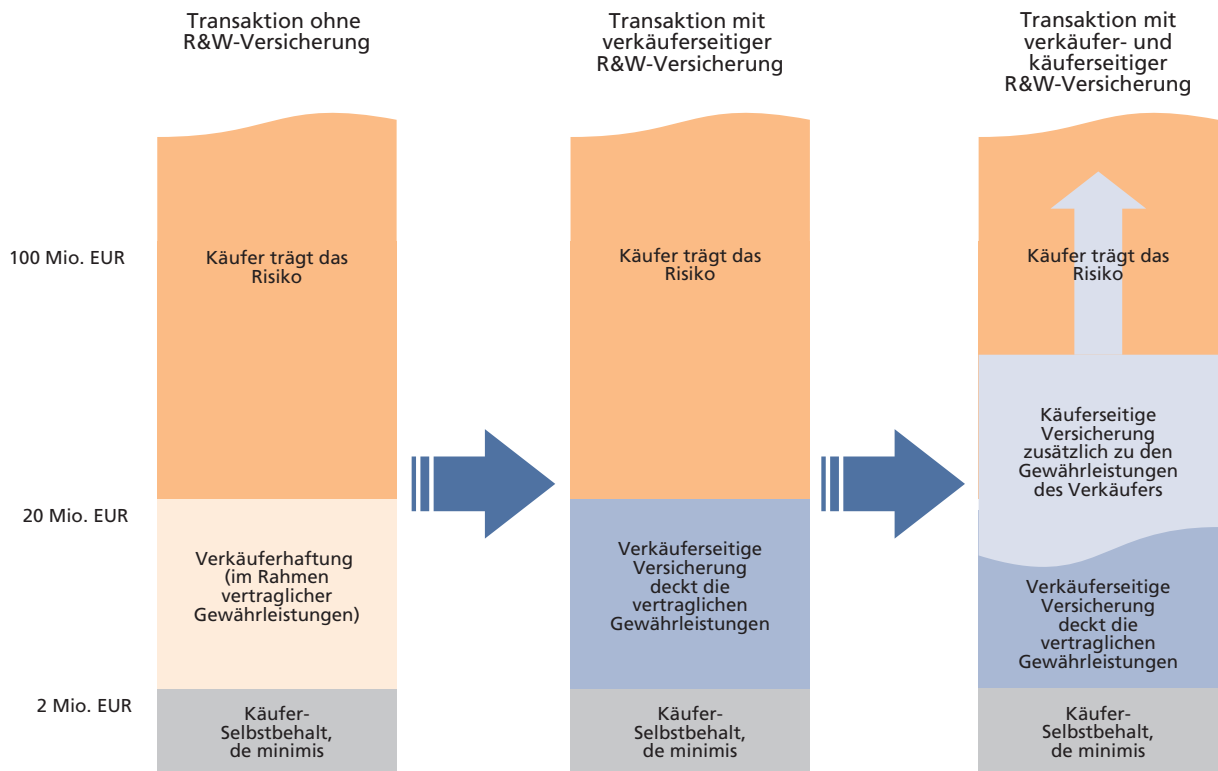


Abb. 2 • Verkäufer- und käuferseitige R&W-Versicherung

Quelle: Walker Risk Solution AG



Im Gegensatz zur Verkäuferpolice muss regelmäßig kein rechtskräftiges Urteil vorliegen, sondern es genügt, dass der Käufer – je nach Ausgestaltung des Versicherungsvertrages zunächst gegenüber dem Verkäufer oder aber allenfalls direkt gegenüber dem Versicherer – die Verletzung, Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit der versicher-

ten Gewährleistung und/oder den Eintritt einer versicherten Freistellungsverpflichtung und seinen dadurch erlittenen Schaden darlegt¹⁰.

¹⁰ Hasselbach/Reichel: Die Gewährleistungsver-sicherung als Risikominimierungsmodell bei Private-Equity-Transaktionen und sonstigen Unternehmenskäufen, ZIP 2005, S. 377-384, 378.

Folgende Argumente sprechen für den Erwerb einer käuferseitigen R&W-Versicherung:

- Möglichkeit, einen infolge der Verletzung, Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit einer Gewährleistung oder infolge des Eintritts einer Freistellungsverpflichtung erlittenen Schaden beim Versicherer – allenfalls direkt – geltend zu machen;
- Schutz der Käuferinvestition in das Zielunternehmen, insbesondere in jenen Fällen, in denen der Verkäufer nicht oder nur unter erschwerten Bedingungen belangt werden kann:
 - Der Verkäufer ist ein Fonds oder eine Gesellschaft, die nach der Transaktion aufgelöst wird;
 - Es bestehen Zweifel betreffend der langfristigen Schuldnerqualität und/oder Existenz des Verkäufers;
 - Der Verkäufer ist Gegenstand eines Insolvenzverfahrens oder es liegen Insolvenzgründe vor, die die Eröffnung eines solchen Verfahrens als wahrscheinlich erscheinen lassen;
 - Der Verkäufer ist eine natürliche Person oder besteht aus einer Mehrheit von natürlichen Personen, die möglicherweise der gleichen Familie angehören (Verkauf einer Familiengesellschaft);
 - Der Verkäufer besteht aus einer Vielzahl von Kleinaktionären, die gegebenenfalls nicht solidarisch haften;
 - Der Verkäufer ist eine reine Beteiligungsgesellschaft, gegebenenfalls mit Sitz in einer Steueroase;
 - Der Verkäufer hat seinen Sitz in einer Rechtsordnung, in welcher Forderungen rechtlich und/oder faktisch nur mit erheblichen Schwierigkeiten geltend gemacht und durchgesetzt werden können.
- In einem Auktionsverfahren kann der Bieter sein Angebot durch den Zusatz einer Versicherungslösung aufbessern (*sugar your bid*).

Ein wichtiger Unterschied zwischen der verkäufer- und käuferseitigen R&W-Versicherung besteht sodann darin, dass die Verkäuferversicherung, wie dies bei Haftpflichtpoliceen gemeinhin der Fall ist, einen allgemeinen Vorsatzausschluss enthält.

2.4 Dauer

Die Versicherungsperiode (Laufzeit) wird für jeden Vertrag individuell zwischen dem Versicherer und dem Versicherten beziehungsweise Versicherungsnehmer ausgehandelt. Bei der R&W-Versicherung handelt es sich typischerweise um einen mehrjährigen Vertrag, dessen Dauer sich möglichst an den im Unternehmenskaufvertrag zwischen Verkäufer und Käufer vereinbarten Fristen ausrichtet oder allenfalls leicht darüber hinausgeht (überschießende Versicherungsdauer). In Anlehnung an die englische Regelverjährung wird die Versicherungsdauer im gegenwärtigen Markt auf maximal sieben Jahre seit Vertragsbeginn beschränkt. Die Prämie wird einmal, bei Versicherungsbeginn, fällig.

2.5 Versicherungssumme und Selbstbehalt

Die Risikoübernahme durch den Versicherer wird durch eine im Versicherungsvertrag betragsmäßig bestimmte Versicherungssumme (Deckungssumme; Deckungslimit) begrenzt. Bei der R&W-Versicherung ist die Versicherungssumme regelmäßig als Maximalsumme, das heißt als Höchstbetrag ausgestaltet, den der Versicherer für sämtliche Versicherungsfälle auf Grundlage des entsprechenden Versicherungsvertrages insgesamt maximal leistet (*aggregate limit*). Die Versicherungssumme umfasst neben dem Schaden in aller Regel auch Kosten und Zinsen und steht nur nach Erschöpfung des Selbstbehaltes zur Verfügung. Die Höhe der Versicherungssumme wird zwischen den Parteien vertraglich vereinbart. Es kann oft sinnvoll sein, sich dabei an dem im Unternehmenskaufvertrag festgesetzten Haftungshöchstbetrag (*seller's cap*) zu orientieren (vgl. MAR 04/12, S. 157). Für den allenfalls über die Kapazität eines bestimmten Grundversicherers hinausgehenden Versicherungsbedarf steht der Aufbau eines sogenannten Schichtenmodells unter Beteiligung eines Grundversicherers (*primary layer*) und einem oder mehreren Exzedentenversicherern (*excess layers*) zur Verfügung. Solche Programme können fast nur mit der Hilfe von spezialisierten Versicherungsvermittlern (Brokern) zusammengestellt werden.

Der Selbstbehalt, die Eigen- oder Selbstbeteiligung des Versicherten, sollte sich – zumindest aus Sicht des Versicherers – nach dem zu versichernden Risiko richten. Aus Sicht des Versicherten ist es jedoch oft wichtig, dass der im Unternehmenskaufvertrag vereinbarte Schwellenwert (vgl. MAR 04/12, S. 157) in der Versicherungspolice abgebildet wird, wenn möglich spiegelbildlich. Meistens wird in der R&W-Versicherung ein echter Selbstbehalt vereinbart, das heißt ein Betrag, der überschritten werden muss, bevor der Versicherte Leistungen einfordern kann. Dieser Betrag wird im Versicherungsfall immer vom Versicherten – Verkäufer oder Käufer – getragen. Der echte Selbstbehalt der Versicherungspolice entspricht idealerweise dem im Unternehmenskaufvertrag festgesetzten Schwellenwert, der überschritten werden muss (Mindestbetrag, Freibetrag, Sockelbetrag oder echter Selbstbehalt), damit der Käufer seinen Schaden beim Verkäufer überhaupt geltend machen kann (vgl. MAR 04/12, S. 157). Als Faustregel für den Versicherer gilt, dass dieser Betrag nicht weniger als 1 % des Kaufpreises (Transaktionswertes) betragen sollte. Versicherungsvertraglich kann dennoch (gegen einen risikoadäquaten Prämienaufschlag) ein tieferer Selbstbehalt vereinbart werden.

2.6 Ausschlüsse (Deckungsbeschränkungen)

R&W-Versicherungspoliceen werden einzeln ausgehandelt und redaktionell an das jeweilig versicherte Risiko angepasst. Dies betrifft nicht nur, aber insbesondere die Deckungsausschlüsse. Der nachfolgende Katalog markt-

üblicher Ausschlüsse¹¹ ist daher weder abschließend noch im Einzelfall zwingend:

- **Bekannte Risiken (known facts and circumstances):** Ausgeschlossen sind Tatsachen und Umstände, von denen ein oder mehrere Mitglieder des Deal Teams, welches in der Regel separat und namentlich definiert wird, beim Abschluss des Versicherungsvertrages (positive) Kenntnis hatten. Dazu gehören die Ergebnisse der käufer- oder verkäuferseitigen Unternehmensprüfung, die schriftlich offen gelegten Risiken (*disclosures*) sowie, darüber hinaus, allenfalls alle – beispielsweise im Datenraum oder während der Vertragsverhandlungen – im Rahmen der Transaktion verwendeten oder doch zumindest vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Dokumente;
- **Vorwärts gerichtete Zusicherungen (forward-looking warranties):** Ausgeschlossen sind Gewährleistungen oder Freistellungsverpflichtungen bezüglich des Erreichens eines bestimmten wirtschaftlichen Erfolges in der Zukunft, also eines bestimmten Budgets, Umsatzes oder Gewinns innerhalb einer bestimmten Dauer nach erfolgter Transaktion. Ebenfalls ausgeschlossen sind Zusagen bezüglich der Bonität, also der künftigen Erfüllung und Einbringlichkeit von ausstehenden oder sogar erst nach der Transaktion entstehenden Forderungen (Bonität der Debitoren des Zielunternehmens);
- **Pensionszusagen (failure to fund):** Nicht gedeckt sind in der Regel Vermögensnachteile aus oder im Zusammenhang mit unzureichenden Rückstellungen oder Absicherungen für laufende oder zukünftige Pensionszusagen oder ähnliche Vereinbarungen mit dem Ziel, (betragsmäßig bestimmte oder bestimmbar) Zuwendungen im Invaliditäts- oder Todesfall, bei Verlassen des Unternehmens oder vor allem auch bei Übertritt in den Ruhestand zu gewähren;
- **Produkthaftung (product liability):** Nicht gedeckt werden in der Regel Ansprüche aus fehlerhaften Produkten, einschließlich der Kosten eines allfälligen Produktrückrufs (*product recall*);
- **Umwelthaftung (environmental liability):** Während allgemein übliche Zusicherungen aus dem Umweltbereich durch die R&W-Versicherung abgedeckt werden, wird die eigentliche Haftung für Altlasten ausgeschlossen, zumindest insofern, als die Zielgesellschaft einem risikogeneigten Industriezweig angehört.

Teilweise bestehen jedoch spezielle Produkte oder Deckungsbausteine für die erwähnten Risiken, die oft von denselben Anbietern im Markt offeriert werden.

2.7 Versicherungsangebot, Kapazität und Kosten

Die R&W-Versicherung entstand vor über 30 Jahren in London. Jedoch erst in den letzten fünf bis zehn Jahren erlebte dieses Nischenprodukt einen Boom¹². In Groß-

britannien sind es denn auch über zehn Versicherer, unter ihnen *Ace, Ambridge, AWAC, Beazley, Chartis, Chubb, HCC, Pembroke* und die *Zurich*, die sich – entsprechend ihrer jeweiligen Website – auf diesen schnell wachsenden Nischenmarkt spezialisiert haben. Neue Anbieter, darunter die ANV (*Acta Non Verba*), bereiten ihren Markteintritt vor.

Im westlichen Kontinentaleuropa sind es mindestens drei Versicherer, die in der Lage sind, ein lokal angepasstes Angebot zu erstellen. Diese verfügen über versierte Spezialisten und Betreuungsteams vor Ort und arbeiten je nach Bedarf in der jeweiligen Landessprache. Die Kapazität dieser Versicherer beträgt bis zu circa 45 Mio. Euro (beziehungsweise maximal 50 Mio. US-\$) pro Transaktion und circa 100 Mio. Euro auf syndizierter Basis. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, Kapazität am Londoner Markt einzukaufen. Für große Programme ist es heute möglich, weltweit Programme mit einer Gesamtkapazität von bis zu circa 300 Mio. Euro zusammenzustellen.

Dank ausreichendem Wettbewerb sind die Prämien mittlerweile auf 1% bis 2% der Garantiesumme geschrumpft. Das heißt, bei einem Transaktionsvolumen von beispielsweise 100 Mio. Euro und (allenfalls) mit Sicherheiten zu hinterlegenden Gewährleistungen von 20 Mio. Euro beträgt die Prämie circa 200.000 bis 400.000 Euro, zuzüglich der jeweils anwendbaren Versicherungssteuer (zum Beispiel Deutschland 19%; Schweiz 5%; Österreich 11%). Da die Mindestprämie je nach Anbieter circa 25.000 Euro beträgt, sind Garantiesummen unter 1 Mio. Euro und damit die Absicherung kleinerer Deals unter 10 Mio. Euro vergleichsweise teuer.

2.8 Einbezug des M&A-Versicherungsbrokers und seine Vergütung

Die Vermittlung von R&W-Versicherungen erfolgt meist durch M&A-Abteilungen größerer Maklerhäuser oder durch Versicherungsbroker, die sich auf R&W-Versicherungen spezialisiert haben und so vertiefte Erfahrungen und das nötige Know-how bei der Platzierung solcher Versicherungen einbringen können. Versicherungsbroker engagieren sich als unabhängige Versicherungsberater ihres Klienten und haben die Pflicht, in dessen bestem Interesse zu handeln. Sie unterstützen ihren Klienten und dessen M&A-Berater während des Deal-Prozesses und bei der Erfüllung der Dokumentationsanforderungen seitens der Versicherer. Sie sollten in der Lage sein, ihren Klienten bezüglich der Interessenlage des Versicherers, des Versicherungsangebotes, der Vertragsbedingungen und der Prämienhöhe kompetent zu beraten. In der Praxis kommen oft englischsprachige Bedingungswerke zu Zuge.

¹¹ Zur Thematik der Ausschlüsse: Beckmann/Matusche-Beckmann (Hrsg.), *Versicherungsrechts-Handbuch, 2.A.*, München, 2009, 39 N 155, S. 2396; Grossmann/Mönnich: *Warranty & Indemnity Insurance, Die Versicherbarkeit von Garantierisiken aus Unternehmenskaufverträgen*, VW (Versicherungswirtschaft) 2003, S. 652-654, 653; Stilton: a.a.O., S. 223.
¹² Walker: *Unglückliche Kompromisse, Merger Special*, Handelszeitung, Nr. 3, 2012, S. 49.

Die Dienstleistung des Brokers wird entweder durch ein vorgängig vereinbartes Kundenhonorar auf Zeitbasis und/oder durch Kommission des Versicherers vergütet. Es ist empfehlenswert, sich den Umfang einer allfälligen Vergütung des Brokers durch den Versicherer schriftlich bestätigen zu lassen. Gerade bei größeren Versicherungsprämien kann eine sogenannte marktübliche Versicherungskommission in Prozenten der Prämie vergleichsweise hoch ausfallen. Es ist im Falle der R&W-Versicherung durchaus üblich, den Versicherungsbroker ähnlich einem Rechtskonsultenten auf Honorarbasis zu entschädigen und die Versicherungskommission von der offerierten Prämie abzuziehen zu lassen (*net of brokerage*).

Im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen gibt es noch weitere Instrumente des Versicherungsmarktes, die spezifische Risiken in eine Versicherung überführen können, beispielsweise zur Absicherung von steuerlichen Risiken, Umweltrisiken sowie Prozess- oder Kostenrisiken eines drohenden oder laufenden Rechtsstreits. Oft wird der Makler des Käufers auch zur Due Diligence der Versicherungsverträge der Zielgesellschaft beigezogen. Ob dieser auch über ausreichende Erfahrung und Kompetenz im Bereich der R&W-Versicherung verfügt, sollte im Einzelfall geprüft werden. Da die R&W-Versicherung einmalig bei einer Transaktion zum Abschluss kommt, empfiehlt es sich, im Zweifelsfall den Spezialisten beizuziehen.

2.9 Einbezug des M&A-Beraters

Nachdem die ersten unverbindlichen Quotierungen vorliegen, können Deckungsbausteine auf ihre haftungsrechtliche Relevanz untersucht werden. Dieser an sich selbstverständliche Schritt darf bei der R&W-Versicherung nicht unterschätzt werden, da der konkret zu versichernde Gegenstand häufig von den allgemeinen Klauseln der Bedingungswerke nicht erfasst wird und Nachbesserungsbedarf besteht. In der Regel überschreitet dieser Prüfungsschritt den Auftrag des betrauten Versicherungsbrokers, da eine Rechtsberatung vorzunehmen ist.

Im Rahmen der Versicherung kontinentaleuropäischer Risiken bedürfen englische Bedingungswerke oft der Nachbesserung. Eine rechtliche Überprüfung der Vertragsbedingungen erfordert wegen des unterschiedlichen Deckungsverständnisses entsprechenden Zeitaufwand. Englischsprachige R&W-Versicherungsbedingungen definieren etwa den Begriff „loss“ anders als deutschsprachige Verträge den Begriff „Schaden“. Entsprechender Klärungs- und Korrekturbedarf gegenüber dem Versicherer ist oft erforderlich¹³. In Abstimmung mit dem Versicherungsbroker beraten die M&A-Berater ihren Klienten hinsichtlich der rechtlichen Eigenheiten des Versicherungsvertrags besonders auch bei grenzüberschreitenden Transaktionen.

2.10 Zeitlicher Ablauf und Kosten der Risikoprüfung durch den Versicherer

Erfahrungsgemäß kommt die R&W-Versicherung spät im Prozess der Unternehmensprüfung auf die Tagesordnung der verhandelnden Parteien. Erste unverbindliche Quotierungen (*non-binding indications; NBIs*) hinsichtlich der zu erwartenden Prämie und der Standardbedingungen liegen meist schnell – innerhalb von zwei bis drei Arbeitstagen – vor. Bevor jedoch ein verbindliches Angebot auf dem Tisch liegt, vergehen teilweise bis zu vierzehn Tage. In der Praxis ist das Zeichnen einer R&W-Versicherung ein vierstufiger Prozess:

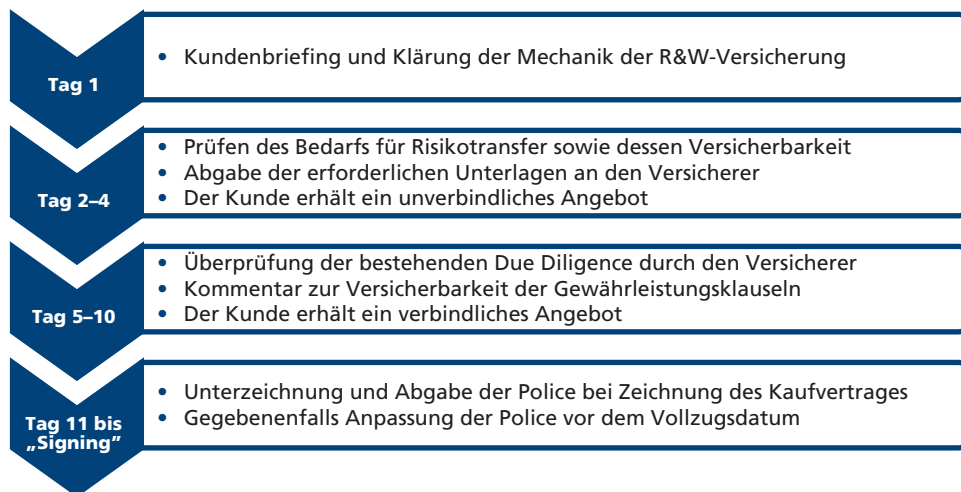
1. Nach Unterzeichnen der üblichen Vertraulichkeitserklärungen berät der Broker den Kunden, sei er der Verkäufer oder der Käufer, hinsichtlich der Mechanik der R&W-Versicherung. Es empfiehlt sich, den Broker frühzeitig, wenn möglich gar vor der Ausformulierung der Gewährleistungsklauseln, einzubeziehen.
2. Anschließend werden die Ausgangslage und der konkrete Bedarf für Risikotransfer sowie dessen Versicherbarkeit geprüft. Die angesprochenen Versicherer benötigen umfangreiche Unterlagen (vor allem einen SPA-Entwurf und die Prüfungsberichte) und gegebenenfalls Erklärungen des zukünftigen Versicherungsnehmers. Dieser Schritt dauert ein bis zwei Tage. Der Kunde erhält ein unverbindliches Angebot und entscheidet sich, mit welchem Versicherer er das Angebot weiter konkretisiert.
3. Sodann veranlasst der Versicherer eine eingehende Überprüfung der Due Diligence, die kostenpflichtig sein kann. Der Kunde erhält dafür eine Bewertung der Gewährleistungsrisiken durch einen außenstehenden Spezialisten. Zudem bringt sich der Versicherer bei der Formulierung der Gewährleistungsklauseln ein. Dies hat zwei Vorteile: Erstens fließt zusätzliches Know-how in die Formulierungen ein, und zweitens ermöglicht dieses Vorgehen einen lückenlosen Versicherungsschutz, indem die Versicherbarkeit der Gewährleistungsklauseln im Kauf-/Verkaufsvertrag von Beginn an sichergestellt wird. Der Kunde erhält ein verbindliches Angebot, das bis zum Vollzugstag (*closing date*) und oft auch einige Tage darüber hinaus gültig ist.
4. Zuletzt erfolgt die Unterzeichnung und Abgabe der Police. Dies erfolgt entweder gleichzeitig und am selben Tisch bei der Unterzeichnung des Kaufvertrags oder im Anschluss daran. Falls Vollzugsvereinbarungen zwischen Unterzeichnung und Vollzug bestehen, ist die Versicherungslösung vor dem Vollzugsdatum entsprechend anzupassen, um eine nahtlose Deckung während des Prozesses sicherzustellen.

Die Kommunikationskette „Versicherungsnehmer/Rechtsanwälte → Broker → Versicherer“ und zurück ist oft zeitaufwändig. Teilweise sind in der Vergangenheit Bemühungen, rechtzeitig eine R&W-Versicherung zu installieren, am Zeitaufwand der Platzierung beim Versicherer gescheitert. Um den Unternehmensverkauf nicht zu verzögern, sollte der Abschluss einer R&W-Versiche-

¹³ Steinkühler/Schnichels: „Warranty & Indemnity Insurance“ (www.wilhelm-rae.de).

Abb. 3 • Zeitlicher Ablauf

Quelle: Walker Risk Solution AG



zung idealerweise zeitgleich mit der Vorbereitung des Unternehmenskaufvertrags, das heißt mit der Aufnahme eigentlicher Vertragsverhandlungen zwischen den Parteien und deren Vertretern, erfolgen. Es kommen maßgeschneiderte Versicherungslösungen zur Anwendung, die auf den jeweiligen Unternehmenskauf abgestimmt sein müssen. Nehmen die Parteien den Abschluss einer R&W-Versicherung erst nach Abschluss des Unternehmenskaufvertrags in Angriff, kann dies zu Deckungslücken führen¹⁴.

2.11 Besonderheiten beim Auktionsverfahren

Im Auktionsverfahren stehen mehrere Kaufinteressenten in Konkurrenz. Die R&W-Versicherung hilft dem Verkäufer einerseits, den Kaufpreis zu optimieren. Andererseits dient die R&W-Versicherung im Rahmen eines Auktionsverfahrens vor allem dem Käufer in seiner strategischen Positionierung. Dem Käufer gelingt es oft, sein Angebot von dem seiner Mitbewerber abzuheben, indem er dank der Versicherung eine geringere Haftungsgrenze vom Verkäufer verlangen muss.

Vor allem bei komplexen Auktionen bietet sich die Gewährleistungsversicherung an, um die oft weit auseinander liegenden Positionen von Verkäufer und Bieter zu überbrücken und auf diese Weise Transaktionen zu ermöglichen, die sonst bei objektiver Analyse der damit verbundenen Risiken kaum zustande kommen würden.

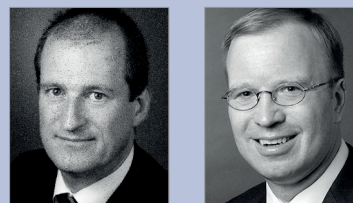
2.12 Grundzüge der Schadenregulierung

Die Erfahrung zeigt, dass die meisten Fälle aus Haftpflichtansprüchen Dritter an das Unternehmen abgeleitet sind oder aus Umständen entstehen, die beide Parteien nicht antizipiert hatten. Aus zeitlicher Sicht werden erste Ansprüche ausgelöst, sobald erstmals ein Audit stattgefunden hat oder nach einer Veränderung im

Management des gekauften Unternehmens. Insbesondere Ansprüche aus dem Steuer- und Umweltbereich können auch wesentlich später auftreten beziehungsweise geltend gemacht werden.

3. Zusammenfassung und Fazit

Unternehmenskäufer treffen aufgrund der mangelnden Durchsetzbarkeit von Verkäufergewährleistungen und einer geringen Verkäuferbonität häufig auf Schwierigkeiten, die nicht durch niedrigere Kaufpreise ausgeglichen werden können. M&A-Versicherungen sind besondere Versicherungslösungen für Unternehmenstransaktionen, die mit hohem strategischem Nutzen sowohl für Käufer als auch Verkäufer Wettbewerbsvorteile und Verhandlungsspielräume eröffnen. Durch den Einsatz dieser vergleichsweise günstigen Versicherungslösungen können Transaktionshindernisse beseitigt werden, was letztendlich zu einer *Win-Win*-Lösung für alle Beteiligten führt. Gerade zu Zeiten der Finanzkrise und des volatilen Marktumfeldes ist das Sicherheitsbedürfnis der Beteiligten gestiegen. Außerdem können M&A-Versicherungen strategisch eingesetzt werden, um sich einen Wettbewerbsvorteil bei einem Auktionsverfahren zu verschaffen.



Gregory Walker ist seit 2010 Geschäftsführer der Walker Risk Solution AG, einem bei der FINMA registrierten, unabhängigen Versicherungsbroker. Zu seinen Tätigkeitsschwerpunkten zählen (Haftpflicht-) Versicherungslösungen für Vermögensverwalter, Fonds- und Beteiligungsgesellschaften. Im Jahre 2004 – als Financial Lines Manager beim Versicherungskonzern AIG – zeichnete er die ersten R&W-Versicherungen auf dem Schweizer Markt. gregory.walker@risksolution.ch

Dr. Thomas M. Manssdorfer, Underwriting Manager, leitet bei ANV das M&A-Versicherungsgeschäft. In Zusammenarbeit mit spezialisierten Brokern und Versicherungspartnern bietet ANV auf die jeweiligen Risiko- und Kundenprofile abgestimmte M&A-Versicherungslösungen an (R&W-Garantieversicherung, Umwelthaftpflichtversicherung, Versicherung steuerlicher Haftungsrisiken, Prospekthaftungsversicherung sowie Versicherung drohender Zahlungsansprüche aus anhängigen Gerichtsverfahren). thomas.manssdorfer@anv.eu.com

¹⁴ Steinkühler/Schnichels: a.a.O., 1.