

Eine Initiative von

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

GoingPublic
Magazin

VentureCapital
Magazin

www.ma-review.de
www.goingpublic.de
www.vc-magazin.de

M&A Markt Deutschland

Weiterhin gute
Aussichten

W&I-Policen

Auf dem Weg zum
Standardwerkzeug

Claims

Steigende Fallzahlen
und neue Normalität

Cross-Border-Transaktionen

Herausforderungen
und Trends

Juni 2019

Special

M&A Insurance

Grundlagen – Praxis – Trends

2. Jg.

IMPRESSIONEN vom
3. M&A Insurance Summit
Hamburg, 13. Juni 2019

The largest global team in the industry.
\$200 million in capacity.
Thousands of transactions completed.



Our expertise helps M&A deals **take off**.

Liberty Global Transaction Solutions with strong local leadership.

Liberty Global Transaction Solutions is a global leader in M&A insurance. Our DACH team brings a wealth of experience to your region. We have a presence in ten jurisdictions throughout EMEA, the Americas and APAC – including the largest team of underwriters with Tax Insurance and W&I expertise in the London Market. We are multilingual and leverage our local knowledge with our global network to help our clients navigate highly complex multi-jurisdictional transactions. Our underwriters close in excess of 500 deals a year and average nearly a decade of M&A experience across a variety of industries. Direct access to senior management enables us to accomplish more on a local level with faster response times and flawless execution. To learn more go to www.libertygts.com.



Liberty
Global Transaction
Solutions™

Your dedicated DACH Team



Dr. Markus Messinger



Dr. Daniel Müller



Dr. Sebastian Schmitt

Some policies may be placed with a surplus lines insurer. Surplus lines insurers generally do not participate in state guaranty funds and coverage may only be obtained through duly licensed surplus lines brokers.
© 2019 Liberty Mutual Insurance. Insurance underwritten by Liberty Mutual Insurance Co., Boston, MA, or its affiliates or subsidiaries.

Editorial

Wachstumsmarkt M&A Insurance



Markus Rieger, Vorstand,
GoingPublic Media AG

Liebe Leser,

in Ihren Händen halten Sie das zweite Special „M&A Insurance“ von M&A REVIEW, GoingPublic Magazin und VentureCapital Magazin, das in einem Vorabdruck bereits zum 3. M&A Insurance Summit am 13. Juni in Hamburg erschienen ist* und in der vorliegenden Fassung noch leichte Anpassungen erfahren hat. Sehr wichtig ist es mir, mich für das umfangreiche Feedback zur ersten Auflage zu bedanken. Ihre Hinweise, Anregungen, Ideen und auch kritischen Anmerkungen helfen uns, das Special zu entwickeln und zu verbessern. Deshalb lade ich Sie ein, auch weiterhin den engen Kontakt zu suchen und uns wissen zu lassen, was wir noch optimieren können.

Der Markt für M&A-Versicherungen ist in den vergangenen Monaten im DACH-Raum weiter gewachsen und hat neue Nutzergruppen erreicht. Damit wächst auch das Informationsbedürfnis. Denn obwohl die Warranty&Indemnity-Police ganz offensichtlich auch hierzulande auf dem Weg zum Standard-Tool im Transaktionsprozess ist, bleibt sie ein erklärungsbedürftiges Produkt – zumal sie individuell ausgestaltet wird und immer durch eine Vielzahl unterschiedlicher Rahmenbedingungen, Parameter und Annahmen bestimmt ist.

Es bleibt also für uns als Medienhaus mit Spezialisierung Unternehmensfinanzierung, neudeutsch „Corporate Finance“, stets die Aufgabe, Unternehmern, M&A-Häusern und Finanzinvestoren, die auf Käufer- und Verkäuferseite von M&A-Prozessen stehen, einen Überblick zum Markt, zu den Grundlagen und Entwicklungen und zur ganz konkreten Anwendung von M&A-Policen zu geben. Diesem Anspruch kommen wir von der GoingPublic Media-Gruppe in Zusammenarbeit mit vielen bedeutenden Marktteilnehmern gerne nach.

Die Aussichten für weiteres Wachstum sind hervorragend, da sich jene, die das Tool bereits nutzen, ausgesprochen zufrieden zeigen. Und weil Experten davon ausgehen, dass die Deal-Pipeline weiterhin bestens gefüllt bleibt, wie unter anderem Michael Drill von Lincoln ab Seite 10 ausführt, stimmen auch zukünftig die Rahmenbedingungen. Darüber hinaus treten inzwischen auch vermehrt Versicherungslösungen für „bekannte Risiken“ ihren Siegeszug an, was als Trend gerade auch 2019 auszumachen ist.

Stichwort neue Nutzergruppen: Auch jene Marktteilnehmer, die dem Mittelstand zuzuordnen sind, sammeln zunehmend Erfahrungen mit W&I-Policen, setzen sie häufiger ein und profitieren von den Vorteilen, wie das Gespräch mit Dr. Christina Silberberger (HannoverFinanz) ab Seite 22 verdeutlicht. Dies sind nur zwei Beispiele, mit denen wir die Branche beleuchten. Ich lade Sie ein, eine Fülle interessanter Artikel mit – wie wir hoffen – hohem Lesernutzen in der vorliegenden Publikation zu entdecken.

Gedankt sei an dieser Stelle den Partnern des Specials (ab Seite 40), ohne die eine solche Sonderveröffentlichung nicht möglich wäre. Ein besonderes Dankeschön geht an die Verantwortlichen des M&A Insurance Summit, allen voran Aon und der Kanzlei Dentons. Wir freuen uns, als Partner auch künftig zum Gelingen des Veranstaltungsformats – 2020 dann bereits in der vierten Auflage – beitragen zu dürfen. Einen Vorgeschmack bieten Ihnen, sollten Sie 2019 noch nicht dabei gewesen sein, die 2019er Impressionen auf den Seiten 24 und 25.

Ihr

*) Die vorliegende, finale Version liegt ab 28. Juni der M&A REVIEW (Nr. 7-8/2019), dem GoingPublic Magazin (Ausgabe August 2019) und dem VentureCapital Magazin (Nr. 7/2019) in einer Gesamtauflage von rund 8.000 Exemplaren bei.



Large-Cap-Transaktionen halten besondere Anforderungen für die Verhandlungsparteien bereit. Eine Übersicht.

*Dr. Markus Messinger (Foto),
Dr. Daniel Müller, Dr. Sebastian
Schmitt, Liberty GTS*

Seiten 14–16



Die käuferseitige Due Diligence unterliegt exakten Anforderungen, um zur lückenlosen Deckung des Garantiekatalogs zu gelangen.

*Dr. Markus Rasner (Foto), Till Liebau,
Gunnar Knorr, Oppenhoff & Partner*

Seiten 18–20



Cross-Border-Transaktionen erfordern lokale Teams mit lokalen Kenntnissen, weil Rechtsräume, Kommunikation und Kulturen sehr unterschiedlich sind.

*Birgit Rummel (Foto), Adrià Vázquez
A.J. Kritzman, Tokio Marine HCC*

Seiten 34–35

3 Editorial Wachstumsmarkt M&A Insurance

Einführung & Grundlagen

6 Auf dem Weg zum Standardwerkzeug bei M&A-Transaktionen
M&A-Versicherung: Vorteile gleichermaßen für Verkäufer und Käufer führen zu steilem Anstieg der Zahl an Policen
Nikola Pamler, Aon

10 M&A-Markt Deutschland: Weiterhin gute Aussichten
Globalisierung, Digitalisierung, Industrie 4.0, E-Commerce und Elektromobilität übernehmen die Rolle als Treiber
*Dr. Michael R. Drill,
Lincoln International*

Praxis

14 Besonderheiten bei Large-Cap-Transaktionen
Große M&A-Transaktionen verlangen maßgeschneiderte Versicherungslösungen
*Dr. Markus Messinger, Dr. Daniel Müller, Dr. Sebastian Schmitt,
Liberty GTS*

18 „Fully Insurable“ Due Diligence
Anforderungen an die käuferseitige Due Diligence zur lückenlosen Deckung des Garantiekatalogs
*Dr. Markus Rasner, Till Liebau,
Gunnar Knorr, Oppenhoff & Partner*

22 „Für Unternehmensverkäufer ist eine W&I-Police ein ganz tolles Produkt“
Interview mit Dr. Christina Silberberger, HANNOVER Finanz

24 Impressionen
3. M&A Insurance Summit
Hamburg, 13. Juni 2019

26 Charme der W&I-Police überzeugt immer mehr Investoren
Umfrage: Rückgang der Prämien und Verkäufermarkt unterstützen zunehmende Verbreitung von M&A-Versicherungslösungen

30 Hohe Preise – hohes Enttäuschungsrisiko
W&I-Claims: Ein aktueller Schadensfall zeigt, wie Entscheider erfolgreich mit Ansprüchen umgehen können
*Ingo Schleis, Christin Colditz,
KPMG*

Trends

34 „Rally Support Vehicle“ bei länderübergreifenden Transaktionen
W&I-Versicherung: Besondere Herausforderungen durch Unterschiede in Rechtssystemen, Kommunikation, Kultur – ein Business Case
*Birgit Rummel, Adrià Vázquez,
A. J. Kritzman, Tokio Marine HCC*

36 AIG-Studie 2019: Steigende Anzahl der Meldungen und höhere Schäden
Quote insbesondere bei Large-Cap-Transaktionen gestiegen – Steuerschäden im Fokus
*Dr. Dennis Froneberg,
Bernd Dreier, AIG*

Service

40 Partner des Specials im Portrait

43 Impressum

45 Glossar

DANKE*



Foto: © N. Washin - Breen - stock.adobe.com

*) Das Special „M&A Insurance 2019“ entstand mit freundlicher Unterstützung von



OPPENHOFF & PARTNER

Rechtsanwälte



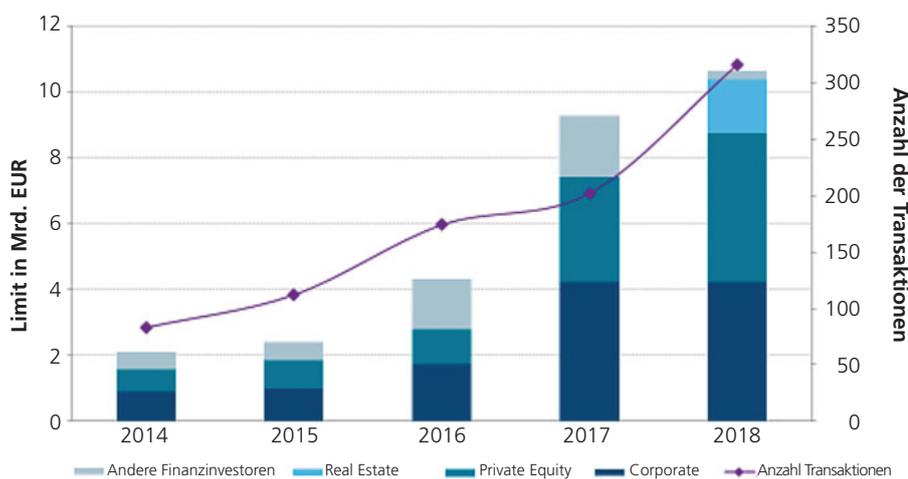
TOKIO MARINE
HCC

Auf dem Weg zum Standardwerkzeug bei M&A-Transaktionen

M&A-Versicherung: Vorteile gleichermaßen für Verkäufer und Käufer führen zu steilem Anstieg der Zahl an Policen

Nie zuvor haben die Käufer bei M&A-Transaktionen in Europa die Risiken aus Garantiebrüchen häufiger versichert als im vergangenen Jahr. Blickt man auf die letzten fünf Jahre zurück, lässt sich sogar ein stark exponentieller Anstieg beobachten.
Von Nikola Pamler

Abb. 1: Gesamtlimiten und Anzahl der über Aon versicherten Transaktionen in EMEA (EUR)



Quelle: Aon

konten (sog. Escrow Accounts) zur Regulierung potenzieller Garantieverletzungen zurückgehalten werden musste, hat heute gerade dieser Clean Exit viele Transaktionen erst ermöglicht, da Eigentümer oder institutionelle Investoren erst durch diese Sicherheit zum Verkauf bereit waren.

Käufer kann direkt Versicherung in Haftung nehmen

Die Vorteile liegen jedoch nicht nur auf der Seite des Verkäufers – denn sonst wäre es den Verkäufern kaum möglich, bei so vielen Transaktionen die Käufer zum Abschluss einer W&I-Versicherung zu bewegen. Während Verkäufer sich früher durchaus selbst bis zur Höhe der damals gegebenen Haftungshöchstgrenzen gegen Inanspruchnahme aus eventueller Garantiebrücke versichert haben (verkäuferseitige Versicherung), schließt heute

Was motiviert Käufer und Verkäufer, in den zeitlich zumeist eng getakteten M&A-Prozess noch weitere Parteien wie einen Makler, einen Versicherer und einen Berater hinzuzuziehen, was eindeutig die Komplexität erhöht und zudem weitere Ressourcen beansprucht? Hier müssen die Vorteile, die eine solche Versicherung mit sich bringt, die Nachteile deutlich überwiegen.

W&I-Police erlaubt Clean Exit

Und dies ist in der Tat so, denn eine M&A-Versicherung (auch Garantievericherung oder Warranty-&-Indemnity-(W&I)-Versicherung genannt) ermöglicht es dem Verkäufer, ein Unternehmen möglichst gewinnbringend zu verkaufen, da er auf

der einen Seite umfangreiche Garantien abgeben kann – was viele Käufer zu einem höheren Kaufpreis motiviert – und auf der anderen Seite nicht wie früher üblich eine spürbare Haftungshöchstgrenze („seller cap“) akzeptieren muss. Im Gegenteil: Durch Einsatz einer M&A-Versicherung sind die Haftungshöchstgrenzen üblicherweise auf 1 EUR gesunken. Dies bedeutet, dass ein Verkäufer mithilfe einer M&A-Versicherung einen sog. Clean Exit erreichen kann. Denn wenn der Kaufvertrag eine Haftungshöchstgrenze von 1 EUR vorsieht, kann der Käufer den Verkäufer bei Garantieverletzungen nicht mehr in Haftung nehmen.

Während früher – bei Verkäufen ohne M&A-Versicherung – ein Teil des Kaufpreises bis zu zehn Jahren auf Treuhand-



ZUR AUTORIN

Nikola Pamler ist deutsche Volljuristin und arbeitet seit vier Jahren als Broker für M&A-Versicherungen. Seit 2016 ist sie Head of Transaction Solutions DACH bei **Aon**.



Foto: © kritchanut – stock.adobe.com

der Vendor Due Diligence dem Inhalt der Garantien anzupassen, denn diese Vendor-Due-Diligence-Reporte stellen die Grundlage für das Underwriting – also die Risikoeinschätzung der Versicherung – dar.

Um den Bietern gemeinsam mit dem Kaufvertrag einen ersten Policenentwurf liefern zu können, muss der Makler zuvor aktiv werden und auf Basis des ersten Entwurfs des Kaufvertrages Angebote der Versicherer (sog. Non-Binding Indications) einholen. Derzeit gibt es auf dem europäischen Versicherungsmarkt etwas mehr als 20 Versicherer, die M&A-Policen anbieten. Während vor etwa fünf Jahren noch alle diese Versicherer ausschließlich von London aus operiert haben, hat in den letzten Jahren ein starker Trend hin zu lokalen Spezifizierungen begonnen. So haben viele Versicherer Zweigniederlassungen in Deutschland, Frankreich oder Spanien gegründet und stellen vermehrt juristisch lokal qualifizierte Underwriter ein. So können sie in den entsprechenden Sprachen und Rechtsordnungen Policen anbieten, die den Kaufvertrag bezüglich Sprache und Rechtsordnung sozusagen spiegeln.

Makler trifft Vorauswahl

Üblicherweise trifft der Makler eine Vorauswahl von fünf bis acht Versicherern, von welchen er die Non-Binding Indications einholt, die er dann für seinen Auftraggeber (üblicherweise den Verkäufer) in einem übersichtlichen „NBI-Report“ präsentiert. Der Verkäufer kann sich nun entscheiden:

- ◆ Entweder er stellt seinen Bietern allein diesen Report mit der Anweisung zur Verfügung, sich selbst für eines der Angebote zu entscheiden und sich nun selbst für die weiteren Schritte mit dem Makler in Verbindung zu setzen. Dieser Prozess wird im Fachjargon auch als Seller-Buyer-Flip bezeichnet, da das Mandatsverhältnis des Verkäufers mit dem Makler hier endet und ein neues Mandat zwischen dem Käufer und einem neuen „Clean Team“ des Maklers geschlossen wird.
- ◆ Oder der Verkäufer startet das Underwriting mithilfe der Due-Diligence-Reporte bereits auf der Verkäuferseite und präsentiert dann den Bietern oder gegebenenfalls nur dem erfolgreichsten Bieter eine vorverhandelte M&A-Police („Stapled Policy“). Diese kann

dann vom erfolgreichen Bieter in kurzer Zeit und mit deutlich geringerem Arbeitsaufwand auf dessen Kaufvertrag angepasst werden.

Gründe hierfür sind in der Regel großer Zeitdruck und ein sehr kompetitiver Bieterprozess. Auch komplexere oder besonders große Transaktionen, für die lediglich ein oder zumindest sehr wenige Versicherer Angebote abgegeben haben, bieten sich für einen solchen Stapled Process an, da man hier den Versicherungsprozess gerne von der Verkäuferseite aus steuern möchte, um zu verhindern, dass der „unerfolgreichste Bieter“ hier den einzigen Versicherer „conflicted“ und somit für den siegreichen Bieter eine Police von diesem Versicherer unmöglich macht.

Selbstverständlich sind der klassische Seller-Buyer-Flip und der Stapled Process nur zwei Beispiele, wie ein Verkäufer eine M&A-Police in seinen Verkaufsprozess integrieren kann. Dazwischen gibt es zahlreiche weitere Abwandlungen, die je nach Transaktionsstruktur empfehlenswert sind und die helfen, den Prozess der M&A-Police für alle Parteien so geräuschlos wie möglich in die Transaktion zu integrieren. Zudem steht es jedem Käufer frei, sich selbst um eine M&A-Police zu kümmern und nicht auf die Empfehlung des Verkäufers zu warten.

Fazit

Mit einem gut strukturierten Prozess und einer zielführenden Strategie, eine M&A-Police in den Verkaufsprozess zu integrieren, überwiegen die Vorteile für beide Parteien, wodurch die Transaktion an sich beschleunigt und die Verhandlung über Umfang sowie Tragweite der Garantien auf ein Minimum beschränkt wird. Daher ist es nicht verwunderlich, dass die Anzahl der versicherten Transaktionen in den letzten Jahren so deutlich angestiegen ist und auch im Jahr 2019 voraussichtlich weiter ansteigen wird. ■

"Absolutely customer and solution oriented."

*Mandant in: Chambers Europe, 2019
(Corporate/M&A: Mid-Market)*

Qualität mit Reichweite

Als Full Service-Kanzlei beraten wir in allen wichtigen Bereichen des Wirtschaftsrechts – national und international. Unsere Anwältinnen und Anwälte wie auch unsere weltweiten Partnerkanzleien zählen zu den führenden Experten in zahlreichen Rechtsgebieten. Ihre industriespezifische Erfahrung garantiert eine umfassende Beratung von Unternehmen und Unternehmen auch bei komplexesten Fragestellungen.

Qualität im Web: www.oppenhoff.eu/akademie

OPPENHOFF & PARTNER

Rechtsanwälte

M&A-Markt Deutschland: Weiterhin gute Aussichten

Globalisierung, Digitalisierung, Industrie 4.0, E-Commerce und Elektromobilität übernehmen die Rolle als Treiber

Nach zehnjähriger Aufschwungphase scheint sich die Konjunktur in Deutschland seit Jahresanfang zunehmend einzutrüben. Gleichwohl ist für die kommenden anderthalb Jahre eine weiterhin rege Übernahmeaktivität deutscher Firmen zu erwarten, denn es gibt eine Reihe neuer Treiber. Damit dürfte die Nachfrage nach W&I-Policen weiter steigen. **Von Dr. Michael R. Drill**

Stagnierende Aktienkurse, der anstehende Brexit, der Handelskrieg zwischen den USA und China, drohende Zölle sowie vermehrte Gewinnwarnungen bei Großkonzernen sind für das M&A-Geschehen in Deutschland alles andere als förderlich. Gleichwohl erwarten wir für die kommenden anderthalb Jahre eine weiterhin rege Übernahmeaktivität deutscher Firmen. Unsere aktuelle Mandatspipeline sowie die zahlreichen Gespräche, die wir mit Großkonzernen und Vertretern der Private-Equity-Industrie führen, bestätigen diesen Ausblick.

Während in den letzten Jahren eine boomende Volkswirtschaft, niedrige Zinsen, hohe Unternehmensbewertungen und eine starke Euphorie den Markt für Unternehmenskontrolle prägten, stehen zukünftig andere Treiber für Mergers & Acquisitions im Vordergrund: Globalisierung, Digitalisierung, Industrie 4.0, E-Commerce und Elektromobilität zwin-

TREIBER FÜR DEN DEUTSCHEN M&A-MARKT 2020

- ◆ Globalisierung der Märkte und Zwang zu kritischer Größe
- ◆ Elektromobilität stellt Geschäftsmodelle der Autoindustrie infrage
- ◆ Digitalisierung und Industrie 4.0 als Wettbewerbsvorteil
- ◆ Anhaltendes Zinsniveau und überschüssige Liquidität im Markt
- ◆ Handelsstreit zwischen USA und China lenkt den Fokus auf Deutschland

BRANCHEN MIT STARKER M&A-AKTIVITÄT 2020

- ◆ Technology und Medien
- ◆ Gesundheitswesen und Medizintechnik
- ◆ Automobilzulieferer
- ◆ Einzelhandel und E-Commerce
- ◆ Finanzdienstleistungen

gen viele Unternehmen, sich über Akquisitionen zu stärken oder aber unter das Dach eines größeren Konkurrenten zu schlüpfen.

Wir gehen davon aus, dass nahezu alle Branchen von Fusionen und Übernahmen betroffen sein werden, wobei der Anteil konjunkturunabhängiger Branchen weiter zu lasten der zyklischen Industriesektoren zunehmen wird. Überdurchschnittliche M&A-Aktivitäten sehen wir in den Bereichen Technology, Media und Communications, wobei viele Erwerber interessanterweise Industrie- bzw. Nicht-Tech-Unternehmen sein werden. Für viele Konzerne sind Akquisitionen von Software- oder IT-Firmen sowie von Start-ups eine Antwort auf die Herausforderungen durch Digitalisierung und Industrie 4.0. Durch den Zukauf von kreativer Innovationskraft versuchen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen, Know-how-Defizite zu egalisieren und sich fit für die Zukunft zu machen. Eine Sonderkonjunktur bei M&A erwarten wir zudem im wachsenden Healthcare-Sektor sowie in der zunehmend unter Druck geratenen Automobilindustrie.

Stete Prüfung der Portfolios

Kürzere Produkt- und Unternehmenszyklen, Herausforderungen im Kerngeschäft und gelegentlich vorangegangene Großakquisitionen zwingen deutsche Großkonzerne zu einer aktiven und ständigen Prüfung ihres Unternehmensportfolios. Weitere Gründe für das zunehmend schnelle „Drehen“ von Konzernportfolios sind der steigende Druck von aktivistischen Großaktionären sowie die latente Gefahr einer feindlichen Übernahme. In der Konsequenz führt dies dazu, dass viele Gesellschaften es sich nicht mehr leisten können, Portfolioarrondierungen auf die lange Bank zu schieben.



ZUM AUTOR

Dr. Michael R. Drill ist Vorstandsvorsitzender der **Lincoln International AG**, eines auf M&A-Beratung spezialisierten Beratungshauses mit weltweit über 550 Mitarbeitern. Lincoln International verfügt über eigene Büros in den weltweit zehn größten Volkswirtschaften. 2018 hat Lincoln International weltweit über 200 und in Deutschland 28 M&A-Transaktionen erfolgreich abgeschlossen.

M&A – Versicherungen

Unser Angebot umfasst die Deckung von Risiken aus der Verletzung von Garantien und steuerlichen Freistellungen sowie die Deckung möglicher Schäden, die sich aus bekannten, aber nicht quantifizierbaren Risiken ergeben. Wir können Policen in mehr als 80 Jurisdiktionen weltweit platzieren sowie in allen 50 US-Staaten.

Zur Deckung transaktionsbezogener Risiken bieten wir insbesondere die folgenden Produkte an:

- Warranty & Indemnity Versicherung – sog. „European style“-Deckung und „U.S. style“-Deckung;
- Versicherung für Steuerrisiken („Tax Liability Insurance“);
- Umwelt-Versicherung; oder
- Cyber Versicherung.

Unsere Underwriting-Expertise:

Alle unsere Senior Underwriter sind M&A Anwälte oder Steuerberater aus verschiedenen Jurisdiktionen, die über mindestens zehn Jahre Erfahrung im Bereich der M&A-Beratung bzw. im Bereich des Underwritings von M&A-Versicherungen verfügen. Unser M&A Team hat eine besondere Expertise für Cross-border-M&A-Transaktionen. Zudem ist unser M&A Team auf die Deckung von US-Transaktionen und die Integration von typischen US-Style Deckungsvarianten in deutschrechtlichen Policen spezialisiert.

Unsere Senior-Underwriter für den deutschen Markt sind:



Stephanie Schuster
Senior underwriter
stephanie.schuster@beazley.com



Tim Allen
Underwriter & focus group leader
Mergers & Acquisition
tim.allen@beazley.com

Unsere Expertise in der Schadensregulierung:

Unser auf M&A-Versicherungen spezialisiertes Schaden-Team besteht aus Litigation-Anwälten, die jeweils über mindestens acht Jahre Erfahrung im Bereich Schadensregulierung verfügen.

Mehr erfahren Sie unter [beazley.de](https://www.beazley.de)

beazley

beautifully
designed
insurance

Top-15-Verkäufe deutscher Unternehmen 2019 (Januar bis Mai)*

Ankündigung 2019	Zielunternehmen	Sektor	Wert	Verkäufer	Käufer
März	DVB Bank (Aviation Finance)	Banking	5,6 Mrd. EUR	DVB Bank	MUFG Bank (Japan)
März	Evonik Plexiglas	Chemie	3,0 Mrd. EUR	Evonik	Advent International
Februar	Veja Mate Offshore	Energie	2,3 Mrd. EUR	Siemens Financial Services	KGAL-Konsortium
Februar	IFCO	Logistik	2,2 Mrd. EUR	Brambles	Triton & ADIA
Mai	Saint-Gobain Building Distribution Deutschland	Industrie	335 Mio. EUR	Saint-Gobain	STARK GROUP (Dänemark)
Februar	Tom Tailor	Bekleidung	232 Mio. EUR	Streubesitz	Fosun (China)
Mai	Plusnet	Technologie	229 Mio. EUR	QSC	EnBW
Mai	C3	Pharma	226 Mio. EUR	Bionorica	Canopy Growth (Kanada)
Februar	VTG	Logistik	211 Mio. EUR	Streubesitz	Morgan Stanley
Februar	Terex (Demag Cranes)	Industrie	190 Mio. EUR	Terex	Tadano (Japan)
Mai	VARTA Consumer Batteries	Energie	180 Mio. EUR	Energizer Holdings (USA)	VARTA AG
Januar	ZIEMANN SICHERHEIT	Dienstleistungen	160 Mio. EUR	HANNOVER Finanz	Loomis (Schweden)
Februar	Wild Bunch	Medien	152 Mio. EUR	Streubesitz	Voltaire Finance (Niederlande)
April	vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste	Technologie	130 Mio. EUR	The Carlyle Group	Infront (Norwegen)
Januar	KME Germany	Industrie	119 Mio. EUR	Familie	Zhejiang Hailiang (China)

*) Transaktionen mit veröffentlichtem Transaktionswert
Quelle: Mergermarket

In den zahlreichen Gesprächen, die wir mit Vertretern von größeren börsennotierten AGs oder Familienunternehmen führen, werden derzeit vielerorts Tochtergesellschaften und Geschäftseinheiten nicht mehr zum Kerngeschäft gezählt und zum Verkauf freigegeben. Aufgrund des anhaltend guten sowie liquiden M&A-Marktumfeldes erwarten wir daher eine deutliche Zunahme bei sogenannten „Corporate Divestments“ im Jahr 2020. Primär wird es sich hierbei um unterdurchschnittlich profitable Geschäftsaktivitäten handeln, die die Rendite und das Wachstumsprofil der Konzerne beeinträchtigen.



Aufgrund des anhaltend guten sowie liquiden M&A-Marktumfeldes erwarten wir eine deutliche Zunahme bei sogenannten „Corporate Divestments“ im Jahr 2020.

Für Eigentümer deutscher Mittelstandsfirmen dürfte in den kommenden Monaten das Fenster nach wie vor weit offen sein für die erfolgreiche Umsetzung eines Unternehmensverkaufs. Die Übernahme deutscher Hidden Champions steht bei ausländischen Großkonzernen und bei Finanzinvestoren weiterhin ganz oben auf der Prioritätenliste. Für solide und profitable Unternehmen werden weiterhin sehr attraktive Kaufpreise gezahlt. Eine ähnliche Preisentwicklung ist an den Aktienmärkten festzustellen: Gemäß Bloomberg werden aktuell etwa die DAX30-Unternehmen im Durchschnitt mit einem EBITDA-Multiplikator von über 13 bewertet, MDAX-Unternehmen sogar mit einem Faktor von 14. Angesichts der historisch niedrigen Verzinsung von Staatsanleihen haben sich auch die Renditeforderungen der Investoren und Großkonzerne signifikant nach unten angepasst – für Unternehmensbewertungen werden deutlich geringere Diskontierungssätze als noch vor einigen Jahren zugrunde gelegt. Bei Industriekonzernen pendelt sich der Kapitalkostensatz derzeit bei 9% bis 10% ein: Viele Finanzinvestoren begnügen sich heute mit Renditen von 15% bis 20% statt wie bisher 25%. Vor diesem Hintergrund erscheinen die gezahlten EBITDA-Multiplikatoren bei M&A-Deals keineswegs überzogen.

Markt keinesfalls überhitzt

Dass der gegenwärtige Markt gesund und nicht überhitzt ist, zeigt im Übrigen auch die Tatsache, dass es im Gegensatz zu den Hype-Phasen in den Jahren 2000 und 2007 heute nur noch in Ausnahmefällen den einfachen und schnellen Deal gibt. Im Gegenteil: Käufer agieren in den Due-Diligence-Prozessen überaus sorgfältig und lassen sich bei Bieterverfahren nicht unter Zeitdruck setzen. Dies gilt insbesondere für strategische Käufer, bei denen die zuständigen Managementteams sich ihrer Sorgfaltspflicht stark bewusst sind. Neben zahlreichen Management-Meetings und umfassenden Workshops zum strategischen Fit und zur Post Merger Integration prüfen die Käufer die Zielunternehmen im Detail auf die Werthaltigkeit ihrer Vermögenswerte und das Vorhandensein etwaiger Risiken und Verpflichtungen.

In diesem Zusammenhang sehen wir bei unseren Transaktionen immer öfter den Einsatz von Warranty-&Indemnity-(W&I)-Versicherungen, insbesondere bei Deals, bei denen Private-Equity-Investoren eingebunden sind. Angesichts einer Vielzahl von Vorteilen sowohl auf der Verkäufer- als auch der Käuferseite dürfte es eine Frage von nur noch wenigen Jahren sein, bis der Abschluss einer W&I-Versicherung zum Standard jeder M&A-Transaktion wird. ■



Mind over risk:

The secret behind successful merger and acquisition deals and the people who insure them



TOKIO MARINE
HCC

As well as holding extensive experience and in-depth knowledge of worldwide transaction risk related issues, our dedicated transaction risk insurance team of underwriting, lawyers and claims specialists offers a fast and efficient service.

Being internationally focused means that, wherever you are based, we have the intelligence to help you close the deal successfully.

TRITeam@tmhcc.com

tmhcc.com

Tokio Marine HCC is a trading name of Tokio Marine Europe S.A., which is a member of the Tokio Marine HCC Group of Companies.

Tokio Marine Europe S.A., ("the Insurer"), is authorised by the Luxembourg Minister of Finance and regulated by the "Commissariat aux Assurances (CAA)" Registered with the "Registre de commerce et des sociétés, Luxembourg" No. B221975. Registered office: 33, Rue Sainte Zithe, L-2763, Luxembourg; Operating through its Spanish Branch, registered with the "Registro de Entidades Aseguradoras de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones" under the code E0236. VAT number in Spain ("N.I.F") W0186736-E. Registered with the Registro Mercantil de Barcelona, at volume 46.667, page 30, sheet number B-527127, registration entry 1.

Tokio Marine HCC

Besonderheiten bei Large-Cap-Transaktionen

Große M&A-Transaktionen verlangen maßgeschneiderte Versicherungslösungen

M&A-Transaktionen mit einem Enterprise Value des Zielunternehmens von 1 Mrd. EUR oder mehr (sog. Large-Cap-Transaktionen) stellen die beteiligten Parteien vor besondere Herausforderungen. Umso wichtiger ist es, die W&I-Versicherung nahtlos in den Unternehmenskaufprozess einzufügen und so zum Gelingen der Transaktion beizutragen.

Von Dr. Markus Messinger, Dr. Daniel Müller und Dr. Sebastian Schmitt

Prinzipiell ist die Struktur von Large-Cap-Transaktionen und der entsprechenden W&I-Versicherung mit derjenigen bei kleineren und mittelgroßen Transaktionen vergleichbar. Allerdings gibt es auch einige Unterschiede und Besonderheiten. Hierzu zählen z.B. Trees bei Auktionsprozessen, verstärkte Auslandsaktivitäten der Zielgesellschaften, Carve-out-Aspekte und gegebenenfalls Tower-Strukturen bei der W&I-Versicherung.

Trees bei Auktionsprozessen

Regelmäßig sind Large-Cap-Transaktionen als vom Verkäufer aufgesetzte Auktionsprozesse ausgestaltet. Um nach der Auswahl des erfolgreichen Bieters möglichst schnell die Transaktion inklusive W&I-Versicherung abschließen zu können, werden spätestens im Stadium der Kaufvertragsverhandlungen die Anbieter von entsprechenden Versicherungen durch käuferseitige Einschaltung eines Maklers angesprochen.

In einigen Fällen holt jedoch der Verkäufer bereits vor Öffnung des Datenraums für die Interessenten über seinen Makler Angebote für eine käuferseitige W&I-Versicherung ein, welche er dann den Bietern zur Verfügung stellt. Dabei ist zwischen dem Hard-Staple- und dem Soft-Staple-Underwriting zu unterscheiden. Versicherungsnehmer ist in beiden Fällen der Käufer.

Beim Soft-Staple-Underwriting holt der Verkäufer vom Versicherungsmarkt nur eine unverbindliche Indikation ein. Der

Versicherer für das Underwriting wird anschließend vom Bieter ausgesucht. Das entsprechende Underwriting basiert hauptsächlich auf der käuferseitig durchgeführten Due Diligence.

Beim Hard-Staple-Underwriting hingegen führt ein vom Verkäufer ausgewählter Versicherer bereits ein umfassendes Underwriting auf Basis der verkäuferseitigen Due Diligence durch (daher auch Sell-Side-Underwriting genannt). Das Ergebnis des Hard-Staple- bzw. Sell-Side-Underwriting ist eine nahezu unterschriftsreife Versicherungspolice, welche unter Berücksichtigung der käuferseitigen

Due Diligence lediglich noch auf den endgültig verhandelten Unternehmenskaufvertrag angepasst werden muss. Der Hard Staple ist vor allem für den Verkäufer vorteilhaft. Er kann den W&I-Prozess mithilfe seines Maklers und damit auch den Informationsfluss länger kontrollieren. Indes ist zu berücksichtigen, dass es nach dem Flip auf den Käufer noch einer Anpassung der W&I-Police an die käuferseitige Due Diligence bedarf. Voraussetzung eines Hard Staple ist eine solide Vendor Due Diligence in den Bereichen Legal, Tax und Financial. Während in anderen Regionen, z.B. Skandinavien, der Hard-Staple-



ZU DEN AUTOREN

Dr. Markus Messinger leitet das M&A-Versicherungsteam von **Liberty Global Transaction Solutions (GTS)** für Deutschland, Österreich und die Schweiz. Vor seinem Wechsel zu Liberty GTS war er mehr als sechs Jahre als Rechtsanwalt im Bereich M&A für Milbank in Frankfurt und München tätig.

Dr. Daniel Müller ist M&A-Underwriter bei **Liberty GTS** für deutsche, österreichische und schweizerische Transaktionen. Zuvor arbeitete er mehr als vier Jahre als Rechtsanwalt im Bereich Corporate für Noerr in Frankfurt.

Dr. Sebastian Schmitt ist M&A-Underwriter bei **Liberty GTS** für deutsche, österreichische und schweizerische Transaktionen. Zuvor arbeitete er mehr als fünf Jahre als Rechtsanwalt im Bereich Real Estate für Clifford Chance in Frankfurt.

Prozess oft genutzt wird, begegnet man ihm im deutschsprachigen Raum – im Vergleich zum Soft Staple – bisher eher selten.

Beim Soft Staple kann es vorkommen, dass sich mehrere Bieter im Hinblick auf die abzuschließende W&I-Versicherung für denselben Versicherer entscheiden. Aus Gründen der Vertraulichkeit – insbesondere im Hinblick auf die unterschiedlichen Kaufpreisgebote und die jeweils in den Due-Diligence-Prozessen identifizierten Risiken – müssen dann beim entsprechenden Versicherer verschiedene Underwriter für die verschiedenen Bieter unter Bildung von Chinese Walls tätig werden (sog. Trees). Daher sollte auch die Größe der Underwriting-Teams berücksichtigt werden, wenn der Makler des Verkäufers gegenüber den Bieter Empfehlungen im Hinblick auf den Versicherer ausspricht.

Ausländische Tochterunternehmen

Die Zielunternehmen bei Large-Cap-Transaktionen umfassen meist eine Großzahl von Geschäftsaktivitäten und Tochtergesellschaften, welche über viele verschiedene Länder verstreut sind. Dies veranlasst die Parteien oft dazu, die Garantien im Kaufvertrag auf wesentliche Tochtergesellschaften zu begrenzen und die Due Diligence auf einen Teil der jeweiligen Jurisdiktionen zu beschränken.

Idealerweise werden die umsatzstärksten Länder und Jurisdiktionen mit Entwicklungs- und/oder Produktionsstätten von der Due Diligence abgedeckt. Dies kann es dem Versicherer ermöglichen,



Entscheiden sich beim Soft Staple mehrere Bieter für den gleichen W&I-Versicherer, muss dieser die Vertraulichkeit wahren. Hierfür müssen verschiedene Underwriter für die verschiedenen Bieter unter Bildung von Chinese Walls tätig werden (sog. Trees).

Foto: © Aliaksei – stock.adobe.com

von dem Grundsatz abzuweichen, dass der Umfang der Versicherungsdeckung mit dem der Due Diligence korrespondiert, und Tochtergesellschaften als sog. Blind Spots abzudecken, die lediglich einen kleinen Beitrag zum Gesamtumsatz leisten und keine produzierenden Tätigkeiten ausüben.

Zum anderen erhöhen Tochtergesellschaften in Jurisdiktionen mit eingeschränkter Rechtssicherheit (sog. High-Risk Jurisdiktionen) aus Versicherersicht das mit der Transaktion verbundene Risiko. Insbesondere für die Gewährleistungsbereiche Umwelt, Steuern, Regulatorik und Compliance erhöht die Geschäftstätigkeit in solchen Ländern die Gefahr einer Garantieverletzung. Dies ist u.a. auf

meist lediglich in eingeschränkter Form zugängliche Informationen, erhöhte Rechtsunsicherheit im Verhältnis Unternehmen/Staat und ein erhöhtes Korruptionsrisiko zurückzuführen.

Sowohl Blind Spots als auch High-Risk Jurisdiktionen kann in der W&I-Police gegebenenfalls dadurch Rechnung getragen werden, dass für diese Länder höhere Selbstbehalte und/oder niedrigere Versicherungssummen vereinbart werden. Dadurch können diese Aktivitäten – womöglich in modifizierter Form – von der Deckung unter der Versicherungspolice mit umfasst werden, anstatt sie komplett vom Versicherungsschutz auszuschließen. Ein früher Austausch von Verkäufer und Versicherer bietet sich an. Gemeinsam

ANZEIGE

Manche Unternehmenskäufer

wollen bei passenden

Zielunternehmen lieber nicht

angesprochen werden.



Für alle anderen
gibt es SLISTER

1

Suchkriterien definieren

Hinterlegen Sie Ihre Suchkriterien detailliert auf unserer Matchingplattform. Ergänzen Sie Ihr Profil um weitere Angaben, die Ihre Erfahrung und Branchenexpertise unterstreichen.

2

Finden lassen

Durch Ihre Registrierung bei SLISTER erreichen Sie eine hohe Visibilität bei der Sell-Side. Die professionelle Darstellung Ihres Profils stellt sicher, dass die Passform zum jeweiligen Zielunternehmen transparent vermittelt wird.

3

Zielunternehmen prüfen

Prüfen Sie das Zielunternehmen anhand erster Informationen, die Ihnen per Mail zur Verfügung gestellt werden. Bei Interesse können Sie direkt mit dem Vertreter der Sell-Side in Kontakt treten, um die weiteren Prozessschritte zu koordinieren.



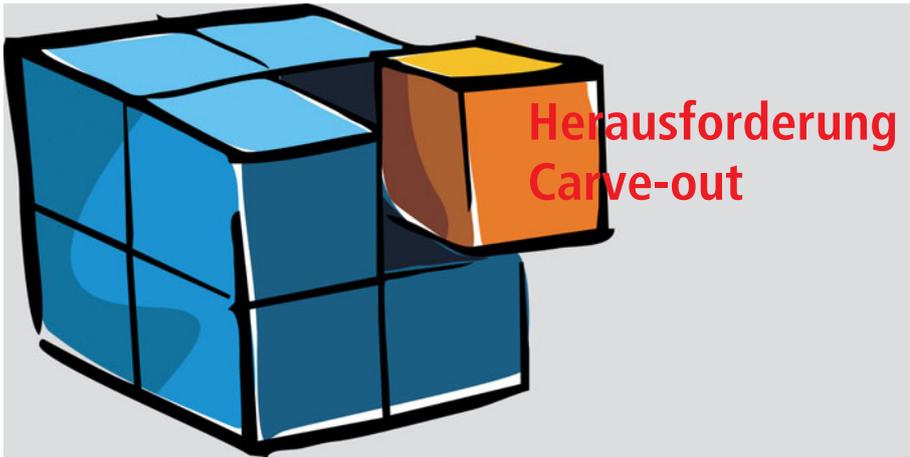


Illustration: © illuz24 – stock.adobe.com

kann so frühzeitig ein Garantiekatalog abgestimmt werden, der in regionaler Hinsicht keine Deckungslücken aufweist.

Carve-out als zusätzliche Herausforderung

In den vergangenen Monaten konnten im Rahmen von Large-Cap-Transaktionen vermehrt sogenannte Carve-outs beobachtet werden. Als Carve-out bezeichnet man in diesem Zusammenhang den Verkauf von rechtlich unselbstständigen Geschäftsbereichen eines Unternehmens.

Die Hauptschwierigkeit bei dieser Art von Transaktionen liegt in der für den Verkauf notwendigen rechtlichen und tatsächlichen Entflechtung des zu verkaufenden Unternehmensteils vom Hauptunternehmen. Hieraus ergeben sich für den W&I-Versicherer besondere Herausforderungen im Hinblick auf die Deckung von Garantien wie „hinreichende Vermögensgegenstände“ („sufficiency of assets“) oder „hinreichende Rechte“ („sufficiency of rights“). Der Erfolg bzw. die Rechtsgültigkeit der Entflechtung zum Closing ist als zukunftsgerichtete Handlung nur schwer abzusichern. Die Deckung von Garantien im Hinblick auf ein vom Verkäufer erstelltes Carve-out-Konzept als Ergänzung zu typischen „Wrong-Pocket-Klauseln“ im Kaufvertrag ist indes denkbar. Ein Austausch zwischen Verkäufer und Versicherer zum Grad der Verflechtung des Targets mit dem Mutterkonzern und zum geplanten Carve-out-Konzept ermöglicht es, frühzeitig den weitestmöglichen Deckungsumfang festzulegen.

Tower-Struktur für besonders große Versicherungssummen

Die hohen Kaufpreise und die damit verbundenen enormen finanziellen Risi-

ken führen zu einem – zumindest in absoluten Zahlen – hohen Sicherheitsbedürfnis aufseiten des Käufers und machen dementsprechend große Versicherungssummen bei Large-Cap-Transaktionen notwendig.

Ähnlich wie bei einer Konsortialfinanzierung durch Banken können sehr große Versicherungssummen durch ein Zusammenspiel von mehreren Versicherern bereitgestellt werden (sog. Tower). Im Unterschied zu einer Konsortialfinanzierung, bei der die Banken ab dem ersten Euro gemeinsam das Risiko für den Ausfall eines Darlehens tragen, ist das Risiko für die beteiligten Versicherer in einer Tower-Struktur grundsätzlich abgestuft. Soll eine größere M&A-Transaktion mit einer Versicherungssumme von beispielsweise 250 Mio. EUR abgesichert werden, könnte der Versicherer, der mit seiner zur Verfügung gestellten Versicherungssumme zuerst haftet (sog. Primary), 50 Mio. EUR bereitstellen und vier weitere Versicherer jeweils weitere 50 Mio. EUR (sog. Excess Layers – in unserem Beispiel also First Excess, Second Excess, Third Excess und Fourth Excess). Bei Eintritt eines Haftungsfalles haftet zunächst der Primary (in unserem Beispiel bis 50 Mio. EUR). Nur wenn die gedeckte Schadenssumme 50 Mio. EUR übersteigt, haftet der First Excess (ab 50 Mio. bis 100 Mio. EUR – wiederum höchstens bis zur Höhe seiner bereitgestellten Versicherungssumme von 50 Mio. EUR), ab 100 Mio. bis 150 Mio. EUR dann der Second Excess und so weiter. Die unterschiedlichen Versicherungsprämien in einer Tower-Struktur bilden dementsprechend das erhöhte Risiko für den Primary und das damit verglichen niedrigere Risiko für die Excess Layers ab.

Bei sehr großen Versicherungs-Towern kommt es auch vor, dass bestimmte Excess Layers von verschiedenen Versicherern zu gleichen Teilen bereitgestellt werden (sog. Quota Shares). Die an einem Quota Share beteiligten Versicherer haften dann im Schadensfall – ähnlich wie bei einer Konsortialfinanzierung durch Banken – entsprechend ihrem jeweiligen Anteil.

Das Underwriting in einer Tower-Struktur wird dabei grundsätzlich vom Primary durchgeführt. Hier ist es die Aufgabe des beratenden Maklers, den Versicherungsnehmer darüber zu informieren, welche Versicherer im Markt den besten Ruf genießen und daher vor allem als Primary in Betracht kommen. Ein angesehener Primary erhöht das Vertrauen der Excess-Versicherer, was sich wiederum in der Größe des Towers und/oder den Versicherungsprämien niederschlagen kann.

Diejenigen Versicherer, welche die Excess Layers stellen, werden in das Underwriting eingebunden. Ihnen werden sämtliche für das Underwriting benötigten Unterlagen übermittelt und sie nehmen in aller Regel auch am Underwriting Call teil. Die entsprechenden Excess-Versicherungspolice spiegeln im Wesentlichen die Versicherungspolice des Primary und grenzen lediglich den jeweiligen Umfang der am Tower beteiligten Versicherer gegeneinander ab (also ab und bis zu welchem Betrag haftet wird bzw. ob als Quota Share oder separat). Der Versicherungsnehmer sollte gemeinsam mit seinem Makler überlegen, ob für die Excess Layers sog. Managing General Agents, also Agenturen, die für mehrere Versicherer das Underwriting vornehmen, welche im Schadensfall gegebenenfalls einzeln verklagt werden müssen, oder Versicherer ausgewählt werden, die über eine eigene Schadensabteilung verfügen.

Fazit

Large-Cap-Transaktionen – und speziell die in letzter Zeit vermehrt auftretenden großvolumigen Carve-outs – sind sowohl für Verkäufer und Käufer als auch den W&I-Underwriter besonders herausfordernd. Die (frühzeitige) Hinzuziehung eines erfahrenen und leistungsfähigen W&I-Versicherers mit entsprechenden personellen als auch monetären Kapazitäten trägt zum Gelingen solch komplexer Projekte bei. ■

M&A REVIEW – Kennenlern-Abonnement

3 Monate probelesen!

Lernen Sie jetzt die führende Fachzeitschrift für M&A Professionals im deutschsprachigen Raum für 60 EUR (statt 120 EUR) inkl. Versand kennen!

Gratis dazu:

- freier Zugang zum Online-Archiv der M&A REVIEW mit allen veröffentlichten Artikeln seit 1990
- Online-Zugriff auf das E-Magazin der Zeitschrift



JETZT BESTELLEN

www.ma-review.de/abo-angebote

Publikationsorgan

**BUNDESVERBAND
MERGERS &
ACQUISITIONS E.V.**

„Fully Insurable“ Due Diligence

Anforderungen an die käuferseitige Due Diligence zur lückenlosen Deckung des Garantiekatalogs

Ziel jedes Versicherungsnehmers einer W&I-Police ist die vollständige Deckung der Garantien im Unternehmenskaufvertrag. Noch immer herrscht häufig Unklarheit über die Wechselwirkung der käuferseitigen Due Diligence und des Deckungsumfangs der W&I-Police. Die zunehmende Verbreitung von W&I-Versicherungen setzt insoweit neue Maßstäbe bei der Planung und Durchführung der Due Diligence. **Von Dr. Markus Rasner, Till Liebau und Gunnar Knorr**



Foto: © putilov_denis – stock.adobe.com

W&I-Versicherungen gehören inzwischen zum Standard-repertoire bei M&A-Transaktionen. Nicht zuletzt das über Jahre anhaltende verkäuferfreundliche Marktumfeld hat deren zunehmende Verbreitung befördert. Hinzu kommt, dass das kompetitive Umfeld unter den Anbietern von W&I-Lösungen zu erheblichen Erweiterungen der Deckungsumfänge geführt hat. Als unmittelbare Folge sind die Anforderungen an die käuferseitige Due Diligence nochmals gestiegen.

Rückkehr zu umfangreichere Prüfung

Bei der Durchführung käuferseitiger Due Diligence ließ sich über einen langen Zeitraum, insbesondere nach der Finanzkrise, eine klare Tendenz zu immer kürzeren und fokussierteren Prüfungen beobachten. Die um die Jahrtausendwende noch üblichen Fully-Bankable-Formate, in denen weite Teile der offengelegten Unterlagen

detailliert deskriptiv erfasst wurden, sind zunächst durch kürzere Formen der Darstellung und schließlich weitgehend durch sogenannte Red-Flag-Berichte ersetzt worden, die häufig zudem nur auf einer Durchsicht der bereitgestellten

Dokumente, nicht aber einer gründlichen Prüfung beruhen („Helicopter Due Diligence“). Im Zuge der zunehmenden Verbreitung von W&I-Versicherungen hat sich dieser Trend umgekehrt: Da Voraussetzung einer umfassenden Deckung stets eine entsprechend umfangreiche Due Diligence ist, hat sich der Umfang der Prüfung wieder erheblich erweitert. In Auktionsverfahren ohne Exklusivität für einen Bieter gibt es hiergegen allerdings nach wie vor erhebliche Vorbehalte und regelmäßig den Versuch, Teile der Prüfung zeitlich zu verlagern, weil das Risiko erheblicher Kosten für die unterlegenen Bieter natürlich substanziell steigt.

Aus Sicht der W&I-Versicherung ist es für den Umfang der Due Diligence zwingend, dass sämtliche Garantien im Kaufvertrag durch eine entsprechende detaillierte Prüfung unterlegt sind. Nur auf Basis einer solchen Prüfung ist die Versicherung dazu in der Lage, Risiken zu



ZU DEN AUTOREN

Die Autoren sind Partner der Sozietät **Oppenhoff & Partner**. **Dr. Markus Rasner** und **Till Liebau** beraten nationale und internationale Unternehmen und Finanzinvestoren bei M&A- und Private-Equity-Transaktionen. Seit mehr als 15 Jahren beraten sie zudem Versicherungsnehmer und Versicherungen beim Abschluss von Warranty-&-Indemnity-Policen. **Gunnar Knorr** ist spezialisiert auf die steuerliche Beratung bei M&A-Transaktionen sowie Unternehmensfinanzierungen und berät bei Versicherungslösungen zu Steuerrisiken.

decken. Denn es wird in erster Linie durch die Due Diligence sichergestellt, dass tatsächlich nur unbekannte (und in einer Due Diligence nicht erkennbare) Risiken gedeckt werden. Diese Beschränkung auf unbekannte Risiken ist ein konzeptioneller Kernbestand von W&I-Versicherungen. Der Verzicht auf eine Prüfung würde daher dem gesamten Konzept grundsätzlich entgegenlaufen. Dies gilt sowohl für rechtliche Fragen als auch für die übrigen von den Garantien erfassten Bereiche. Neben der üblichen Legal-, Tax- und Financial Due Diligence sind daher gegebenenfalls auch weitere Bereiche wie Umwelt, IT oder Versicherungen gesondert zu prüfen.

Wie wird der Report „fully insurable“?

Der Umfang der Berichterstattung ist dabei von der Frage des Prüfungsumfanga zu trennen. Ein „Fully Bankable Report“ alter Schule ist aus Sicht der Versicherungen nicht erforderlich. Wesentlich ist jedoch, dass sich aus der Berichterstattung eindeutig erkennen lässt, dass die von den Garantien erfassten Themen in hinreichender Tiefe geprüft wurden. Insofern ist eine detaillierte und für die Versicherung nachvollziehbare Darstellung des im Einzelnen Geprüften für den Umfang der Deckung unter der W&I-Police von großer Bedeutung und wesentlicher Bestandteil eines jeden Due-Diligence-Reports.

Um eine entsprechend zielgerichtete und für die W&I-Deckung hinreichende Due Diligence zu ermöglichen, ist es aus Sicht sowohl des Versicherungsnehmers als auch der Versicherung hilfreich und letztlich nötig, den Umfang der gewünschten Garantien bereits während der laufenden Due Diligence abzustecken. Nur auf der Grundlage des erwarteten Garantiekatalogs ist es möglich, eine zielgerichtete Due Diligence aufzusetzen. Andernfalls müsste der Versicherungsnehmer ent-



weder eine sehr umfassende Prüfung vornehmen oder sich darauf verlassen, gegebenenfalls einzelne Bereiche erst im Rahmen der Verhandlung der W&I-Police zu prüfen. Dies ist nach aller Erfahrung allerdings nicht nur in Auktionsverfahren ein Wettbewerbsnachteil, sondern regelmäßig auch mit vermeidbaren Verzögerungen und Kosten verbunden.

In diesem Zusammenhang stellt die sogenannte „Hard-Stapled-Versicherung“ einen Sonderfall dar: Der Verkäufer verhandelt im Vorfeld eine W&I-Versicherung und gibt den Bietern zwingend auf, genau diese W&I-Lösung dann auch zu nutzen. In einem solchen Szenario ist es durchaus üblich, dass die Versicherung selbst den Bietern einen Leitfaden für den Scope der Due Diligence an die Hand gibt, um so spätere Diskussionen zu vermeiden.

Gleichlauf der „Materiality Thresholds“

Wichtig ist es weiterhin, bereits bei Beginn der Due Diligence darauf zu achten, dass

die angesetzten Wesentlichkeitsschwellen für die Prüfung mit den später in den Garantien ausverhandelten Schwellenwerten korrespondieren: Wenn z.B. eine Garantie hinsichtlich bestimmter Verträge mit einem Mindestvolumen von 50.000 EUR gefordert wird, muss die Due Diligence bei einem entsprechenden Wert ansetzen und kann sich nicht auf Verträge mit einem höheren Volumen beschränken.

Ebenso erheblich ist es, bereits bei Beginn der Due Diligence gegebenenfalls erforderliche Erweiterungen zu bedenken: Wenn etwa Garantien zum „angemessenen“ Versicherungsumfang oder zur „Üblichkeit“ der Maßnahmen zur Datensicherung gefordert werden, ist eine entsprechende Prüfung und Berichterstattung durch einen Versicherungsmakler bzw. einen IT-Berater erforderlich. Dasselbe gilt für Tochtergesellschaften im Ausland bzw. ausländischem Recht unterliegende Aktivitäten: Eine Deckung für operative Garantien ist nur auf Grundlage einer entsprechenden Due Diligence



Foto: © Kurhan – stock.adobe.com

durch lokale Berater möglich. Lediglich für die Title-Garantien wird gelegentlich eine Ausnahme gemacht. Auch insoweit muss also unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Bedeutung der Auslandsaktivitäten im Einzelfall bereits am Anfang der Due Diligence entschieden werden, ob und inwieweit eine Deckung gewünscht ist, um eine entsprechende Prüfung in die Wege zu leiten. Hilfreich ist in diesem Zusammenhang eine möglichst frühzeitige Einbindung des Brokers bzw. der favorisierten Versicherung, um „Problem-bereiche“ und die dafür erforderliche Due Diligence zu besprechen. Dies gilt neben den zuvor genannten Fragen z.B. auch in Carve-out-Szenarien für die Frage der Deckung der häufig nicht testierten (Proforma-)Bilanz.

Besonderheiten bei der Tax Due Diligence

Auch im Bereich der Tax Due Diligence ist besonderes Augenmerk auf deren Scope zu richten, um nicht von vornherein Lücken in der Deckung zu riskieren. So kommt es in der Praxis immer wieder vor, dass die Tax Due Diligence im Wesentlichen auf Ertragsteuern beschränkt ist, während steuerliche Risiken auch in anderen Steuerarten, wie etwa der Umsatzsteuer, der Lohnsteuer und ggf. der Grunderwerbsteuer, bestehen. Diese Steuerarten soll-

ten daher ausdrücklich ebenfalls zum Gegenstand der Tax Due Diligence gemacht werden. Zudem sollte erwogen werden, diesbezüglich nicht bloß eine cursorische Durchsicht auf offensichtliche Fehler zu veranlassen, wie es noch häufig anzutreffen ist, sondern eine umfassende Prüfung der entsprechenden Risiken vorzunehmen. Daneben muss sichergestellt werden, dass alle Gesellschaften, für welche Deckung erteilt werden soll, auch einer Tax Due Diligence unterzogen werden. Der Verzicht auf die Prüfung kleinerer Gesellschaften führt insoweit regelmäßig zur Versagung der Deckung.

Sofern neben deutschen auch ausländische Steuern in Betracht kommen, müssen auch diese geprüft und durch entsprechende Due Diligence Reports abgedeckt werden. Nicht zuletzt die häufig anzutreffende Garantie, nach der keine ausländischen Betriebsstätten unterhalten werden, wird nur dann gedeckt, wenn diesbezüglich auch Prüfungshandlungen im Rahmen der Due Diligence stattgefunden haben und diese entsprechend dokumentiert wurden.

Tax: zeitliche Abdeckung

Die geprüften Zeiträume bei der Tax Due Diligence sind von besonderer Bedeutung. Sofern die Tax Due Diligence Jahre nicht

prüft, für welche etwa im Rahmen von Betriebsprüfungen noch Änderungen der Besteuerung erfolgen können, kommt es regelmäßig zur Versagung der Deckung für entsprechende Zeiträume. Gerade die Deckung der letzten noch offenen Jahre ist jedoch insofern praktisch schwierig, als hier regelmäßig noch keine Steuererklärungen abgegeben worden, geschweige denn Steuerbescheide ergangen sind, welche Gegenstand einer Due Diligence hätten sein können. In solchen Fällen sollte darauf geachtet werden, jedenfalls die Steuerberechnungen des Verkäufers einer intensiven Durchsicht zu unterziehen und diese mit den jeweiligen handelsrechtlichen Jahresabschlüssen abzugleichen. Hierdurch lässt sich der Versicherer oftmals zur Deckung der Periode veranlassen. Dies hängt wesentlich von Qualität und Umfang sowohl der Steuerberechnungen als auch der hierzu getätigten Prüfungshandlungen im Rahmen der Due Diligence ab.

Ausblick

Die erhebliche Erweiterung der Deckung und Verlagerung von Risiken unter W&I-Policen in den letzten Jahren hat die Bedeutung der käuferseitigen Due Diligence noch einmal substantziell erhöht. Damit der Käufer bei der Endverhandlung der W&I-Police kurz vor Zieleinlauf der Transaktion keine Überraschungen erlebt, ist eine sorgfältige Planung der Due-Diligence-Workstreams und des Umfangs der jeweiligen Prüfungen wichtiger denn je. Ebenso sollte frühzeitig über den Garantiekatalog verhandelt werden, damit ein Gleichlauf in der Due Diligence sichergestellt werden kann. Das Verständnis für die Wechselwirkungen zwischen der Due Diligence, dem Garantiekatalog und den einschlägigen Haftungsregelungen im SPA sowie in der W&I-Police ist daher mehr denn je ein wesentlicher Baustein für den erfolgreichen Abschluss einer M&A-Transaktion. ■



Securing
INVESTMENTS
Enhancing **RETURNS**

**A successful transaction.
Easy to say, hard to do.**

Aon's M&A and Transaction Solutions is a global team of diverse experts fiercely focused on driving the greatest return, whilst minimising risk for every deal. Our promise to clients is to secure investments and enhance returns.

For this reason, our clients not only rely on our due diligence knowledge, but also benefit from our expertise as a leading broker of core M&A insurance solutions such as Warranty & Indemnity and Tax Liability insurances.

To learn more, visit:
aon.com/m-and-a-transaction

AON
Empower Results®

„Für Unternehmensverkäufer ist eine W&I-Police ein ganz tolles Produkt“

Interview mit Dr. Christina Silberberger, HANNOVER Finanz GmbH, zur Nutzung von M&A-Versicherungen im mittelständischen Umfeld



Foto: © thodonal – stock.adobe.com

M&A Insurance: Frau Dr. Silberberger, seit wann nutzt HANNOVER Finanz W&I-Policen?

Dr. Silberberger: Wir nutzen diese Policen aktiv seit etwa fünf Jahren. Bereits zuvor hatten wir uns damit befasst, aber die Transaktionen, bei denen wir seinerzeit über eine W&I-Police nachgedacht hatten, kamen nicht zustande.

Nutzen Sie M&A-Versicherungen in beiden Konstellationen, als Verkäufer und Käufer?

In den ersten Transaktionen waren wir Verkäufer. Wir haben da sehr stringente Verkaufsprozesse aufgelegt und als Verkäufer die Vorgabe an die Kaufinteressenten gemacht, sich um eine Versicherung zu bemühen, weil wir als Verkäufer keinerlei Haftung übernehmen wollen. Hintergrund ist ein Clean Exit. Was wir nicht gemacht hatten, war, den W&I-Prozess anzustoßen. Der Kaufinteressent musste also keinen Flip machen, sondern sich komplett selbst um die Versicherung

kümmern. In jüngster Zeit haben wir auch als Käufer Akquisitionen mit einer W&I-Police abgesichert. Generell kann man sagen: Für Verkäufer eines Unternehmens ist eine W&I-Police natürlich ein ganz tolles Produkt.

Als Verkäufer haben Sie also nicht die Vendor Due Diligence so eingeleitet, dass der Underwriter des Käufers darauf aufsetzen konnte?

Nein. Vielleicht ist das beschriebene Vorgehen in der Praxis bei großen Transaktionen sinnvoll, wobei der Käufer natürlich auch immer seine eigene Due Diligence machen wird. Als Beteiligungsgesellschaft im Mittelstand haben wir damit allerdings keine praktischen Erfahrungen.

Sie erwähnen den Mittelstand. Heißt das, dass Sie ausschließlich Inlandstransaktionen abwickeln?

Wir haben immer Inlandstransaktionen, aber in den allermeisten Fällen haben die

deutschen Targets ausländische Tochtergesellschaften. Klassisches Beispiel: mittelständischer Maschinenbau in Deutschland mit Produktionsstätten in Rumänien, Tschechien, Ungarn oder wo auch immer. Dennoch gibt es bei uns keine Cross-Border-Transaktionen im eigentlichen Sinne, alle Versicherungen sind in Deutschland angesiedelt. Ein Unternehmen haben wir an einen chinesischen Käufer abgegeben, der hat sich von einem deutschen Versicherer eine deutsche W&I-Police geholt.

Haben Sie bereits Erfahrungen mit Spezialpolicen gemacht, etwa im Bereich Steuern oder Umwelt?



ZUR INTERVIEWPARTNERIN

Dr. Christina Silberberger ist seit 2007 Rechtsanwältin bei der **HANNOVER Finanz GmbH**. Die 1979 gegründete Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Hannover und Wien mit ihren Evergreenfonds ist ein langfristig orientierter Eigenkapitalpartner für mittelständische Unternehmen in der DACH-Region. Seit 2014 ist die Juristin General Counsel; seit 2017 Partnerin. Sie absolvierte ihr Studium der Rechtswissenschaften in Bayreuth, München und Rochester (New York, USA) und promovierte über juristische Fragestellungen im Private-Equity-Geschäft zum Dr. jur. an der Universität Augsburg.

Für uns ist die W&I-Police die Grundpolice. Es gibt sicher Konstellationen, in denen man einzelne Bausteine über Spezialversicherungen zusätzlich flankieren muss. Wir bei HANNOVER Finanz hatten diese Situation noch nicht. Die Unterpolicen werden dann relevant, wenn man ein Problem auf dem Tisch hat. Denn anders als bei den W&I-Policen geht es dann ja um bekannte Risiken, also etwa

bereits anhängige Gerichtsverfahren, deren Ausgang nicht abzusehen ist, oder bekannte Altlasten auf Grundstücken, deren Sanierungsaufwand in der Zukunft von den Parteien unterschiedlich bewertet wird. Oder Steuerfragen, z.B. Risiken aus Verrechnungspreisen. Wie gesagt: Wir hatten diesen Fall noch nicht. Aber in solchen Fällen dürfte eine Spezialversicherung extrem hilfreich sein, weil ja

”

Die Prämien für W&I-Versicherungen sind in den vergangenen Jahren sehr stark gesunken und deutlich preiswerter geworden, gleichzeitig wurde der Deckungsumfang ausgeweitet.

BEISPIELE FÜR M&A-DEALS

Im Verlauf von Transaktionsverhandlungen kommt es gelegentlich zu Diskussionspunkten, deren einvernehmliche Lösung nicht ohne Weiteres möglich ist. Über die fast schon als Standard anzusehende W&I-Police können dann spezialisierte Policen bestimmte Einzelrisiken abdecken. Während die W&I-Versicherung ausschließlich nicht bekannte Risiken covert, handelt es sich bei den Zusatzversicherungen im M&A-Prozess zumeist um Policen, die bekannte, aber in ihren Auswirkungen nicht sicher abschätzbare Risiken abdecken. Es folgen **zwei anonymisierte Fälle**:

Im ersten Beispiel verhandelte ein Unternehmen aus Österreich auf bilateraler Basis, also nicht in einem Bieterverfahren, über den Erwerb einer Gesellschaft im Wert von 50 Mio. EUR. Während des Kaufprozesses wurde das Bestehen eines rechtskräftigen Bescheids der Umweltbehörde bekannt, das Grundstück des Zielunternehmens zu sanieren. Aufgrund spezieller Umstände war die Sanierung bis dahin jedoch nicht durchgeführt worden. Der Käufer wollte den Deal nicht abschließen, ohne das bekannte Umweltrisiko abgedeckt zu haben.

Vom Versicherungsmakler wurde eine Umwelt-M&A-Versicherung platziert. Der Risikotransfer eines bereits bestehenden behördlichen Bescheids wurde so in den Versicherungsmarkt transferiert. Der Abschluss der Umwelt-M&A-Police war ein entscheidender Deal Breaker und lieferte dem Kunden einen signifikanten Mehrwert: Sollten sich die Bedingungen, gerade hinsichtlich immer strengerer Umweltauflagen, ändern und der Erwerber somit sanieren müssen, greift die Police. Durch die Implementierung einer Betriebsunterbrechungsklausel ist der Erwerber sowohl gegen die Sanierung als auch gegen einen möglichen Betriebsausfall versichert.

Im zweiten Beispiel verfügte die Zielgesellschaft über steuerliche Verluste, die der Erwerber bewertete und die in der Kaufpreisberechnung berücksichtigt wurden. Der Kaufvertrag enthielt eine zum Einholen einer verbindlichen Auskunft bis zu einem gewissen Stichtag verpflichtende Closing Condition, die sicherstellen sollte, dass die bepreisten Verluste auch nach dem Anteilsübergang auf den Erwerber weiterhin existieren würden. Zwei Wochen vor dem Stichtag hatte die Finanzbehörde noch nicht auf den Antrag auf verbindliche Auskunft reagiert. Als Lösung wurde hier eine spezielle Tax Insurance Police platziert, welche die Existenz der steuerlichen Verluste nach Anteilsübergang absicherte. Der Verkäufer verzichtete auf die Closing Condition und die Transaktion wurde erfolgreich abgeschlossen.

weder Verkäufer noch Käufer das Risiko betriebswirtschaftlich professionell bewerten können. Natürlich stellt sich die Frage nach der Prämie, aber noch wichtiger ist es für einen Abschluss: Geben die Versicherungen für ein bekanntes Risiko überhaupt einen Schutz heraus?

Ab welchen Unternehmenswerten lohnt sich eine W&I-Police und wie bewerten Sie deren Bepreisung?

Unter einem Unternehmenswert von 20 Mio. EUR muss man zumindest gut darüber nachdenken, den zusätzlichen Workstream in Kauf zu nehmen. Man kann es auch bei geringeren Unternehmenswerten machen – jeder muss für sich entscheiden, ob die Kosten und der Aufwand es wert sind. Die Prämien sind in den vergangenen Jahren sehr stark gesunken und deutlich preiswerter geworden, gleichzeitig wurde der Deckungsumfang ausgeweitet.

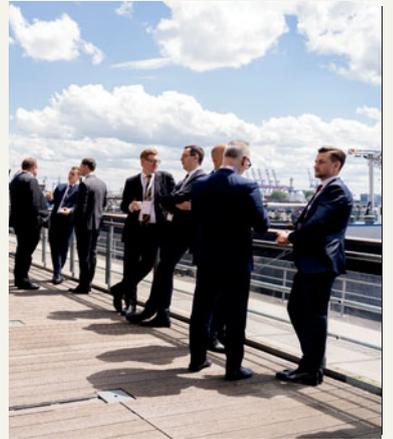
Frau Dr. Silberberger, vielen Dank für das interessante Gespräch. ■

Das Interview führte Stefan Preuß.

3. M&A Insurance Summit

Hamburg, 13. Juni 2019





Charme der W&I-Police überzeugt immer mehr Investoren

Umfrage: Rückgang der Prämien und Verkäufermarkt unterstützen zunehmende Verbreitung von M&A-Versicherungslösungen

In den zurückliegenden Monaten hat die Anzahl an Abschlüssen von M&A-Versicherungen in Deutschland weiter zugelegt. Das Bild ist aber uneinheitlich: Während vor allem Finanzinvestoren das Instrument gerne nutzen, können sich andere Marktteilnehmer noch nicht mit dem Tool anfreunden. Eine Umfrage. **Von Stefan Preuß**

Die Älteren unter den Lesern werden sich noch erinnern: Damals, nach der Finanzkrise, kam der M&A-Markt in Deutschland nur langsam wieder in Fahrt. Und M&A-Versicherungen waren ein exotisches Produkt: „Die gab es damals hier ausschließlich als Policen bei Lloyds, in englischer Sprache und nach englischem Recht“, verweist Dr. Florian von Alten, Vorstand von Oaklins Deutschland, auf die Anfänge. Zehn Jahre später läuft der Akquisitionsmotor hierzulande auf vollen Touren – und immer mehr Marktteilnehmer setzen auf Warranty-&Indemnity-Policen.



Dr. Florian von Alten,
Oaklins Deutschland

Dennoch könne man bei Weitem noch nicht von einem Standardtool im M&A-Prozess sprechen, betont Dr. Ernst Ludes, Managing Director und Head of European Team bei CV Capital: „Versicherungslösungen werden genutzt, insgesamt aber noch selten im Vergleich mit dem angelsächsischen Raum“, formuliert er seine Beobachtungen. Baoshan Bao, Partner bei Livingstone



Baoshan Bao,
Livingstone



Foto: © lassedesigner, coldwaterman – stock.adobe.com

stone in Düsseldorf, unterstreicht diese Einschätzung. Vor allem Finanzinvestoren aus den USA und UK seien an Versicherungen interessiert, in vielen Bereichen sei das Angebot aber noch nicht wirklich angekommen. „Gerade bei Transaktionen mit asiatischen Verhandlungspartnern spielt das Thema weiterhin eine untergeordnete Rolle.“ Von Alten beschreibt den Markt in der DACH-Region als „gefühl noch sehr weit hinter den USA und Großbritannien hinterher“. Das werde sich ändern: Alle drei M&A-Berater rechnen mit weiterem Wachstum bei den Policen. Sven Oleownik, Head of Gimv Deutschland, be-

nennt einen Haupttreiber dieser Entwicklung: „Vor allem angelsächsische Finanzinvestoren verlangen W&I-Policen und führen sie häufig als obligatorisch in den Verhandlungsprozess ein, weil sie sich davon auch erleichterte und damit schnellere Verhandlungen erhoffen.“



Sven Oleownik,
GIMV

Noch viel Potenzial für W&I-Policen

Potenzial ist offenkundig vorhanden, denn die Umfrage bei Private-Equity-Fonds ergibt, dass sich auch namhafte deutsche – zum Teil sogar börsennotierte – Adressen bislang nicht mit dem Thema haben anfreunden können. Man werde von Versicherungsmaklern auf die Möglichkeit von Versicherungslösungen aufmerksam gemacht, komme einstweilen aber auch gut ohne zurecht und habe nicht vor, das Thema zu forcieren, heißt es. Vor allem wird die Befürchtung geäußert, der zusätzliche Workstream Sorge für Verzögerungen und eine unnötige Erhöhung der Komplexität. Dem widerspricht Christoph Karbenk, Partner der Capiton AG in Berlin. Der renommierte Investor im Mittelstand leitet inzwischen bei jedem geplanten Verkaufsprozess ein, nachdem man ganz überwiegend gute Erfahrungen gesammelt hat: „Wesentliche Verzögerungen können sich Makler und Versicherer gar nicht leisten. Die sind schnell, und man bekommt sehr zeitnah ein Gefühl, was geht – und was voraussichtlich nicht gehen wird.“



Christoph Karbenk,
Capiton

Capiton nutzte erstmals 2013 eine Police, und zwar auf der Käuferseite. Ein ausländischer Verkäufer hatte den Versicherungsprozess bereits angestoßen und über seine Vendor Due Diligence schon ein W&I-Paket geschnürt. „Wir haben das dann gegengerechnet und am Ende einen anderen Versicherer als den vorgeschlagenen genommen“, erinnert sich Karbenk. Ganz so aufwandsneutral sieht von Alten die Einschaltung einer Versicherung nicht,

denn schließlich werde auf den endverhandelten Kaufvertrag und den Due-Diligence-Report des Käufers aufgesetzt, sodass keine Parallelität der Vorgänge möglich ist: „Vier bis fünf Wochen bis zur Ausstel-

lung der Police sind machbar, diese Zeit muss man aber auch einrechnen.“ Ludes warnt ebenfalls davor, die Erhöhung der Komplexität zu unterschätzen; zudem Sorge die Einschaltung weiterer Spezialisten auch für erhöhte Kosten. „Wir haben gerade einen Fall gehabt, da ist die Versicherung von der Käuferseite schlicht rausgeschmissen worden.“ Auf der anderen Seite Sorge allein die Existenz von M&A-Versicherungen aber auch für die Beschleunigung der Verhandlungen. „Kaufverträge sind heute sehr abgespeckt, was die Garantien betrifft“, analysiert von Alten. Das rühre daher, dass nur noch Mindestgarantien gegeben würden, „und der Rest wird in die W&I-Police geschoben“.

Wie Capiton zählt auch VR Equitypartner zu den Anwendern: „Wir nutzen W&I-Policen sowohl als Käufer als auch als Verkäufer im Rahmen eines strukturierten Verkaufsprozesses“, berichtet Geschäftsführer Christian Futterlieb. Als Verkäufer stößt VR Equitypartner den Prozess an, leitet dann einen Seller-Buyer-Flip ein, sodass der Käufer als Versicherungsnehmer fungiert. „Wir nutzen Versicherungsmakler, richten die Vendor Due Diligence aber nicht speziell auf das Underwriting aus“, so Futterlieb.



Christian Futterlieb,
VR Equitypartner

Clean Exit als Sell-Side-Hauptmotivation

Der Charme der Police eröffnet sich Verkäufern ganz unmittelbar: „Clean Exit“ lautet die einhellige Antwort von Futterlieb und Karbenk, wenn es um die Hauptmotivation auf der Sell-Side geht. Doch auch bei den Käufern sind Policen beliebt, so Baos Beobachtung, vor allem, wenn es sich um kleinere Häuser handelt: „Die Vermeidung von Risiken steht hier ganz oben. Ich treffe in Verhandlungen ganz viele Buy-Side-Anwälte, denen es vor allem um die Vermeidung von Risiken geht, denn die können gerade für ein kleines Haus schnell existenzgefährdend werden.“

Während W&I-Policen bei Transaktionen mit Private-Equity-Fonds bereits

einen gewissen Marktanteil erobert haben, sei bei Privatverkäufen sowie Konzern-Spin-offs noch Zurückhaltung spürbar. „Gerade Unternehmer sind zum Start von Verkaufsprozessen sehr sensibel, wenn es um Kosten geht“, weiß von Alten. Die von Versicherern im Vorfeld der Prüfung erhobene Gebühr von bis zu 15.000 EUR habe schon potenzielle Kunden abgeschreckt. „Die Fee wird dann zwar bei einem Abschluss angerechnet, sorgt aber dennoch für Zögern.“ Zudem sei der klassische Mittelständler der Meinung, seinen Betrieb bis in die letzte Maschine zu kennen, und somit überzeugt, aus gutem Grund sicher zu sein, dass keine versteckten Risiken bestehen.

Entsprechend räume er als Verkäufer Garantien ein und sei an Policen minderinteressiert. Würden sie doch eingesetzt, sei in diesen Fällen die Haftungsgrenze tendenziell niedriger und damit die Prämie preiswerter. Keine Regel ohne Ausnahme, erklärt Bao: „Private Verkäufer im fortgeschrittenen Alter sind nach unseren Erfahrungen offen für W&I-Policen, da sie einen sicheren Exit wollen, um sich nach dem Verkauf des Unternehmens keine Gedanken mehr machen zu müssen.“ Karbenk berichtet, dass Capiton W&I-Versicherungen bei Transaktionen mit anderen PE-Häusern häufig nutzt, „bei Corporates haben wir das Instrument aber bis heute nicht eingesetzt, da wir in diesem Segment praktisch auf keinerlei Interesse treffen“. Sven Oleownik hat ganz aktuell ähnliche Erfahrungen gemacht, und das sogar zweifach: Man sei gemeinsam mit M&A-Abteilungen von Konzernen in Unternehmen investiert. Während Vorberatungen zu angedachten Verkäufen habe er das Thema angesprochen, sei aber auf extreme Zurückhaltung gestoßen. „Bei Konzernen scheut man die Zusatzkosten und den zusätzlichen Workstream“, macht Oleownik einen Grund für die Zurückhaltung aus. Zudem zähle ein Clean Exit nicht zu den Hauptmotivationen bei einem Verkauf, da gehe es eher um Portfoliobereinigungen oder andere, konzerninterne Hintergründe.

Auf konkrete Nachfrage geben die Vertreter der Transaktionsberater übereinstimmend an, die Möglichkeit der M&A-Versicherungen nicht aktiv in den Verhandlungsprozess einzubringen, solange die Gespräche reibungslos verlaufen. Anders sehe es aus, wenn das



Dr. Ernst Ludes,
CV Capital



Foto: © ra2 studio – stock.adobe.com

Sicherungsbedürfnis des Käufers nicht mit der Haftungsbereitschaft des Verkäufers korreliere: Dann könne eine Police sehr hilfreich sein, selbst wenn sie Zeit und Geld koste. Ganz konkret eingeführt wird das Versicherungsthema, wenn es um bekannte Risiken geht. Ludes nennt vor allem das Altlastenthema, das in Verhandlungen häufiger eine Rolle spielt. Doch nicht immer kann oder muss eine entsprechende Unterpolice den Deal retten. Von Alten hatte vor wenigen Monaten eine entsprechende Situation zu lösen: Ein US-Käufer wollte ein Target nicht übernehmen, weil eine bekannte Altlast im Boden vorlag – obwohl eine rechtskräftige Freistellung des Bundeslands bestand, die eine Sanierungsanordnung ausschloss. Man habe sich entschlossen, auf einen langwierigen Untersuchungsprozess zu verzichten, und stattdessen einen anderen Käufer gesucht, „der auf die Gültigkeit einer rechtskräftigen Freistellung vertraut und die Transaktion ohne zusätzliche Versicherung abgeschlossen hat“.

Geringere Prämien – höhere Deckungssummen

Als sehr hilfreich für den Einsatz von W&I-Policen wird der Rückgang der Prämien angesehen. Vor wenigen Jahren noch habe sie bei etwa 3% der Deckungssumme gelegen, aktuell sei man bei etwa 1%. „Die Preise sind runtergegangen, keine Frage, aber man muss auch sehr genau auf den

Deckungsumfang achten, denn die Versicherungen müssen spitz rechnen“, warnt Bao. Zu Beginn der Entwicklung seien nicht viele Versicherungen auf dem hiesigen Markt gewesen, doch jetzt gebe es große Konkurrenz. „Der Preisdruck ist extrem hoch“, bestätigt von Alten. Seiner Einschätzung nach sorgen die gesunkenen Prämien für zwei Effekte: Die Schwelle des Unternehmenswertes, ab der eine W&I-Police für eine Versicherung wirtschaftlich darstellbar ist, steigt, gleichzeitig werden höhere Deckungssummen vereinbart.

Denn zu beobachten sei, dass Versicherungen mindestens sechsstellige Prämien anstreben, um ihrerseits den Prozess überhaupt darstellen zu können – ganz ungeachtet des Risikos. Üblicherweise liege die Deckungssumme bei 10% bis 25% des Unternehmenswertes, berichtet Futterlieb. Kurze Rechenaufgabe: Bei einem Unternehmenswert von 20 Mio. EUR ergibt sich am oberen Ende ein Versicherungsumfang von 5 Mio. EUR. Bei 1% Prämie bedeutet dies lediglich 50.000 EUR. „Deshalb sehen wir die Police eher ab Unternehmenswerten von 30 Mio. EUR als sinnvoll an“, so von Alten. Gleichzeitig würden höhere Caps vereinbart: Die Versicherungen kämen so auf höhere Prämien, und die Versicherten seien sehr komfortabel abgesichert: „Das erleichtert dann auch die Genehmigung in den Gremien“, weiß von Alten.

Gleichzeitig werde auch deutlich, dass mit einem weiteren Verfall der Prämien

nicht zu rechnen ist. Im Gegenteil: Besonders risikoaverse Käufer würden auch Prämien von 1,5% und mehr akzeptieren, wenn sie dadurch hohe Deckungssummen erreichen können. Selbst bei Caps oberhalb von 50% seien die Kosten dann noch im Verhältnis zur Gesamttransaktion überschaubar – und das Risiko extrem minimiert. Auch Oleownik ist überzeugt, dass W&I-Policen unterhalb eines Unternehmenswertes von 30 Mio. EUR kaum lohnen: „Bei kleineren Unternehmen lässt sich hinreichende Transparenz herstellen, um auch ohne Police eine Transaktion abzuschließen.“ Seine Faustregel: „Je typischer der Mittelständler, desto weniger Detailtricks sind notwendig.“ Wenn aber ein kleinerer Mittelständler zögere, hinreichende Garantien abzugeben, könne man dies mitunter auch als Alarmsignal werten, der den gesamten Deal – selbst mit Police – gefährden könne.

Fazit

„W&I-Policen sind aus unserer Sicht ein sehr berechtigtes Produkt, das Sinn macht und sich weiter durchsetzen wird“, befundet Karbenk. Vor allem für Verkäufer sei das Instrument sehr attraktiv. Doch auch auf Käuferseite wachse das Interesse, bestätigen die befragten M&A-Berater, denn es gebe viel Sicherheit zu überschaubaren Kosten. Damit bleibt es dabei: W&I-Policen als Mutter aller Win-win-Situationen werden aus heutiger Sicht ihren Siegeszug fortsetzen. ■

Magazin - Online - Events - Netzwerk

Investment Plattform China/Deutschland



Jetzt auch im Abonnement

Bestellen Sie jetzt die **Investment Plattform China/Deutschland** gedruckt in deutscher und chinesischer Sprache im Jahresabonnement. Dieses umfasst **4 Ausgaben zum Preis von 60,00 EUR** inkl. MwSt und Versand.
abo@investmentplattformchina.de

Hohe Preise – hohes Enttäuschungsrisiko

W&I-Claims: Ein aktueller Schadensfall zeigt, wie Entscheider erfolgreich mit Ansprüchen umgehen können

Nach M&A-Transaktionen können Verkäufer mit signifikanten Schadensersatzforderungen konfrontiert werden – gerade im Zeitalter hoher Unternehmensbewertungen. W&I-Versicherungen schützen die beteiligten Parteien vor den Konsequenzen aus Vertragsverletzungen. Was Entscheider wissen sollten. **Von Ingo Schleis und Christin Colditz**

Die Meldung sorgte in der M&A-Szene für Aufsehen: Anfang April gab die nordeuropäische Private-Equity-Gesellschaft FSN Capital bekannt, dass sie von einer „Warranty-&Indemnity-Versicherung“ 50 Mio. USD erhalten hatte. Grund seien Fehler in den Finanzdaten des dänischen Eismaschinenherstellers Gram Equipment gewesen, den FSN Capital im Dezember 2017 vom schwedischen Investor Procuritas gekauft hatte.¹

Bereits kurz nach der Transaktion hätten unabhängige Prüfer „Unregelmäßigkeiten“ in den Finanzzahlen von Gram Equipment entdeckt, die zu einem deutlichen Gewinnrückgang geführt hätten, hieß es in der Mitteilung. Der Verkäufer habe im Rahmen der sogenannten Due Diligence, so der Vorwurf von FSN Capital, „falsche und irreführende“ Angaben gemacht und auf diese Weise gegen vertragliche Garantie- und Gewährleistungsansprüche verstoßen.

Nach intensiven Untersuchungen, berichtete FSN Capital weiter, habe das aus zwölf Versicherern bestehende W&I-Kon-

sortium dem Antrag auf Versicherungsschutz stattgegeben – und die Auszahlung der Höchstsumme von 50 Mio. USD zugesagt. FSN-Capital-Partner Thomas Broe-Andersen zeigte sich erfreut: Das Versicherungskonsortium habe sehr professionell agiert.² Der Fall ist nicht nur wegen der hohen Summe interessant: Bemerkenswert ist auch die Tatsache, dass die Informationen an die Öffentlichkeit gelangt sind. Denn in den meisten Fällen werden W&I- und M&A-Auseinandersetzungen hinter verschlossenen Türen abgewickelt.

Hohe Preise, enttäuschte Erwartungen

Auseinandersetzungen im Kontext von Garantie-, Gewährleistungs- und Freistellungsklauseln nehmen seit einigen Jahren zu. Erfahrungen von KPMG und aktuelle Marktstudien zeigen, dass es bei 10% bis 20% der M&A-Transaktionen hinterher zu W&I-Forderungen kommt. Haben Unternehmenskäufe ein Volumen von mehr als 1 Mrd. USD, liegt der Anteil laut einer AIG-Studie sogar bei 24%.³

Ein wichtiger Treiber sind sicher die hohen Kaufpreise, die im aktuell positiven Umfeld bei M&A-Transaktionen gezahlt werden. Denn mit ihnen steigt das Risiko enttäuschter Erwartungen, die erfahrungsgemäß häufig dazu führen, dass gezielt nach Kompensationsmöglichkeiten gesucht wird. Und da liegt es aus Käufersicht natürlich nahe, genau zu prüfen, ob vertragliche Garantie- und Gewährleistungsansprüche oder Freistellungsklauseln eine Anspruchsgrundlage bieten.

Dabei richtet sich der Blick häufig zunächst auf Finanzdaten, Jahresabschlüsse und steuerliche Sachverhalte: Nach unter-



ZU DEN AUTOREN

Ingo Schleis ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Direktor bei der **KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft** im Bereich Deal Advisory. Sein Beratungsschwerpunkt liegt in der umfassenden Betreuung von Mandanten, die sich im Nachgang zu einer Unternehmenstransaktion in einem M&A-Disput befinden. Neben der Identifizierung und Durchsetzung bzw. Abwehr von Ansprüchen aus Unternehmenskaufverträgen ist er auch selbst schlichtend als neutraler Schiedsgutachter (Independent Expert) aktiv. In nationalen und internationalen Schiedsverfahren unterstützt er die Parteien als Parteigutachter bzw. Expert Witness. Kontakt: ingoschleis@kpmg.com

Christin Colditz ist Steuerberaterin und Managerin bei **KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft** im Bereich Deal Advisory. Sie begleitet Mandanten mit ihrer Erfahrung durch den gesamten Transaktionsprozess. Im Vorfeld der Vertragsunterzeichnung bringt sie ihre Erfahrung aus der Strukturierung und Optimierung zahlreicher Kaufverträge ein und unterstützt Mandanten nach Signing bei der Lösung komplexer Auseinandersetzungen. Kontakt: ccolditz@kpmg.com

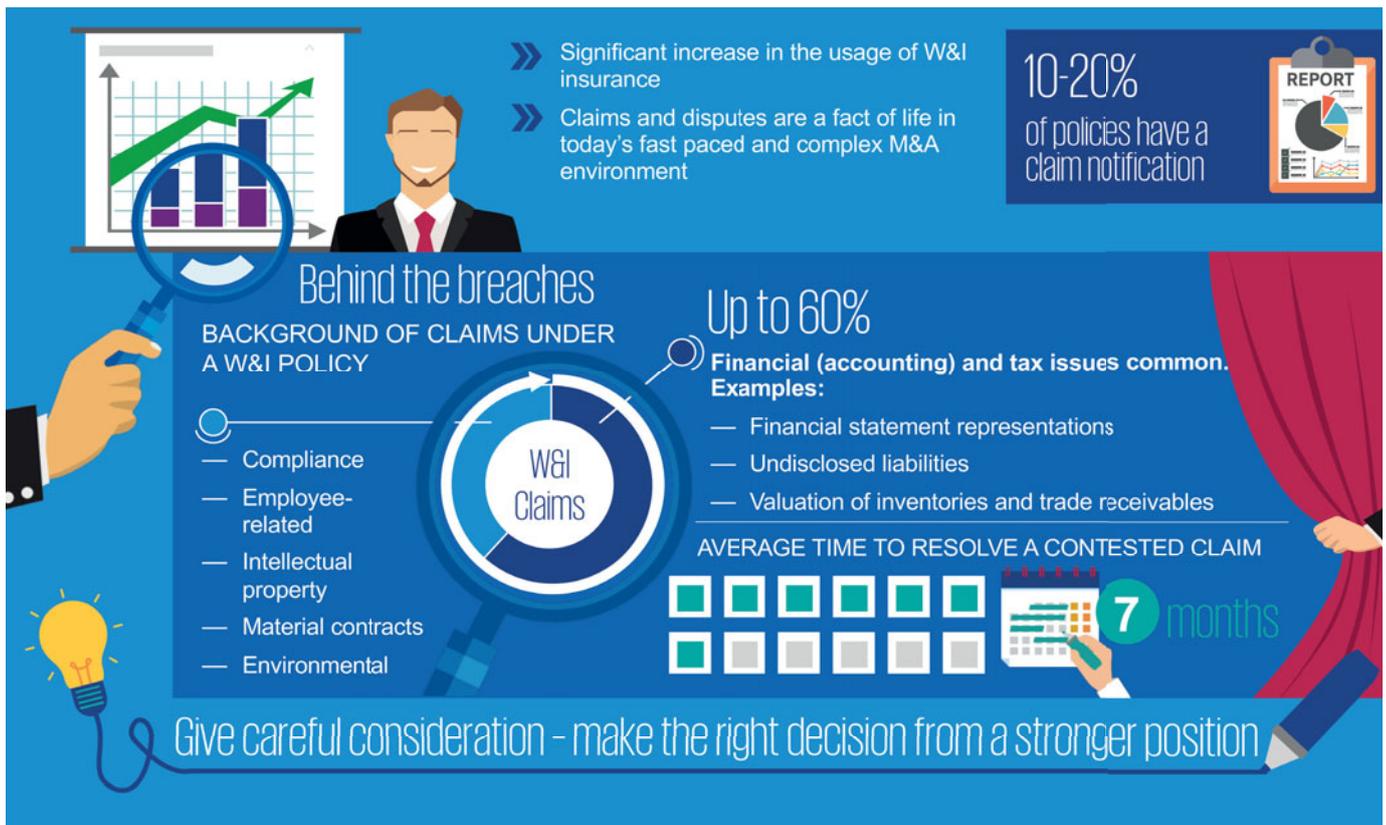
1) <https://fscncapital.com/news/fsn-capital-gram-insurance-limit-paid/> (abgerufen am 27.05.2019); <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2019/04/four-key-takeaways-from-fsn-capitals-recent-50-million-warranty-indemnity-insurance-claim>

2) Ebenda

3) AIG (2018): M&A Insurance – The new normal? In: <https://www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/insights/aig-manda-claimsintelligence-2018-r-and-w.pdf> (abgerufen am 27.05.2019), S. 3.

4) 34% gemäß AIG (2018): M&A Insurance – The new normal? In: <https://www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/insights/aig-manda-claimsintelligence-2018-r-and-w.pdf> (abgerufen am 27.05.2019), S. 5; 39% gemäß Howden (2019): Howden M&A Annual Review. Mergers & Acquisitions Insurance. 2018 Insights. In: <https://howdenmergers.com/documents/downloads/m&a-annual-report-2018.pdf> (abgerufen am 27.05.2019), S. 12; 61% gemäß SRS Aequiom (2018): 2018 SRS Aequiom M&A Claims Insights Report. In: <https://www.srsacquiom.com/resources/2018-ma-claims-insights-report/#downloadform> (abgerufen am 27.05.2019), S. 9.

Abb. 1: M&A Market Trends – W&I insurance claims on the rise



Quelle: KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

schiedlichen Studien fallen bis zu 60%⁴ aller W&I-Claims in diese Kategorie; auch die aktuelle FSN-Capital-Schadensforderung gehört dazu. Der hohe Anteil verwundert nicht – schließlich sind Finanzdaten von essenzieller Bedeutung für die Unternehmensbewertung und die Kaufpreisfindung, was sich in der Ausgestaltung der vertraglichen Garantien, Gewährleistungen und Freistellungsregelungen widerspiegelt.

So fordern Käufer in aller Regel eine „Bilanzgarantie“ – also die explizite Zusicherung, dass die Finanzdaten korrekt sind. Wer gegen Rechnungslegungsvorschriften verstößt, muss deshalb mit schwerwiegenden Konsequenzen rechnen. So führt es z.B. zu signifikanten Schadensersatzansprüchen, wenn der Käufer eine nicht bilanzierte Verbindlichkeit entdeckt, obwohl der

Verkäufer eine Bilanzgarantie oder eine „No-undisclosed-liabilities-Gewährleistung“ zugesichert hat.

Weitere typische Anknüpfungspunkte für W&I-Forderungen sind wesentliche Verträge (Material Contracts), Compliance-Themen, geistiges Eigentum (Intellectual Property), Arbeitsverhältnisse und Umwelaspekte.

Es geht oft um hohe Millionenbeträge

Dabei stehen regelmäßig hohe Summen auf dem Spiel: Die geforderten Beträge liegen in der Regel im Millionenbereich, im Durchschnitt sind es Studien zufolge 4 Mio. USD. Es ist deshalb kein Wunder, dass W&I-Auseinandersetzungen immer wieder im Rahmen von Schiedsgerichtsverfahren oder gar vor staatlichen Gerichten ausgefochten werden.

Angesichts steigender M&A-Volumina und der hohen Zahl von Streitfällen haben W&I-Versicherungen in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. In Europa werden sie laut einer Studie der Wirtschaftskanzlei CMS inzwischen bei mehr als einem Drittel der Transaktionen eingesetzt, die ein

Volumen von mehr als 100 Mio. EUR erreichen.⁵ Die wachsende Beliebtheit ist auch darauf zurückzuführen, dass die Versicherungsprämien gesunken sind: In Europa liegen sie inzwischen bei etwa 1% des zu versichernden Risikos und darunter. Zugleich sind die versicherbaren Beträge gestiegen; so sind inzwischen Deckungssummen von mehr als 500 Mio. EUR möglich.⁶

Ein weiterer Treiber des wachsenden Interesses an W&I-Policen besteht darin, dass die Versicherungen Mitarbeiter mit M&A-Expertise eingestellt haben. In der Folge sind die Policen und der Service spürbar optimiert worden. So sind Versicherungen heute in der Lage, auch unter dem hohen Zeitdruck einer Transaktion maßgeschneiderte Produkte zur Verfügung zu stellen.^{7,8} Dadurch sind W&I-Policen längst nicht mehr nur für Private-Equity-Häuser attraktiv, die in diesem Bereich bereits langjährige Erfahrung besitzen. Auch Käufer aus anderen Sektoren setzen immer öfter auf Garantie-, Gewährleistungs- und Freistellungsversicherungen.

In der Regel werden im Rahmen von M&A-Transaktionen sogenannte Käuferpolicen abgeschlossen, bei denen der Käufer

5) CMS (2019): CMS European M&A Study 2018. In: <https://cms.law/de/DEU/Publication/CMS-European-M-A-Study> (abgerufen am 27.05.2019), S. 7, 34.

6) Hoenig, K. M./Klingen, S. (2016): Die W&I-Versicherung beim Unternehmenskauf, in: NZG, 2016(32), S. 1247.

7) Crozier J./Allen, D./Hendry, B. (2013): Warranty and indemnity insurance: a global reach. In: [https://uk.practicalcallaw.thomsonreuters.com/7-534-6007?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicalcallaw.thomsonreuters.com/7-534-6007?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) (abgerufen am 27.05.2019), S. 2.

8) Fromholzer (2016): Gewährleistungsversicherungen beim Unternehmenskauf sind in der Praxis angekommen. In: Der Betrieb, 2016(48), S. 5.



Foto: © Coloures-Pic – stock.adobe.com

der Begünstigte ist. Sie haben einen Marktanteil von mehr als 90% erreicht und sich damit gegenüber Verkäuferpolicen durchgesetzt. Sie bringen den entscheidenden Vorteil mit sich, dass Käufer etwaige Ansprüche direkt beim Versicherer anmelden und geltend machen können. Das erleichtert die Abwicklung erheblich.⁹

W&I-Policen sind für beide Seiten sinnvoll

Allerdings sollte niemand aus der Bezeichnung schließen, dass die Policen nur aus Käufersicht sinnvoll sind. Sicher: Sie schützen vor Garantie- oder Gewährleistungsverletzungen und sorgen dafür, dass im Fall der Fälle ein solventer Schuldner in der Pflicht steht. Aber auch Verkäufer profitieren, nämlich weil sie das Risiko aus einer Vertragsverletzung auslagern. Auf diese Weise können sie sich umfassend absichern. Das führt zu einem weiteren großen Vorteil für Verkäufer: Dank der Absicherung können sie die abschließenden Erlöse aus der Transaktion viel früher bestimmen und verwenden. Schließlich sind sie durch die W&I-Versicherung von etwaigen Käuferansprüchen freigestellt.

Das ermöglicht einen zeitnahen, sauberen und abschließenden Ausstieg, was in vielen Fällen ein enormer Vorteil ist – etwa beim Exit eines Private-Equity-Unternehmens oder bei einem Verkauf aus der Insolvenz. Auch wenn es um eine private Unter-

nehmensnachfolge geht, ist es Verkäufern häufig wichtig, Risiken aus Garantien und Gewährleistungen auszuschließen – zumal das Damoklesschwert anderenfalls häufig für mehrere Jahre über ihnen schwebt.

Doch Vorsicht: W&I-Claims durchzusetzen ist alles andere als ein Kinderspiel. Denn in vielen Fällen handelt es sich nicht um eindeutige und unstrittige Ansprüche. Im Gegenteil: Meist knüpfen W&I-Claims an Finanzkennzahlen an, die nach nationalen oder internationalen Rechnungslegungsnormen oder vertragspezifischen Vorgaben zu ermitteln sind. Rechnungslegungsnormen enthalten vielfach Elemente, die komplex und stark auslegungsbedürftig sind. Damit bestehen Ermessensspielräume, und die unvermeidliche Subjektivität auf beiden Seiten führt nicht selten zu abweichenden Bilanzierungs- und Bewertungseinschätzungen.

Was bei W&I-Forderungen zu beachten ist

Wer Ansprüche erfolgreich geltend machen will, darf es deshalb nicht dabei belassen, etwaige Verstöße bei der Versicherung anzuzeigen: Aus Käufersicht sind eine systematische Analyse möglicher Ansprüche sowie eine fundierte Aufarbeitung unverzichtbar. Ähnliches gilt für Versicherungen, die mit W&I-Claims konfrontiert werden.

Die Analyse der rechtlichen und wirtschaftlichen Anspruchsgrundlagen sowie die anschließende Schadensbemessung sind alles andere als trivial. Schließlich gilt

es, Finanzdaten, Informationen und Sachzusammenhänge detailliert zu untersuchen und aufzuarbeiten – und zwar vor dem Hintergrund der maßgeblichen Rechnungslegungsnormen, der einschlägigen Regelungen im Unternehmenskaufvertrag und der Versicherungsbedingungen.

Darüber hinaus ist es wichtig, frühzeitig die Chancen und Risiken abzuwägen, die sich aus dem W&I-Claim ergeben. So gilt es z.B. zu quantifizieren, wie wahrscheinlich ein Erfolg ist. Hinsichtlich der Risiken ist darüber hinaus zu bedenken, dass es Zeit und Geld kostet, eine W&I-Forderung geltend zu machen. Angesichts einer durchschnittlichen Regulierungsdauer von sieben Monaten, die in Einzelfällen deutlich überschritten werden kann, sollte diesen Aspekt niemand unterschätzen.

Auf W&I-Auseinandersetzungen spezialisierte Experten verfügen über die für eine belastbare Einschätzung zur Höhe der Ansprüche und zu den Erfolgsaussichten notwendige praktische Erfahrung. Zudem können sie Käufer bzw. Versicherungen bei der Analyse sowie bei der Aufarbeitung und Darstellung des Sachverhalts unterstützen. Besonders wichtig ist dabei nach Erfahrung von KPMG eine klare und umsichtige Kommunikation: Wer Stellungnahmen klar strukturiert, nachvollziehbare Argumentationslinien aufbaut und mit schlüssigen Nachweisen untermauert, erhöht die Erfolgchancen deutlich – und legt zugleich die Basis für eine weitere vertrauensvolle Zusammenarbeit zwischen Kunde und Versicherung im Anschluss an die Regulierung. ■

9) CMS (2019): CMS European M&A Study 2018. In: <https://cms.law/de/DEU/Publication/CMS-European-M-A-Study> (abgerufen am 27.05.2019), S. 35.

Jetzt
abonnieren!

Für Investoren und Entrepreneur



www.vc-magazin.de/abonnement

Abovarianten im Überblick:

- Probeabonnement: zwei Ausgaben für 10,00 EUR
- Digitalabonnement: elf Ausgaben als E-Paper/PDF-Datei für 128,00 EUR
- Premiumabonnement: elf Ausgaben und den Online-Zugang zum Archiv für 148,00 EUR

Sichern Sie sich jetzt das VentureCapital Magazin und seien Sie am Puls der Branche!

„Rally Support Vehicle“ bei länderübergreifenden Transaktionen

W&I-Versicherung: Besondere Herausforderungen durch Unterschiede in Rechtssystemen, Kommunikation, Kultur – ein Business Case

Bei länderübergreifenden Transaktionen kann eine W&I-Versicherung den Bedenken vorsichtig agierender Transaktionspartner Rechnung tragen. Besonders bei komplexen Deals, die eine Vielzahl von Jurisdiktionen umfassen, kann eine solche Versicherung zum erfolgreichen Gelingen wesentlich beitragen. **Von Birgit Rummel, Adrià Vázquez und A. J. Kritzman**

Länderübergreifende Transaktionen werden als eine größere Herausforderung wahrgenommen als Transaktionen mit reinem Inlandsbezug. Die Gründe sind vielfältig. Die Komplexität einer länderübergreifenden Transaktion beschränkt sich nicht auf das Projektmanagement des M&A-Prozesses und die übliche kommerzielle, rechtliche, bilanzielle, steuerliche oder umweltrechtliche Due Diligence der Zielgesellschaft. Andere Aspekte, wie etwa die Überbrückung unterschiedlicher Zeitzonen, das Anpassen an unterschiedliche Kommunikationskulturen und der Umgang mit den zumeist vielschichtigen Erwartungen der Beteiligten, sorgen für zusätzliche Komplexität. Die Einbindung einer W&I-Versicherung mag zunächst als Komplexitätserhöhend und als Quelle für mögliche Verzögerungen wahrgenommen werden. Jedoch: Die Einbeziehung eines erfahrenen Maklers mit internationalem Netzwerk in Verbindung mit einem global aufgestellten Versicherer ermöglicht es den an dem Deal beteiligten Parteien, sich auf die zentralen Themen der Transaktion zu konzentrieren und so einen positiven Beitrag zum Gelingen der Transaktion zu leisten. Das Produkt selbst ist darauf ausgelegt, die unbekanntesten Risiken einer M&A-Transaktion abzudecken, die trotz marktüblicher Due Diligence unter Anwendung der gebotenen Offenlegungs- und Sorgfaltspflichten nicht identifiziert werden konnten.

Globaler Footprint als Unterschied

Was macht den Unterschied aus, wenn Kunden einen global tätigen Versicherer bei länderübergreifenden Transaktionen miteinbeziehen? Einige Versicherer haben die Notwendigkeit erkannt und sich organisatorisch entsprechend aufgestellt, um den zusätzlichen Koordinationsaufwand möglichst effizient zu gestalten. Erfolgsentscheidend ist, dass der Versicherer international mit den verschiedenen Parteien zusammen-

arbeitet und diese für ihr Ziel – den Geschäftsabschluss – bestmöglich unterstützt.

Hierbei ist es unerlässlich, vor Ort ein Team von erfahrenen Underwritern zu haben, welche die besonderen Risiken des Landes, seine kulturellen Unterschiede sowie rechtlichen und steuerlichen Besonderheiten kennen. Sie sollten darüber hinaus ausreichend erfahren sein, um wirtschaftlich sinnvolle Entscheidungen



ZU DEN AUTOREN

Birgit Rummel, M.B.L.-HSG leitet den Bereich M&A Versicherung von **Tokio Marine HCC** für Nordeuropa (DACH/Nordische Länder/Osteuropa). Sie ist Rechtsanwältin mit Schwerpunkt Corporate Finance/ M&A. Seit 2016 ist sie Senior Underwriterin bei Tokio Marine HCC. Vorher hat sie mehr als 14 Jahre Erfahrung im Bereich Erst- und Rückversicherung bei Munich Re in verschiedenen leitenden Positionen gesammelt.

Adrià Vázquez leitet den Bereich M&A Versicherung von **Tokio Marine HCC** für Asia Pacific in Singapore. Er hat einen Masterabschluss in Economics and Finance der ESADE Business School und ist seit 2012 für Tokio Marine HCC tätig.

A. J. Kritzman ist Senior Underwriter für Nordamerika im Bereich M&A Versicherung von **Tokio Marine HCC** in New York. Er ist Rechtsanwalt (NY/CT) mit Schwerpunkt Mergers&Acquisitions und Versicherungsaufsichtsrecht sowie Certified Public Accountant. Er verfügt über insgesamt 17 Jahre Erfahrung als Rechtsanwalt und in der Versicherungsbranche, zuletzt als Senior Counsel, M&A Underwriting bei Condord Specialty Risk.



Diligence-Berichte waren detailliert genug, um letztlich eine umfassende Versicherungsdeckung mit nur wenigen Auschlüssen vereinbaren zu können.

Die japanischen Kollegen von Tokio Marine Nichido Fire betreuten den Kunden vor Ort und erstellten die Versicherungspolice mit Unterstützung der Underwriter aus New York und dem internationalen Underwriting-Hub in Barcelona.

Der Underwriting Call fand auf Englisch statt. Die Dokumentation der Deckung folgte den Gepflogenheiten des japanischen Versicherungsmarktes (z.B. keine vorläufige Deckungsbestätigung (Conditional Binder) wie in UK, Verwendung von aufschiebenden Bedingungen (Condition Precedents) in der Police, Ausstellung der endgültigen Police bei Vertragsunterzeichnung und Erhalt der vollen Prämienzahlung bei Versicherungsbeginn), so dass die Besonderheiten einer US-Style-Police erstmals in Verbindung mit japanischem Versicherungsrecht zur Anwendung kamen.

Die Arbeit über verschiedene Zeitzonen hinweg stellt immer eine besondere Herausforderung dar. Aus diesem Grund ist ein reaktives und flexibles Underwriting-Team unverzichtbar für einen schnellen und erfolgreichen Abschluss.

Nachfrage nach Policen steigt an

Die Bedarf an Versicherungen für länderübergreifende M&A-Transaktionen steigt stetig an. Bei entwickelten Märkten, wie zum Beispiel den USA und Europa, gibt es weiterhin eine stabile Nachfrage nach W&I-Versicherungen, d.h. das Produkt wird mittlerweile gut angenommen und ist Teil der M&A-Routine geworden. Auch Makler haben sich breiter aufgestellt und verfügen über erfahrene und fachkundige Teams vor Ort, dies teilweise auch getrieben durch den Brexit. Außerdem hat ein zunehmender Wettbewerb zu niedrigeren Preisen und einer weiteren Deckung geführt.

Die Nachfrage nach W&I-Versicherungen in Asien ist in den letzten zwei Jahren stark gestiegen. Der Umgang mit asiatischen und besonders japanischen Kunden ist für das W&I-Geschäft von zunehmender Bedeutung, und die Investoren werden mit der Zeit die Vorteile des Produktes zu schätzen lernen. Insbesondere bei Outbound-Transaktionen sind die Prognosen nach wie vor stabil optimistisch. ■

im Interesse des Kunden treffen zu können. Mit Teams etwa in New York, London, Barcelona, Singapur und Sydney sind Versicherungsunternehmen wie Tokio Marine nahe an den lokalen Marktbesonderheiten. Als global agierendes Team mit notwendigem „local know-how“ kann so optimal auf die speziellen Bedürfnisse der Kunden eingegangen werden.

Ein Business Case: „Projekt Oak“

Dieses Projekt betraf den Erwerb eines in Deutschland ansässigen Weltkonzerns von einem US-amerikanischen Verkäufer durch ein japanisches Unternehmen. Das Zielunternehmen war ein Hersteller von Schwerlast-Raupenkränen mit Produktionsstandort in Deutschland und zusätzlichen Betriebsstätten in Frankreich und in der Schweiz. Erschwerend kam hinzu, dass es sich bei der Transaktion um einen Carve-out ohne geprüften Jahresabschluss gehandelt hat. Wie interagiert ein weltweites Team von Underwritern nun genau?

Da der Schwerpunkt der Transaktion in Deutschland lag, hat zunächst das deutschsprachige Underwriting-Team den Lead für die Erstellung der Non-Binding Indication übernommen. Jedoch hat sich die Transaktion als komplexer als zunächst angenommen herausgestellt, mit Käufer und beratendem Makler in Japan, Verkäufer in den USA, Kaufvertrag nach US-amerikanischem Recht und schließlich

Zielunternehmen in Deutschland. Dies erforderte die zusätzliche Einbeziehung von Kollegen in den USA und Japan.

Zunächst wurden intern die Unterschiede zwischen US- und European-Style-Police gegenübergestellt. Durch die Zusammenarbeit von amerikanischen und europäischen Underwritern, unter aktiver Einbeziehung des Maklers, wurden Angebote in mehreren Varianten erstellt, um dem Kunden die bestmögliche Lösung anbieten zu können.

Der Verkaufsprozess startete Anfang 2019. Nach Erhalt der Submission im Januar erhielt der Kunde ein erstes Angebot innerhalb weniger Tage. Im Anschluss daran verhandelten wir Anpassungen und Sonderregelungen bei den Deckungsinhalten. Das Appointment, d.h. den Zuschlag, erhielt Tokio Marine im Februar, und das vollständige Underwriting erfolgte über einen Zeitraum von drei bis vier Wochen.

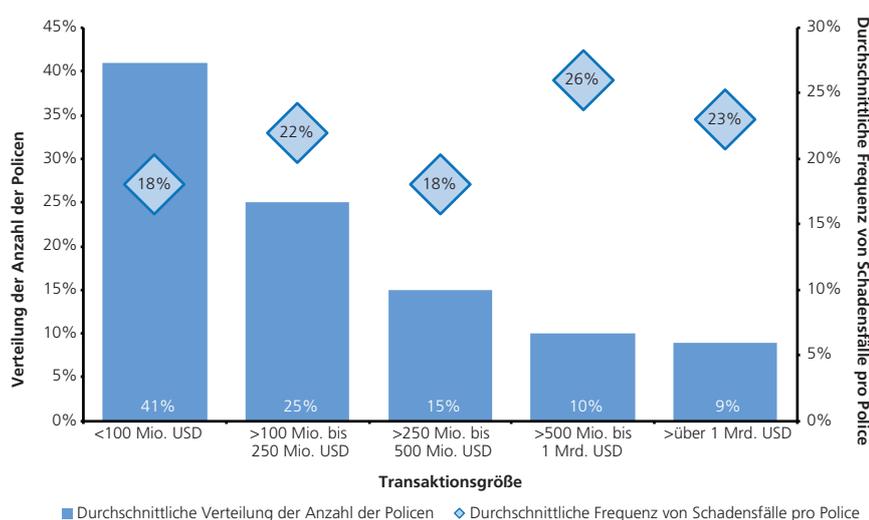
Die Besonderheiten des US-amerikanischen Rechts und einer US-Style-Police wurden von den Underwritern in New York bearbeitet, die Besonderheiten des deutschen Rechts mit Hilfe eines deutschen Underwriting Counsel abgedeckt und die Financial Due Diligence mit Hilfe eines externen Accountants geprüft. Die käuferseitige Due Diligence umfasste Fragestellungen im Hinblick auf Compliance, Aufsichts-, Steuer-, Arbeits-, Umwelt-, Urheberrecht- und IT-Themen. Die Due

AIG-Studie 2019: Steigende Anzahl der Meldungen und höhere Schäden

Quote insbesondere bei Large-Cap-Transaktionen gestiegen –
Steuerschäden im Fokus

Die Zahl der Schadensmeldungen insgesamt ist mit 20% konstant geblieben, bei den Large-Cap-Transaktionen oberhalb von 500 Mio. USD zeigt die AIG-Schadensstudie aber einen Anstieg von 21% auf 26% auf. Der Trend immer früher eingehender Schadensmeldungen setzt sich fort. **Von Dr. Dennis Froneberg und Bernd Dreier, LL.M.**

Abb. 1: Frequenz der Schadensfälle nach Transaktionsgröße



Quelle: AIG-Schadensstudie 2019

Das globale M&A-Volumen bewegt sich seit Jahren auf konstant hohem Niveau. Die Bedeutung von W&I-Versicherungen für den M&A-Markt ist in diesem Zeitraum kontinuierlich angestiegen. AIG hat im Geschäftsjahr 2018 mehr als 950 Transaktionen versichert. Um die Schadensentwicklung bei W&I-Versicherungen nachvollziehen zu können, liefert die Schadensstudie von AIG dem M&A-Markt im vierten aufeinanderfolgenden Jahr eine Übersicht zu Garantieverletzungen im Rahmen von Transaktionen. Ziel der Erhebung und Veröffentlichung der Schadensfalldaten zu den W&I-Versicherungen ist es, den Marktteilnehmern eine

fundierte Datenbasis für spezifische Transaktionsrisiken an die Hand zu geben, damit Due-Diligence-Prozesse risikospezifischer durchgeführt und M&A-Verträge effizienter verhandelt werden können. Erstmals werden in der AIG-Schadensstudie auch Schäden aus Steuersachverhalten näher beleuchtet.

AIG hat für die vierte Schadensstudie mehr als 2.900 mit dem Versicherungsunternehmen abgeschlossene W&I-Versicherungsverträge aus den Jahren 2011 bis 2017 mit einem Gesamttransaktionsvolumen von mehr als 1 Bio. USD analysiert und die Ergebnisse zusammengefasst.

Wesentliche Ergebnisse der Studie

Die Zahl der Schadensmeldungen unter allen Versicherungsverträgen ist mit Schadensmeldungen unter jeder fünften Police konstant geblieben, während bei den größten Transaktionen zwischen 500 Mio. und 1 Mrd. USD ein Anstieg von 21% auf 26% verzeichnet wurde. Der Trend immer früher eingehender Schadensmeldungen



ZU DEN AUTOREN

Dr. Dennis Froneberg leitet den Bereich M&A-Versicherungen bei AIG in Kontinentaleuropa sowie den Bereich Distribution für den deutschsprachigen Raum. Er ist seit 2014 bei AIG und hat unter anderem bei einer internationalen Großbank in London mehr als sieben Jahre Erfahrung im Investment Banking gesammelt.

Bernd Dreier, LL.M. (Columbia), leitet den Bereich M&A-Versicherungen bei AIG im deutschsprachigen Raum. Zuvor war er über sechs Jahre als Rechtsanwalt bei internationalen Großkanzleien in Düsseldorf, München und Shanghai im Bereich Corporate/M&A sowie bei einem Investmentfonds tätig.

setzt sich fort. Die Schadensfrequenz liegt auf dem Niveau der Vorjahre, wobei Schadensmeldungen zunehmend früher eingereicht, besser begründet und durch Dokumentation gestützt werden. Dies zeigt, dass der M&A-Markt das Produkt der W&I-Versicherung besser durchdrungen hat und den Informationsrückstand des Versicherers zum Zeitpunkt der Schadensmeldung durch professionelle Aufarbeitung zu Beginn des Prozesses zu überbrücken sucht, um zu einer schnellen Schadensregulierung zu kommen.

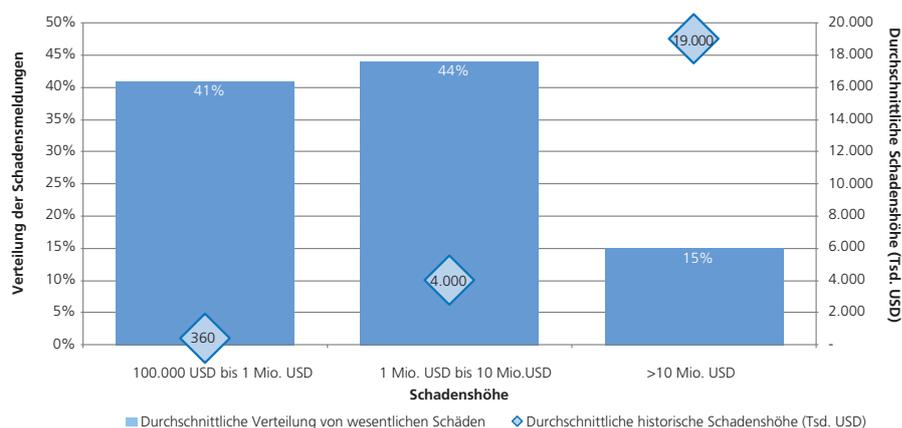
Die Anzahl der Schäden mit einem Volumen von mehr als 10 Mio. USD hat sich von 8% auf 15% nahezu verdoppelt. Die durchschnittliche Auszahlungshöhe im Bereich der Schäden oberhalb 10 Mio. USD ist mit 19 Mio. USD konstant geblieben. Am häufigsten werden global weiterhin Schäden im Bereich der Verletzung von Garantien bezogen auf Jahresabschlüsse (19%), Steuern (18%), Compliance (15%) und wesentliche Verträge (13%) gemeldet. Steuerschäden stehen dabei in der Region EMEA mit 25% aller Schäden im Fokus.

Der M&A-Markt im Überblick

Gemessen am Wert der globalen Transaktionen stellte das abgelaufene Jahr 2018 mit einem Volumen von 4,1 Billionen USD das drittstärkste Jahr in der Geschichte dar. Nach einem etwas ruhigeren Jahresbeginn 2019 scheint sich der Trend großvolumiger Deals und eines insgesamt konstant hohen Dealflows aus 2018 seit dem zweiten Quartal 2019 fortzusetzen.

Der weiterhin anhaltende Verkäufermarkt führt zu einem noch stärkeren Wettbewerb um attraktive Investitionsobjekte, der zusätzlichen Druck auf die Zeitpläne sowie die Due-Diligence-Prozesse der Transaktionen ausübt. Die W&I-Versicherung wird stark zunehmend als Katalysator genutzt, der insbesondere bei Verkäuferrauktionen oder bei schwierigen Verhandlungssituationen zu einem reibungslosen Verlauf der Transaktion beiträgt. Die Etablierung der W&I-Versicherung treibt neue Spieler in den Markt

Abb. 2: Verteilung der wesentlichen Schäden bei W&I-Versicherungen



Quelle: AIG-Schadensstudie 2019

und erhöht spürbar den Wettbewerb; die Deckung steigt, Selbstbehalte und Preise sinken. Durch eine höhere Zahl großer Carve-out-Transaktionen, die seit Ende 2018 insbesondere die großen Private-Equity-Häuser auf den Plan rufen, stiegen die Anforderungen an die W&I-Versicherung und die Komplexität beim Deckungsumfang signifikant.

Da Marktakteure zunehmend auf W&I-Versicherungen setzen, wird sich der M&A-Versicherungsmarkt stärker auf die Nachhaltigkeit und Konsistenz des Produkts sowie die Qualität in der Schadensbearbeitung konzentrieren. Hierbei wird die Frage zunehmend wichtiger, wie effizient das Schadensteam des Versicherers etwaige Ansprüche bearbeiten kann und wo die direkten Ansprechpartner sitzen. Somit wird ein wesentliches Element des M&A-Versicherungsmarkts eine effiziente Verzahnung der M&A-Teams mit den Schadensteams der jeweiligen Versicherung werden.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse der AIG Schadensstudie 2019, dass große und kleine Schäden weiterhin eine konstante Größe bei M&A-Transaktionen bleiben werden. Die Versicherungen müssen insbesondere vor dem Hintergrund stärkeren Wettbewerbs im W&I-Versi-

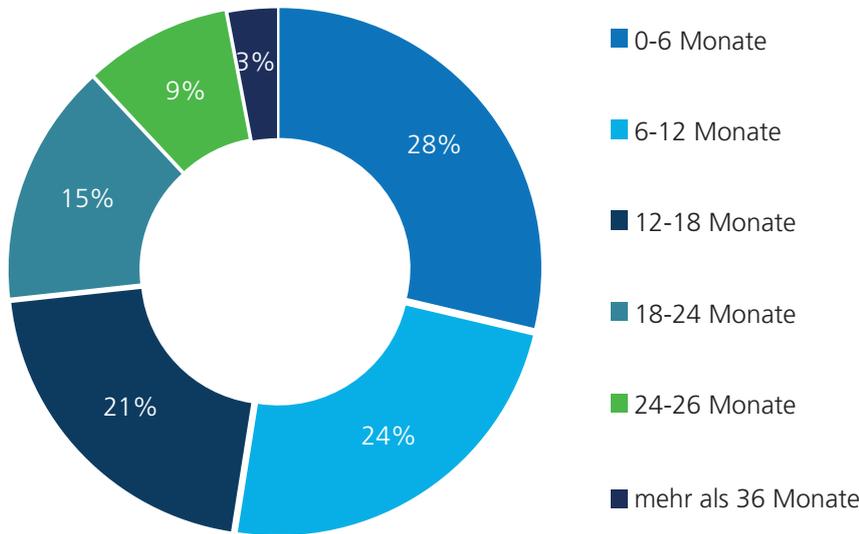
cherungsmarkt und einer stark steigenden Anzahl großer Schäden durch verbessertes Underwriting ihr Risikoprofil aussteuern, wenn der Markt langfristig tragfähig bleiben soll.

Schadensfrequenz und Auszahlungshöhe

Bei der Frequenz der Schadensmeldungen gibt es im Vergleich zum Vorjahr kaum merkliche Veränderungen – im Durchschnitt über alle Transaktionsgrößen ist die Frequenz bei ca. 20% konstant geblieben. Bei den Transaktionen mit einem Volumen oberhalb von 500 Mio. USD ist jedoch ein merklicher Anstieg von 21 auf 26% zu verzeichnen. Eine leichte Abnahme von 24% im Vorjahr auf aktuell 23% ist bei Transaktionen mit einem Volumen von mehr als 1 Mrd. USD zu verzeichnen (siehe Abb. 1).

Damit setzte sich insgesamt der Trend zunehmender Schadensmeldungen bei großen Transaktionen fort. Dieses Ergebnis spiegelt nicht nur das Portfolio von AIG wider, das zu einem immer höheren Anteil aus größeren Transaktionen besteht, sondern auch die inhärente Komplexität großer M&A-Transaktionen. Diese fordern einen aufwendigen und zuweilen kostspieligen Due-Diligence-Prozess,

Abb. 3: Verteilung der Schadeneingänge nach Beginn des Versicherungsschutzes



Quelle: AIG-Schadensstudie 2019

dessen Qualität maßgeblichen Einfluss auf die Transaktionsrisiken hat.

Die größten Transaktionen gehen nicht nur mit der höchsten Schadensfrequenz einher, sondern auch mit den höchsten Schadensauszahlungen. Der durchschnittliche Auszahlungsbetrag in der Schadenskategorie von mehr als 10 Mio. USD beläuft sich auf weiterhin auf 19 Mio. USD. Im Vergleich zum Wert 2017, der noch bei 22 Mio. USD lag, stellt dies einen leichten Rückgang dar. Im Vergleich zum Vorjahr 2018 ist der Wert jedoch konstant geblieben. Auch in der Schadenskategorie 1 bis 4 Mio. USD, die nahezu die Hälfte aller Auszahlungen (44%) ausmacht, beläuft sich die durchschnittliche Auszahlungshöhe konstant auf 4 Mio. USD. Die Verteilung zeigt eindrücklich, dass Versicherer im Underwriting-Prozess sehr genau ihr Risikoprofil im Auge haben müssen, um vor dem Hintergrund weiter sinkender Prämien profitabel zu bleiben.

Insbesondere der Anstieg der Schadensfälle in der Kategorie oberhalb 10 Mio. USD verdeutlicht das steigende Risiko für Versicherer, aber auch gerade den Mehrwert für den Versicherungsnehmer: Garantieverletzungen im Rahmen

von Transaktionen haben häufig einen überproportionalen Einfluss auf die Unternehmensbewertung – eine adäquate W&I-Versicherungsdeckung gewährt den Parteien hierbei erheblichen Komfort, da der Investitionswert geschützt werden kann. In der Schadenskategorie unter 1 Mio. USD setzte sich ebenfalls der Trend steigender Schadenshöhen fort. Der durchschnittliche Auszahlungsbetrag stieg erneut um fast 10% von 330.000 auf 360.000 USD.

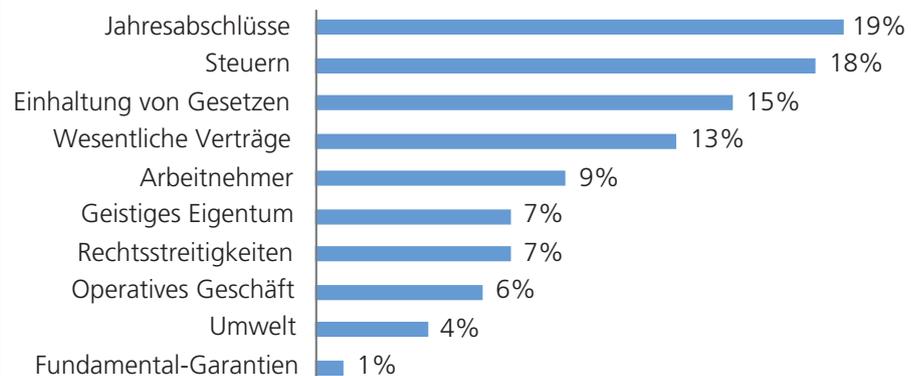
Die Entwicklung der Vorjahre, wonach Versicherungsansprüche früher geltend gemacht werden, hat sich im Betrachtungszeitraum stabilisiert: Wurden im Jahr 2017 33% der Schadensmeldungen innerhalb der ersten sechs Monate nach Versicherungsbeginn eingereicht, waren es 2018 leicht rückgängige 32% (siehe Abb. 3).

Die Qualität der Schadensmeldungen, die AIG erreichen, ist zunehmend professioneller. Kunden und Berater haben mittlerweile ein ausgereiftes Verständnis für die Reichweite der Deckung einer W&I-Versicherung und insbesondere die Berater inzwischen auch hinreichende Erfahrungswerte, welche Anforderungen an die Darlegung eines Schadens und den zugrundeliegenden Sachverhalt gestellt werden, um eine effiziente Schadensabwicklung zu ermöglichen. Die Schadensmeldungen enthalten daher zunehmend detaillierte Angaben zur Quantifizierung von Schäden, was in den Vorjahren noch nicht so stark zu beobachten war.

Häufigste Garantieverletzungen

Die meisten Schadensmeldungen weltweit fallen wie schon in den Vorjahren in die Kategorie von Garantieverletzungen bezogen auf die Richtigkeit der Jahresabschlüsse (19% aller Schadensmeldungen); in EMEA sind Steuergarantien nach wie vor der größte Treiber für Schadens-

Abb. 4: Schadenfälle nach Grund der Garantieverletzung



Quelle: AIG-Schadensstudie 2019

meldungen (25% aller Schadensmeldungen im Vergleich zu 24% im Vorjahr).

Weltweit ebenfalls weiterhin auf hohem Niveau bewegen sich Schadensmeldungen aus Verletzungen von Steuergarantien (18%), Compliancegarantien (15%) und Verletzungen von Garantien bezogen aus wesentlichen Verträgen (13%). In der Region Asia Pacific stechen Schadensmeldungen im Bereich von Rechtsstreitigkeiten mit 12% hervor, die in den USA nur etwa 5% und in EMEA 8% ausmachen.

International uneingeschränkt vergleichbar sind die relevanten Schadensmeldungen nicht, weil sich die M&A-Märkte in Europa und den USA, aber auch innerhalb Europas in wesentlichen Bereichen stark unterscheiden. So ist es beispielsweise in Kontinentaleuropa seit langem üblich, dass sich der Erwerber einer Unternehmensbeteiligung die Dokumentation, die ihm über den Datenraum offengelegt wurde, als bekannt entgegenhalten lassen muss, während dies in den USA und zum Teil auch in Großbritannien keine gängige Praxis ist. Zudem ist es in Europa verbreiteter, sowohl im Unternehmenskaufvertrag als auch im Versicherungsvertrag Regelungen darüber zu treffen, dass ein Anspruchsteller nur über die jeweils spezifischere Garantie Schäden geltend machen kann und nicht etwa über alle im Grundsatz in Betracht kommenden Garantien. Die insofern günstigeren Regelungen für Versicherungsnehmer sind natürlich im Gegenzug aber auch mit höheren Kosten verbunden.

Branchenspezifische Garantieverletzungen

Zum zweiten Mal veröffentlicht AIG in der aktuellen Studie Statistiken über branchenspezifische Garantieverletzungen. Damit ergibt sich ein transparentes Bild darüber, welche Branchen für bestimmte Risiken anfälliger sind als andere. Die erhobenen Daten zeigen dabei ein, mit denen des Vorjahres, konsistentes Bild: Im produzierenden Gewerbe gibt es ein breites Spektrum an Garantieverletzungen. Die häufigsten Garantieverletzungen liegen im Bereich der Jahresabschlüsse

Abb. 5: Steuer-Schadensfälle



Quelle: AIG-Schadensstudie 2019

und der wesentlichen Verträge. 30% (31% im Vorjahr) der Garantieverletzungen im Gesundheits- und Pharmasektor betreffen das Thema Compliance, während 16% (19% im Vorjahr) der Garantieverletzungen bei Technologieunternehmen im Zusammenhang mit geistigem Eigentum stehen.

Erstmalig wurden in der Schadensstudie 2019 Schäden im Bereich Steuern detaillierter beleuchtet und auf verschiedene Steuerarten heruntergebro-

chen. Die mit einigem Abstand meisten Schäden (34%) beziehen sich auf Körperschaftsteuersachverhalte, gefolgt von arbeitsrechtsbezogenen Steuersachverhalten (23%) und Umsatzsteuersachverhalten (17%). Auf weitere Steuerarten verteilen sich die Schäden etwa gleichmäßig zwischen 2% (fehlerhafte oder unzulässige Nutzung von Steuererleichterungen bzw. -ausnahmen) und 6% (Zölle und sonstige Import-/Exportabgaben). ■



Foto: © duncanandison – stock.adobe.com

Partner des Specials im Portrait



Foto: © imageteam – stock.adobe.com



AIG verfügt über eines der erfahrensten und weltweit größten M&A-Versicherungsteams, das seit mehr als einem Jahrzehnt führend im Bereich der Absicherung und Abwicklung von M&A-Risiken sowie Schadensfällen ist. Die M&A-Spezialisten von AIG verfügen über mehrjährige Berufserfahrung sowohl im Investment-Banking als auch in internationalen Wirtschafts- sowie Steuerkanzleien. Dies ermöglicht AIG, ein umfassendes und einzigartiges Leistungsspektrum bei der Absicherung von M&A Transaktionen anzubieten. AIG hat in Deutschland das größte auf den M&A-Markt spezialisierte Team, mit mehr als 15 Mitarbeitern. In dieser Aufstellung konnten in den letzten zwei Jahren mehr als 250 Transaktionen erfolgreich begleitet werden.

Ansprechpartner:

Dr. Dennis Froneberg
Head of M&A Europe
Frankfurt
Tel.: +49 69 97113 330
dennis.froneberg@aig.com

Bernd Dreier, LL.M. (Columbia)
Head of M&A DACH
München
Tel.: +49 89 27370 1538
bernd.dreier@aig.com



Gunnar Harlacher
Senior Tax Underwriter
Frankfurt
Tel.: +49 69 97113 741
gunnar.harlacher@aig.com

Dr. Sascha Kolaric
Senior Underwriter
Frankfurt
Tel.: +49 69 97113 409
sascha.kolaric@aig.com

Patrick Löffler
Senior Tax Underwriter
Frankfurt
Tel.: +49 69 97113 537
patrick.loeffler@aig.com

Dr. Elke Vandendriessche
Senior Underwriter
Frankfurt
Tel.: +49 69 97113 270
elke.vandendriessche@aig.com





AMANIKI ist der erste in Deutschland gegründete Managing General Agent für M&A Versicherungen mit dem Hauptsitz in Frankfurt am Main und einem weiteren Büro in London. Mit einem fünf-köpfigen Team von erfahrenen und spezialisierten Underwritern mit zusammen mehr als 20 Jahren Markterfahrung bietet AMANIKI maßgeschneiderte Versicherungslösungen für seine Kunden in ganz Europa an. Neben den klassischen W&I-Versicherungen und Versicherungen für Steuerrisiken gehören dazu insbesondere Policen für Spezialrisiken (Litigation Buy-out, Challenged Permits, Contractual Disputes etc.) aus allen europäischen Jurisdiktionen und Industriebereichen.

Ansprechpartner:

Niki M. Demirbilek
Managing Partner
Tel.: +49 69 8700 682 01
ndemirbilek@amaniki.com



Pit Wadenbach
Senior Underwriter
Tel.: +49 69 8700 682 02
pwadenbach@amaniki.com



Jaco van der Merwe
Senior Underwriter
Tel.: +44 20 7347 5601
jvandermerwe@amaniki.com



Empower Results®

Aon ist ein führendes globales Beratungs- und Dienstleistungsunternehmen, das eine breite Palette von Lösungen zu den Themen Risiko, Altersversorgung, Mitarbeiterentwicklung und Gesundheit anbietet. Weltweit arbeiten für Aon 50.000 Mitarbeiter in 120 Ländern. In Deutschland sind rund 1.700 Mitarbeiter an elf Standorten für das Unternehmen tätig. Die Deutschlandzentrale ist in Hamburg.

Aon verfügt über eine eigene Spezialeinheit, M&A and Transaction Solutions, die Firmen weltweit bei Unternehmenstransaktionen berät. Die Service- und Lösungsangebote orientieren sich an den relevanten Phasen einer Investition: von der Kapitalbeschaffung (Raise) bis zur Verkaufsphase (Exit) bietet Aon umfassendes Know-how sowie die entsprechenden Beratungs- und Absicherungs-lösungen. In den vergangenen fünf Jahren engagierte sich Aon weltweit bei über 5.000 M&A-Projekten.

Mehr als 200 M&A-Experten sind dabei tätig und bilden kompetente Teams aus Versicherungsspezialisten, Juristen und Unternehmensberatern. Die Kunden sind Private-Equity- und Infrastructure-Fonds, strategische Investoren sowie am Transaktionsprozess beteiligte Anwaltskanzleien, Investmentbanken und Beratungsgesellschaften.

Ansprechpartner:

Das Führungsteam M&A and Transaction Solutions für Deutschland, Österreich und die Schweiz:

Nikola Pamler
nikola.pamler@aon.de
Tel.: +49 89 52305 2971



Hansjörg L. Pezzei
hansjoerg.pezzei@aon.de
Tel.: +49 69 29727 6190



aon.de/mergers-and-acquisitions



DUAL Europe GmbH, under its brand DUAL M&A, is a Specialist for W&I, Tax and Litigation insurance solutions for international private equity firms and corporate clients throughout Europe. Capacity holders with at least A-ratings are Liberty Mutual, Travelers and R+V.

Located in Frankfurt and London, DUAL M&A underwrites and provides cover for a variety of M&A transaction related risks: Special Situations Coverages, W&I Insurance, Title Insurance, Tax Insurance and Litigation-Buy-Out. Besides other sectors DUAL M&A underwrites risks in the following industries: Renewable Energy, Manufacturing & Distribution Businesses, Property, Financial Institutions, Infrastructure, Retail and Tech. Our international approach and ability to insure cross-border deals allows us to create policies that take into account the unique needs of international or domestic Clients.

DUAL M&A is part of the DUAL Group, the world's largest international underwriting agency and Lloyd's Coverholder. The DUAL International Group is the specialist underwriting arm for the Hyperion Insurance Group, established in 1994 employing over 4500 people in 35 countries.

Contacts:

Justin Ansell
Head of M&A
Tel.: +44 7718 482 913
Mobile: +44 7718 482 913
jansell@dualgroup.com



Dr. Jochen Schuster
Head of Operations and Marketing
Tel.: +49 69 400 503 491
Mobile: +49 151 1180 2682
jschuster@dual-ma.com



Robin Lawless, LL.M.
Head of Underwriting | Prokurist
Tel.: +49 69 400 503 473
Mobile: +49 173 791 15 54
rlawless@dual-ma.com



www.dual-ma.com



Claims arising from acquisitions and disposals are a fact of life in today's fast paced and complex M&A environment.

When claims under the Share Purchase Agreement or a W&I insurance arise, it is important to gather the relevant facts, isolate and understand the key business, financial and legal issues so as to identify the economic implications as soon as possible.

KPMG is a leading provider of advisory services with around 10,000 employees at over 20 locations in Germany. The specialist team of KPMG Deal Advisory, comprising experienced deal negotiators, due diligence specialists and dispute resolution experts, brings a unique blend of experience from structuring literally thousands of sale and purchase agreements, from supporting clients through completion and execution of the deal, and from resolving complicated transactions, price disputes as well as claims under W&I policies.

We provide robust, compelling arguments on the financial, economic, legal and accounting aspects of your case – helping you to make the right decision from a stronger position.

Contacts:

Our team of claim professionals combine comprehensive accounting, financial and SPA expertise with a proven track record in navigating parties through complex disputes:



Ingo Schleis
Director, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater
Deal Advisory, Post M&A Assistance
Tel.: +49 69 9587 2509, Mobile: +49 174 3009779
ingoschleis@kpmg.com



Christin Colditz
Manager, Steuerberater
Deal Advisory, Post M&A Assistance
Tel.: +49 69 9587 4020, Mobile: +49 160 6910093
ccolditz@kpmg.com



Dr. Peter Müller
Manager, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater
Deal Advisory, Post M&A Assistance
Tel.: +49 69 9587 1303, Mobile: +49 160 2365021
pmueller@kpmg.com



Liberty Global Transaction Solutions (GTS) is one of the largest global mergers and acquisitions (M&A) insurance teams in the industry. With more than 50 specialists, we have helped facilitate over 500 M&A deals a year on average – successfully insuring thousands of transactions since our inception. Liberty GTS has a presence in ten jurisdictions throughout EMEA, the Americas and APAC – including the largest team of underwriters in the London market who are Tax Insurance and W&I specialists. The Liberty GTS underwriters average more than eight years' direct M&A experience across a variety of industry sectors.

The DACH team is based in a dedicated M&A office in Frankfurt. The German team comprises three underwriters who are all German lawyers with in depth experience of M&A transactions in the DACH market working at major law firms (Milbank, Clifford Chance and Noerr) before joining Liberty GTS. We have the ability to write up to EUR 170 million, which enables us to handle the full spectrum of deal sizes.

Ansprechpartner:

Ihr Team für Deutschland, Österreich und die Schweiz.

Dr. Markus Messinger
DACH Manager
markus.messinger@libertygts.com
Tel.: +49 69 427 260 410

Dr. Daniel Müller
DACH Underwriter
daniel.mueller@libertygts.com
Tel.: +49 69 427 260 420

Dr. Sebastian Schmitt
DACH Underwriter
sebastian.schmitt@libertygts.com
Tel.: +49 69 427 260 402



Please visit www.libertygts.com for all disclaimers.

www.libertygts.com/regional-solutions/europe-middle-east-and-africa/dach/



Impressum

Juni 2019,
Special M&A Insurance (2. Jg.)

Eine Initiative von GoingPublic Magazin, M&A REVIEW und VentureCapital Magazin

Verlag: GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel.: 089-2000 339-0
Fax: 089-2000 339-39
E-Mail: info@goingpublic.de
Internet: www.goingpublic.ag

Redaktion: Stefan Preuß, Markus Rieger

Bildredaktion: Andreas Potthoff

Bilder: Adobe Stock, Unternehmensbilder

Titelbild: ©Natasha Breen –
stock.adobe.com

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Svetozar Acimovic, Christin Colditz, Bernd Dreier, Dr. Michael R. Drill, Dr. Dennis Froneberg, Gunnar Knorr, A. J. Kritzman, Till Liebau, Dr. Markus Messinger, Golo Meven, Dr. Daniel Müller, Nikola Pamler, Dr. Markus Rasner, Birgit Rummel, Ingo Schleis, Dr. Sebastian Schmitt, Igsaan Varachia

Interviewpartner: Dr. Florian von Alten, Baoshan Bao, Christian Futterlieb, Christoph Karbenk, Dr. Ernst Ludes, Dr. Sven Oleownik, Dr. Christina Silberberger

Lektorat: Magdalena Aderhold, Visavis Media, Benjamin Eder

Gesamtgestaltung: Andreas Potthoff

Redaktionsanschrift: s. Verlag,
Fax: 089-2000339-39,
E-Mail: redaktion@goingpublic.de

Ansprechpartner Anzeigen/Partnerschaften:
Anna Bertele, Tel.: 089 2000 339-18
E-Mail: bertele@goingpublic.de

Erscheinungstermine:
13.6.2019 (Vorabdruck zum M&A Insurance Summit), 28.6. finale Fassung (Beilage zu M&A REVIEW 7-8/2019, GoingPublic Magazin August 2019, VentureCapital Magazin 7/2019)

Abonnementverwaltung:
GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel.: 089-2000339-0, Fax: -39
E-Mail: abo@goingpublic.de

Druck: Druckerei Joh. Walch GmbH & Co KG

Haftung und Hinweise: Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck: © 2019 GoingPublic Media AG, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der GoingPublic Media AG ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

Das GoingPublic Magazin ist Pflichtblatt an allen deutschen Wertpapierbörsen. Die M&A REVIEW ist Publikationsorgan des Bundesverbandes Mergers & Acquisitions e.V. (BM&A).

ISSN 1435-3474 (GoingPublic Magazin),
ISSN 1616-0878 (M&A REVIEW),
ISSN 1611-1710 (VentureCapital Magazin)

OPPENHOFF & PARTNER

Rechtsanwälte

Oppenhoff & Partner steht für 110 Jahre Rechtsberatung auf höchstem Niveau. Wir beraten in- und ausländische Unternehmen und Unternehmer, globale Konzerne wie auch den Mittelstand sowie Finanzinvestoren bei deren Aktivitäten in Deutschland und ihren weltweiten Projekten.

Unser Full Service-Angebot umfasst marktführende Beratung unter anderem in den Bereichen Arbeitsrecht, Außenwirtschaftsrecht, Compliance, Finanzierungen, Gesellschaftsrecht, Gewerblicher Rechtsschutz, Immobilienwirtschaft, Insolvenzrecht, IT-Recht und Datenschutz, Kartellrecht, Mergers & Acquisitions, Private Equity, Prozessführung, Steuerrecht und Versicherungsrecht.

Rund 70 Berufsträger beraten von unseren Standorten in Frankfurt, Hamburg und Köln aus mit jahrelanger spezifischer Branchenerfahrung. Ein besonderer Schwerpunkt liegt auf der rechtlichen und steuerlichen Begleitung von nationalen und grenzüberschreitenden M&A-, Private Equity- und Immobilientransaktionen. Unser Warranty & Indemnity-Insurance Team ist seit vielen Jahren mit dem Produkt vertraut und berät Versicherungen und Mandanten im Rahmen von M&A-Transaktionen umfassend beim Abschluss von W&I-Versicherungen sowie bei Versicherungslösungen zu Special Situations.

Ansprechpartner:

Dr. Markus Rasner
M&A/Private Equity
Partner
Rechtsanwalt
markus.rasner@oppenhoff.eu
Tel.: +49 69 707968 148



Till Liebau
M&A/Private Equity
Partner
Rechtsanwalt
till.liebau@oppenhoff.eu
Tel.: +49 69 707968 147



Dr. Gunnar Knorr
Steuerrecht
Partner
Rechtsanwalt, Steuerberater
gunnar.knorr@oppenhoff.eu
Tel.: +49 221 2091 541
www.oppenhoff.eu



TOKIO MARINE HCC

Transaction Risk Insurance at Tokio Marine HCC

Our team's underwriting expertise covers clients' transaction risk insurance (TRI) needs worldwide. Working in close collaboration with our sister companies in the Tokio Marine Group, we offer a dedicated TRI service with underwriters strategically located in Barcelona, London, New York, Singapore and Sydney. The TRI team boasts a wealth of international experience in even the most complex scenarios, meaning that in this ever-developing M&A market, we get the deal done!

Our current capacity for each W&I transaction is: GBP 50m / EUR70m / USD70m.

Tokio Marine HCC is a leading specialty insurance group conducting business in approximately 180 countries and underwriting more than 100 classes of specialty insurance. The company is comprised of highly entrepreneurial teams equipped to underwrite special situations, companies and individuals, acting independently to deliver effective solutions. Our products and capabilities set the standard for the industry, as many of our approximately 3,000 employees are industry-leading experts. Tokio Marine HCC is part of Tokio Marine, a premier global company with a market cap of approximately \$34.1 billion.*

Tokio Marine HCC's major domestic insurance companies have financial strength ratings of "AA- (Very Strong)" from Standard & Poor's Financial Services LLC, "A++ (Superior)" from A.M. Best

Company, Inc., and "AA- (Very Strong)" from Fitch Ratings; its major international insurance companies have financial strength ratings of "AA- (Very Strong)" from Standard & Poor's Financial Services LLC.**

*) Market Cap as of 12/31/2018; **) at the time of printing

Contacts:

Birgit Rummel
Transaction Risk Insurance Manager – Northern Europe
Tel: +34 93 530 7404
brummel@tmhcc.com



Adrià Vázquez
Transaction Risk Insurance Manager – APAC
Tokio Marine Insurance Singapore (TMiS)
Tel: +65 6592 5671
adria.vazquez@tokiomarine.com.sg



A.J. Kritzman
Transactional Risk Insurance
Senior Underwriter – North America
Tel: +1 2123269325
akritzman@tmhcc.com



Glossar



Foto: © Chris Titze Imaging – stock.adobe.com

Bring-Down Certificate: Darin bestätigen die Deal Team Member des Verkäufers zum Vollzugstag (Closing) der Transaktion, dass die abgegebenen Garantien auch am Vollzugstag zutreffend sind. Ein Bring-Down Certificate ist eine Voraussetzung, um auch eine Versicherung für Garantien zu erhalten, die vom Verkäufer zum Vollzugstag – und nicht nur zum Tag der Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrages – abgegeben werden.

Claim: Englisch für „Anspruch“; im Bereich der Transaktionsversicherungen wird hierunter ein Schadensfall unter einer der Versicherungen verstanden.

Deal Team Member: Sie sind die Entscheidungsträger der jeweiligen Partei (zum Beispiel Käufer oder Verkäufer) mit einem qualifizierten Wissen über die Transaktion und/oder das Zielunternehmen.

De minimis: „Bagatellgrenze“: Sie wird im Share Purchase Agreement festgelegt. Zur Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen gegen den Verkäufer muss diese überschritten werden; damit sollen im Interesse des Rechtsfriedens Kleinbeträge nicht geltend gemacht werden können, diese können aber, sofern vereinbart, in einem „Basket“ gesammelt werden und bei Überschreiten des ➔ **Thresholds** geltend gemacht werden; diese Regelungen sollten in der ➔ **W&I-Versicherungspolice** berücksichtigt werden.

Enhancement: Bezeichnet im Zusammenhang mit einer W&I-Police die Ausweitung des Deckungsumfangs.

Escrow: Englische Bezeichnung eines Treuhandkontos; ein solches stellt eine klassische Form der Absicherung von Gewährleistungsrisiken aus M&A-Transaktionen dar, wobei es mit dem Nachteil verbunden ist, dass die dort hinterlegte

Geldsumme erst nach Ablauf der Gewährleistungsfristen zur Verfügung steht, während bei einer Transaktionsversicherung der Kaufpreis unmittelbar für den Verkäufer in voller Höhe verfügbar ist.

Excess Layers: Der Begriff bezeichnet Anschlussdeckungen der weiteren Versicherungen in einem Tower. Die Excess-Versicherungspolice spiegeln im Wesentlichen die Versicherungspolice des Primary und grenzen lediglich den jeweiligen Umfang der am Tower beteiligten Versicherer gegeneinander ab, also ab und bis zu welchem Betrag gehaftet wird und ob dies als Quota Share oder einzeln erfolgt.

Hard Staple Underwriting: Hier führt ein vom Verkäufer ausgewählter Versicherer bereits ein umfassendes Underwriting auf Basis der verkäuferseitigen Due Diligence durch (daher auch Sell-Side-Underwriting genannt). Das Ergebnis des Hard Staple bzw. Sell-Side-Underwriting ist eine nahezu unterschriftsreife Versicherungspolice, die unter Berücksichtigung der käuferseitigen Due Diligence lediglich noch auf den endgültig verhandelten Unternehmenskaufvertrag angepasst werden muss. Der Hard Staple ist vor allem für den Verkäufer vorteilhaft. Er kann den W&I-Prozess mit Hilfe seines Maklers und damit auch den Informationsfluss länger kontrollieren.

„Hard Stapled“-Versicherung: Bezeichnet den Fall, dass der Verkäufer eine W&I-Versicherung vorverhandelt und den Bietern zwingend aufgibt, genau diese W&I-Lösung zu nutzen. In einem solchen Szenario ist es durchaus üblich, dass der Versicherer den Bietern einen Leitfaden für den Umfang der Due Diligence an die

Hand gibt, um so spätere Diskussionen zu vermeiden.

Knowledge Scaper: Hierbei handelt es sich um ein typisches ➔ **Enhancement**, konkret das Nichtberücksichtigen von Kenntnisvorbehalten beim Deckungsumfang.

Known Risks: Bekannte Risiken; diese sind grundsätzlich nicht in einer W&I-Versicherung versichert, können allerdings ggf. mit einer ➔ **Special Risk Policy** versichert werden.

Limit: „Versicherungssumme“ bzw. „Deckungssumme“, also der Höchstbetrag, für den der Versicherer aufkommt; er wird meist auf bestimmte Prozentwerte des Unternehmenswerts bezogen.

No Claims Declaration: In der No Claims Declaration bestätigen die Deal Team Member des Versicherungsnehmers, dass ihnen zum Zeitpunkt des Abschlusses der W&I-Versicherung keine Garantieverletzungen bzw. Ansprüche aus der Steuerfreistellung bekannt sind.

Non-Binding Indication (NBI): Eine erste unverbindliche Einschätzung des zu versichernden Risikos durch einen der im Rahmen einer ➔ **Submission** angeschriebenen Versicherer auf der Grundlage der dort zur Verfügung gestellten Dokumente. Hierbei stellt der Versicherer kurz dar, zu welchen Kosten er bei den verschiedenen Limits die Transaktion versichern kann und welche Garantien er versichern möchte; der Makler fasst die verschiedenen NBIs der Versicherer in einem NBI-Report zusammen, auf dessen Grundlage entschieden wird, mit welchem Versicherer ins ➔ **Underwriting** gegangen wird.

Retention: Selbstbehalt des Versicherungsnehmers. Erst bei Überschreiten von diesem kann der Versicherungsnehmer Ansprüche gegen den Versicherer geltend machen; dieser kann als Freibetrag (bei Überschreiten dieses Betrags kann nur der diesen übersteigende Teil gegenüber dem Versicherer geltend gemacht werden) oder Freigrenze (sofern der Selbstbehalt überschritten ist, kann der volle Schaden geltend gemacht werden) ausgestaltet sein; 0,25% bis 1% gemessen am Transaktionsvolumen sind hier üblich; dieser sollte mit dem ➔ **Threshold** abgestimmt werden.

Seller-Buyer-Flip: Bezeichnet einen Vorgang, bei dem der Verkäufer den Versicherungsprozess angestoßen hat – meist, um den Verkaufsprozess zu beschleunigen –, dann aber der Käufer als Versicherungsnehmer auftritt.

Share Purchase Agreement (SPA): Englische Bezeichnung für einen Unternehmenskaufvertrag. Eigentlich eine Bezeichnung für einen solchen über Anteilskäufe (Share Deal), sie wird jedoch auch teils bei Asset Deals verwendet und ist im Bereich der Transaktionsversicherungen auch im deutschen Markt üblich.

Special Risk Policy: Hiermit können auch ➔ **Known Risks** unter Umständen versichert werden; hierzu zählen bekannte Risiken aus Rechtsstreitigkeiten (Litigation-Buy-out-Police), Steuerfragen (Tax-Indemnity-Police) oder auch Umweltthemen (Environmental-Risk-Police).

Submission: „Ausschreibung“, diese steht am Anfang des Prozesses bei der Beschaffung von Versicherungsschutz für M&A-Transaktionen. Hierzu schreiben spezialisierte Makler für die Transaktionsversicherung geeignete Versicherer an, denen nach Beitritt zu einer Verschwiegenheitserklärung (dem Joinder) erste Unterlagen zur Transaktion (erste Entwürfe des Unternehmenskaufvertrags, Managementpräsentationen etc.) zugeschickt werden, auf deren Grundlage vor dem eigentlichen Underwriting von den Versicherern eine ➔ **Non-Binding Indication** abgegeben wird; hierbei werden meist unterschiedliche Limits abgefragt.

Tax Indemnity Policy: Tax Policies sind neben der W&I-Versicherung ein häufig verwendetes Produkt der M&A-Versicherungen. Darin können bekannte Steuer Risiken versichert werden, bei denen allein eine Unsicherheit über die Rechtslage besteht. Grundvoraussetzung für den Abschluss einer Tax Policy ist, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit des zu versteuernden Steuerrisikos in einem Gutachten eines anerkannten Steuerberaters oder Rechtsanwalts als gering bewertet ist.

Threshold: „Schwellenwert“; er wird im ➔ **Share Purchase Agreement** festgelegt. Erst ab Überschreiten von diesem können Gewährleistungsansprüche gegen den Verkäufer geltend gemacht werden; er sollte in der W&I-Versicherung mit der Retention übereinstimmen (zur Ausgestaltung als Freibetrag und Freigrenze siehe dort). Abgrenzung zum ➔ **De minimis** siehe dort.

Tipping to nil: Meint die Reduktion des Selbstbehaltes bei Policen auf Null, also eine Police ohne Selbstbeteiligung des Versicherungsnehmers im Schadensfall.

Tower-Struktur: Sehr große Versicherungssummen können durch ein Zusammenspiel von mehreren Versicherern bereitgestellt werden (sog. Tower). Das Risiko für die beteiligten Versicherer in einer Tower-Struktur ist grundsätzlich abgestuft. Soll eine größere M&A-Transaktion mit einer Versicherungssumme von beispielsweise 250 Mio. EUR abgesichert werden, könnte der Versicherer, der mit seiner zur Verfügung gestellten Versicherungssumme zuerst haftet (sog. Primary), 50 Mio. EUR bereitstellen und vier weitere Versicherer jeweils weitere EUR 50 Mio. (sog. – Excess Layers – also First Excess, Second Excess, Third Excess und Fourth Excess). Bei Eintritt eines Haftungsfalles haftet zunächst der Primary. Nur wenn die gedeckte Schadenssumme 50 Mio. EUR übersteigt, würde der First Excess haften und in der Folge die weiteren Versicherer.

Underwriter: „Risikoprüfer“; hierbei handelt es sich um einen häufig juristisch vorgebildeten Angestellten des Versicherers, der die Einschätzung des zu versichernden Risikos im Rahmen des Underwritings vornimmt.

Underwriting: „Risikoprüfung“; Prozess, in dem der Versicherer detailliert, häufig unter Zuhilfenahme externer Anwaltskanzleien, die potenziell zu versichernden Risiken einschätzt, wozu meist relevante Transaktionsdokumente (z.B. käuferseitiger DD-Report) angefordert werden. Es findet hier idealerweise eine enge Abstimmung mit den Verhandlungen des Share Purchase Agreement statt; die Person, die dies seitens des Versicherers koordiniert, wird als Underwriter bezeichnet.

Underwriting Call: Der Underwriting Call ist ein fester Bestandteil des Prozesses zum Abschluss einer W&I-Versicherung. Im Underwriting Call wird dem Underwriter die Möglichkeit gegeben, dem Versicherungsnehmer spezifische Fragen über die zu versichernde Transaktion zu stellen. Vor dem Underwriting Call zirkulieren die Underwriter eine Agenda mit den transaktionsbezogenen Fragen. In der Regel wird um eine schriftliche Beantwortung der Fragen vor dem Underwriting Call gebeten.

W&I-(Warranty-&Indemnity-)Versicherung: Im britischen und kontinentaleuropäischen Raum übliche Bezeichnung für eine „Gewährleistungs- und Freistellungsversicherung“. Grundbaustein eines jeden M&A-Versicherungskonzepts; sie existiert, je nachdem, wer Versicherungsnehmer ist, als Käuferpolice (Vermögenseigenschadenversicherung) und als Verkäuferpolice (Haftpflichtversicherung; heute selten). Mit ihr werden unbekannte Risiken aus selbstständigen Garantieerklärungen und Freistellungen im Unternehmenskaufvertrag abgesichert; im US-amerikanischen Raum ist die Bezeichnung R&W-(Reps-&Warranty-)Versicherung üblich.

Wrong-Pocket-Klausel: Mit dieser Klausel in Unternehmenskaufverträgen können insbesondere bei Carve-outs nachträglich festgestellte Fehlallokationen bei der Zuordnung von Vermögensgegenständen rückgängig gemacht werden. ■

Das Glossar entstand mit freundlicher Unterstützung durch Nikola Pamler, Golo Meven (Aon), Dr. Markus Messinger (Liberty Global Transaction Solutions) und Dr. Andreas Berberich, Igsaan Varachia (Dentons Europe LLP).

CORPORATE FINANCE

MEZZANINE, EQUITY, DEBT

Wir begleiten mittelständische Unternehmen und Konzerne bei Wachstums- und Expansionsvorhaben, Working Capital, Refinanzierung von Anlage- und Umlaufvermögen, Umschuldung, Bilanzoptimierung, Eigenkapitalstärkung und Gesellschafter-Restrukturierung.



Tel. +49 69 50 50 45 050

E-Mail anfrage@youmex.de

www.youmex.de – Corporate Finance

youmex AG • www.youmex.de
Tanusanlage 19 • 60325 Frankfurt am Main





Warranty & Indemnity Versicherung

Profitieren Sie von unserer Erfahrung aus mehr als 250 Transaktionen in Deutschland in den letzten 2 Jahren.

Bei jeder M&A-Transaktion möchte der Verkäufer den vollen Erlös erhalten und seine Haftung weitestgehend begrenzen, während der Käufer eine möglichst umfassende Haftung des Verkäufers anstrebt. Die Warranty & Indemnity Versicherung von AIG bietet dem Verkäufer eine Reduzierung seiner Haftung aus Verletzung von vertraglichen Garantien und dem Käufer eine höhere und längere Absicherung als im Kaufvertrag vereinbart.

Kontaktieren Sie uns bei Interesse!

Frankfurt

Dr. Dennis Froneberg, Head of M&A Europe
dennis.froneberg@aig.com

München

Bernd Dreier, Head of M&A DACH
bernd.dreier@aig.com

Oder erfahren Sie mehr unter www.aig.de/m-and-a



Bring on tomorrow®

AIG ist der Marketingname für das weltweite Versicherungsgeschäft der American International Group, Inc., das Sach- und Unfallversicherungen, Lebensversicherungen, Altersvorsorgeprodukte und allgemeine Versicherungsprodukte umfasst. Weitere Informationen finden Sie auf unserer Webseite unter www.aig.com. Risikoträger der Versicherung ist die AIG Europe S.A., Direktion für Deutschland, Neue Mainzer Straße 46 – 50, 60311 Frankfurt. Der Deckungsumfang der Versicherung unterliegt den Allgemeinen Bedingungen der Police.