

Eine Initiative von

Kapitalmarkt Plattform —
GoingPublic

Börse – Finanzierung – Wachstum

Unternehmer
Edition

Finanzierung – Nachfolge – Vermögen

www.goingpublic.de
www.unternehmeredition.de

M&A Trends 2025
Spürbare Erholung erwartet

Markt voller Innovationskraft
Die W&I-Story geht weiter

Synthetische Deckung
Option auch bei Distressed M&A?

**Was Inanspruchnahmen
verraten**
Lehren für Jahresabschlussgarantien

7. Jahrgang



Weitere Informationen zum
Thema finden Sie unter:
www.goingpublic.de
www.unternehmeredition.de

September 2024

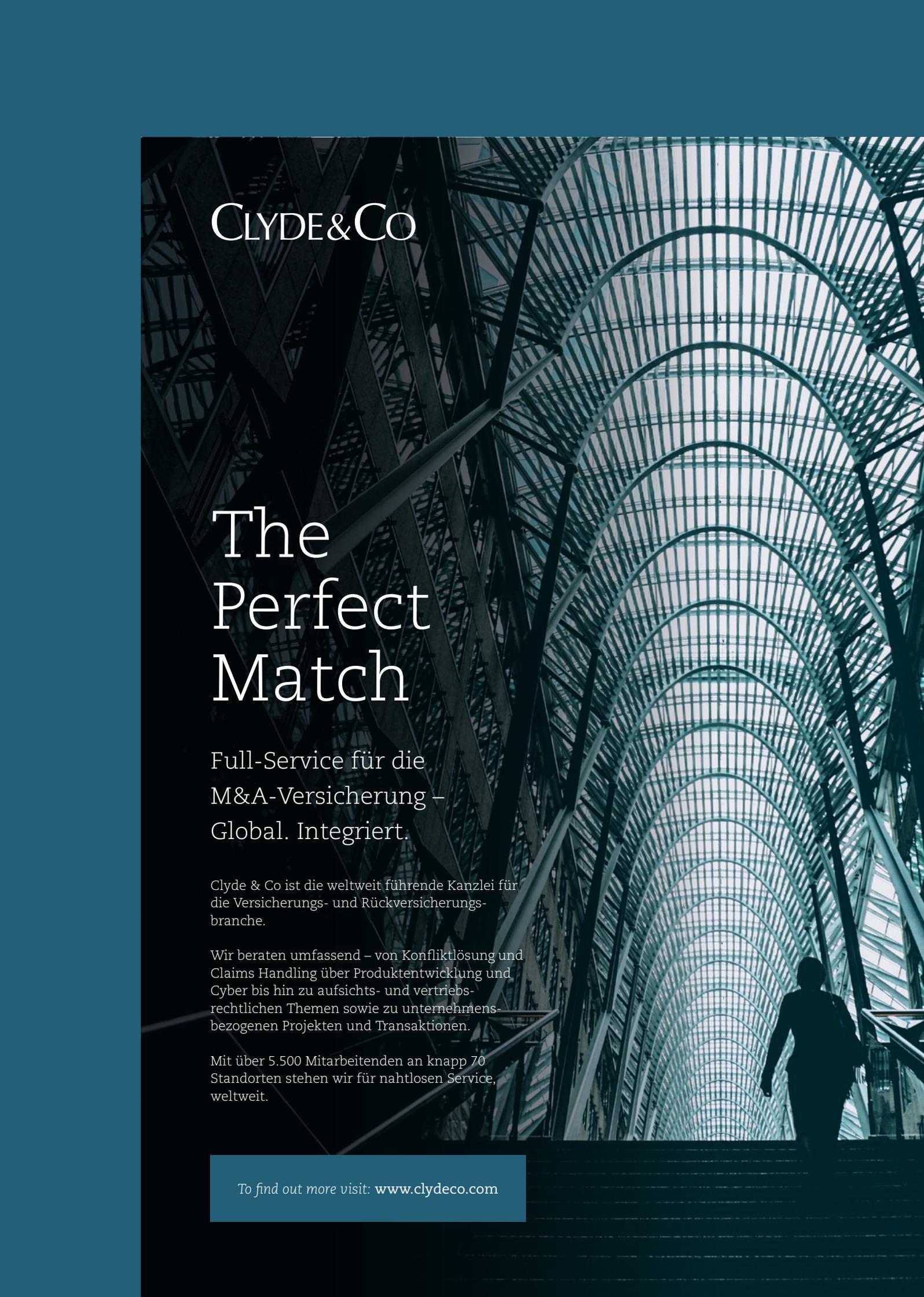
Special

M&A Insurance

Grundlagen – Praxis – Trends



Impressionen: 5. M&A Insurance Summer Forum,
2. September in Frankfurt



CLYDE&CO

The Perfect Match

Full-Service für die
M&A-Versicherung –
Global. Integriert.

Clyde & Co ist die weltweit führende Kanzlei für die Versicherungs- und Rückversicherungsbranche.

Wir beraten umfassend – von Konfliktlösung und Claims Handling über Produktentwicklung und Cyber bis hin zu aufsichts- und vertriebsrechtlichen Themen sowie zu unternehmensbezogenen Projekten und Transaktionen.

Mit über 5.500 Mitarbeitenden an knapp 70 Standorten stehen wir für nahtlosen Service, weltweit.

To find out more visit: www.clydeco.com

Mysterien eines Marktes

Liebe Leserinnen und Leser,

Versicherungsmathematik wird durchaus als sperrig und nicht so leicht zu begreifen wahrgenommen. Die Berechnungen gelten als ebenso ausgefeilt wie kompliziert. Niemand würde behaupten, Versicherungen verstünden ihr Geschäft zwischen Risiken, Wahrscheinlichkeiten und Mathematik nicht. Gleichzeitig lässt sich aber erahnen, ohne exakte Zahlen zu kennen, dass eine Prämie in Höhe von 0,95% für ein umfängliches Produkt wie eine Transaktionsversicherung angesichts steigender Claims nicht auskömmlich ist.

In Nordamerika lagen die Prämien für W&I-Policen, die dort R&W genannt werden – Representations & Warranties –, über Jahre bei etwa 4%. Zuletzt sind sie auf bis zu 2,25% gesunken. Zugleich betonen die Versicherer, dass dieses Preisniveau nicht nachhaltig sei. Auch wenn sich die Policen nicht eins zu eins vergleichen lassen (siehe dazu auch den Artikel von Dr. Marco Niehaus, Acquinex): Diese Diskrepanz zeigt die Besonderheit der Null vor dem Komma hierzulande.

Ist es tatsächlich der ausschlaggebende Grund, dass sich schlicht zu viele Policenanbieter um zu wenige zu versichernde Deals streiten? Schließlich ist ja kein Unternehmen gezwungen, eine Police auszustellen, wenn die Prämie nicht im Verhältnis zum erwarteten Risiko steht. Fast alle der von uns befragten Marktteilnehmer erklären sich die Situation mit einem Überangebot auf der Anbieterseite. Durch den steten Zustrom neuer Anbieter werde die Situation durch den Kampf um Marktanteile zusätzlich verschärft.

Die tatsächlichen Gründe der Situation bleiben bei aller Expertise Spekulation – ebenso wie Einschätzungen über den weiteren Gang der Dinge. Wir wollen uns allerdings nicht von den Mysterien eines Marktes zu sehr fesseln lassen, sondern vielmehr den Blick darauf richten, welche neuen Entwicklungen zu beobachten, welche Feinheiten zu beachten und welche Hilfestellungen zu geben möglich sind.

Der Markt, so viel steht fest, ist in den vergangenen Jahren spürbar gewachsen. Neue Studien, die weit über Claims hinaus zahlreiche Aspekte von Transaktionsversicherungen beleuchten, unterlegen die bisherigen Einschätzungen zu Häufig-

keit, Dealgröße, Branchen etc. mit harten Fakten. Möglich wurde dies, weil 16 in Europa tätige Versicherer anonymisierte Daten zur Verfügung stellten. Empirisch belegt ist nun, dass in Europa bei praktisch allen Deals über 1 Mrd. EUR W&I-Policen zum Einsatz kommen und gleichzeitig je geringerer Dealgröße ziemlich proportional weniger Policen abgeschlossen werden.

Sie lesen den mittlerweile 7. Jahrgang unseres Specials M&A Insurance. Erneut geben führende Experten interessante Einblicke zu Transaktionsversicherungen und erfüllen so unsere M&A Insurance-Initiative mit Leben. Als Wissensvermittler in die Unternehmen und Informations-Hub für die M&A- und Private-Equity-Welt ist es unser Anspruch, neue Trends früh zu erkennen und entsprechend aufzubereiten. Das setzen wir als Kapitalmarktplattform zeitgemäß über unterschiedliche Medien um. Fühlen Sie sich bitte jederzeit eingeladen, auf der Homepage www.goingpublic.de, unserem LinkedIn-Kanal (<https://bit.ly/gpll>) oder natürlich während unserer Veranstaltungen (<https://goingpublic.events>) stets Informationen zu den neuesten Trends zu erhalten.

Die Dynamik des Marktes wurde während des 5. M&A Insurance Summer Forums in den Räumen von ADVANT Beiten in Frankfurt deutlich. Mehr als 80 Experten diskutierten neue Trends und wichtige Aspekte aus der Praxis. Die Dachterrasse mit Blick auf die Skyline der Mainmetropole gab später die perfekte Kulisse für anregende Gespräche und Networking ab. Sollten Sie Lob und Kritik an diesem Heft oder der Plattform anbringen oder gar konkrete Verbesserungsvorschläge unterbreiten wollen, freuen wir uns über Feedback.

Abschließend gilt unser Dank den Partnern, ohne deren Unterstützung weder das Heft, noch die kontinuierliche Information auf der Plattform oder das M&A Insurance Summer Forum in Frankfurt/Main möglich wären.

Das Team von Unternehmeredition und Going Public wünscht Ihnen erkenntnisreiche Lektüre.

Mit den besten Grüßen



Stefan Preuß,
Redaktionsleiter „M&A Insurance“



Stefan Preuß, Redaktionsleiter
„M&A Insurance“



Die Zahl der Claims steigt, die Prämien verharren einstweilen auf niedrigem Niveau. Gleichzeitig drängen neue Anbieter auf den hiesigen Markt für Transaktionsversicherungen. Ein aktueller Überblick zu einer dynamischen Szene und innovativen Ideen. **S. 6–11**



Die Versicherung von Steuerrisiken nimmt weiter zu, obwohl die Prämien aktuell höher als bei W&I-Policen liegen. Warum das so ist und wie die Tax-Police funktioniert, erläutern Julia Monsech (Foto) und Dr. Uwe Eppler. **S. 32–34**



Am Anfang jeder Transaktion stehen eine disproportionalen Informationslage und die unterschiedlichen Interessen Verkäufers sowie des potenziellen Käufers. Irina Novikova (Foto), Gulnara Kalmbach und Susanne Kind erläutern, worauf bereits beim Kaufvertrag im Hinblick auf die spätere Geltendmachung von Claims geachtet werden sollte. **S. 46–47**

3 Editorial Mysterien eines Marktes

Titelstory

6 Weitere Player drängen auf Markt für Transaktionsversicherungen

Experten gehen davon aus, dass Prämien mittelfristig wieder steigen werden

8 Überblick

Im deutschen Markt bei M&A-Policen aktive Underwriter

10 „Der europäische M&A-Versicherungsmarkt ist im Moment sehr hart umkämpft“

Interview mit Dr. Thomas Mannsdorfer, Nirvana UW

Hintergrund

12 Ausblick zum M&A-Markt Deutschland 2025

Spürbare Erholung der Dealaktivität erwartet
Dr. Michael R. Drill, Lincoln International

14 M&A-Deals trotz fehlender Garantien absichern

Interview mit Robert Engels und Janin Kauffmann, WTW

Praxis

18 M&A-Transaktionen: Bilanzgarantien und ihre Versicherbarkeit

In unsicheren Zeiten erfahren Finanzberichte besondere Aufmerksamkeit
Ingo Schleis, Patrick Müller, Max Bäumer, PwC Deutschland

22 Muster-Unternehmenskaufvertrag des BMA: Alles versicherbar?

Eine Einordnung im Hinblick auf die Implementierung einer W&I Insurance

Jan Wehkamp, Benedict Prinzenberg, Funk Gruppe

Trends

24 Vollsynthetische W&I-Versicherungen bei Käufen aus der Insolvenz

Zu den Herausforderungen und Chancen einer Transaktionsversicherung bei Distressed M&A

Dr. Heiko Bertelmann, Marcel Giessler, Norton Rose Fulbright

32 „Wir sehen Anbieter, die durchaus sportlich Risiken einkaufen“

Interview mit Julia Monsech, Certa, und Dr. Uwe Eppler, Möhrle Happ Luther

36 W&I-Versicherungen bei Public-M&A-Transaktionen

Relevanz und Umsetzbarkeit durch aktuelle Deals bewiesen
Boris Dürr, HEUKING

38 Markt voller Innovationskraft

Spezielle Policen, synthetische Garantien: Die W&I-Erfolgsstory geht weiter

42 Zur aktuellen Integration von US-Style-Elementen im DACH-Markt

Eine Bestandsaufnahme der Deckungspositionen unter der W&I Police

Dr. Marco Niehaus, Acquinex

46 Finanzaspekte bei der Gestaltung der W&I-Vereinbarung

Eine umfassende Betrachtung aus Käufer- und Verkäufersicht
Irina Novikova, Gulnara Kalmbach, Susanne Kind, Deloitte

48 Was Inanspruchnahmen verraten

Lehren für Jahresabschlussgarantien
Eva-Maria Barbosa, Dr. Andreas Börner, Dr. Sven Förster, Adriaan Louw, Clyde & Co



28 Programm
5. M&A Insurance Summer Forum

50 Who is who in M&A Insurance?
Partner im Portrait

55 Impressum

Service

26 5. M&A Insurance Summer Forum
Prämien, Claims und das Paradox der gegenläufigen Entwicklungen



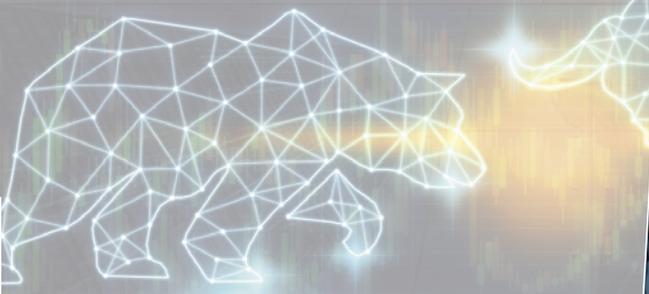
Zwischen 12% und 24% aller Ansprüche aus W&I-Policen betreffen Bilanzgarantien. Eva-Maria Barbosa und das Team von Clyde & Co. erläutern, wie man daraus Lehren für die Zukunft ziehen kann. **S. 48-49**

ANZEIGE

Folgen Sie uns auch auf



Interviews, Gastbeiträge, News aus der Welt des Kapitalmarkts!



<https://bit.ly/gpli>



Weitere Player drängen auf Markt für Transaktionsversicherungen

Experten gehen davon aus, dass Prämien mittelfristig wieder steigen werden

Die Zahl der Claims steigt, die Prämien verharren einstweilen auf niedrigem Niveau. Gleichzeitig drängen neue Anbieter auf den hiesigen Markt für Transaktionsversicherungen. Der Überblick zu einer dynamischen Szene. Von Stefan Preuß

Der Erfolg und die weiter zunehmende Verbreitung von W&I-Policen zeigen sich nicht zuletzt an der verbesserten Datenlage zu den unterschiedlichsten Aspekten dieser Transaktionsversicherung. Standen bislang Zahl der Notifications und Claims im Zentrum, gibt es nun eine neue Langzeit Studie (2016 bis 2023) von HWF mit interessanten Insights. Der Broker konnte dafür Daten des Europageschäfts von 16 Versicherungsgesellschaften auswerten. Ein Ergebnis: 43,75% der Schadensmeldungen der letzten sieben Jahre hatten mit dem Verschweigen von Informationen durch den Verkäufer, Betrug und Ansprüchen Dritter zu tun – Umstände, die man laut HWF auch mit der besten Due Diligence nicht aufdecken kann. „Daher bietet ein Versicherungsprodukt, das in solchen Fällen hilft, einen handfesten Vor-

teil“, sieht HWF einen wichtigen Grund für den Erfolg der Police.

Zahl der W&I-Policen steigt

Die Daten der breit angelegten Studie zeigen, dass im Berichtszeitraum 10.162 Primärpolicen in Europa bei den 16 Versicherern abgeschlossen wurden (siehe Abb. 1). Von 2016 (586) bis 2019 (1.482) gab es eine starke Steigerung, die erst durch Corona 2020 gebremst wurde. 2021 war dann das bisherige Rekordjahr; zugleich wurden erstmals mehr als 2.000 Policen platziert. Die Policenzahlen 2022 und 2023 spiegeln den sich abkühlenden M&A-Markt wider. Da aber die Zahl der Policen offenbar weniger einbrach als die Zahl der Deals, hat die Nutzung der Police hierzulande prozentual eher weiter zugenommen. Das unterstreichen auch die Zahlen aus der European M&A Study von

CMS. Demnach lag der Anteil der Deals mit W&I-Police bis 2021 bei 8%, um 2022 auf 10% und 2023 auf 12% zu wachsen.

Unterschiede nach Branchen und Regionen

Den Daten zufolge ist die Verbreitung des Tools in Europa nicht einheitlich. Der hohe Anteil des Vereinten Königreichs von 38% der Gesamtpolicen fällt auf, hat aber zu Teilen offenbar mit dem Sitz der meisten Versicherer und MGAs in London zu tun. Westeuropa (19%), die Nordics (15%) und Südeuropa (8%) bilden die weiteren Schwerpunkte. „Mit der Entwicklung des W&I-Versicherungsmarkts kam es in ganz Europa zu einem starken Anstieg der Versicherungsverträge“, stellt HWF die auch regional umfassende Verbreitung des Tools fest. Die Nutzung von W&I-Versi-

cherungen ist grundsätzlich branchenunabhängig. Während sie bei Immobilien und Infrastruktur am weitesten verbreitet sind, zeigen die Daten im gesamten Untersuchungszeitraum auch eine erhebliche Zunahme in als von Versicherern risikoreicher wahrgenommenen und regulierten Branchen wie Gesundheitswesen, Pharmazie und Finanzdienstleistungen. Eine starke Zunahme diagnostiziert die Studie in den Sektoren Bildungsdienstleistungen, Glücksspiel, Lebensmittelherstellung, Marketing und Telekommunikation (siehe Abb. 2).

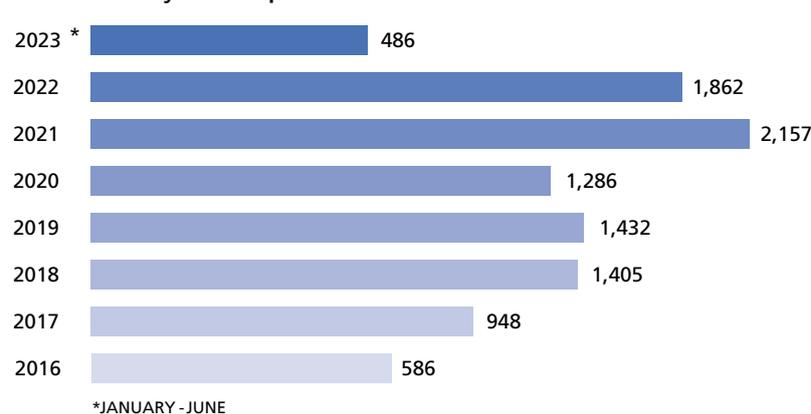
Claims erreichen signifikante Höhen

Bei den Claims war bislang die Aon-Studie das Maß der Dinge. Der Konzern hat das Instrumentarium weiterentwickelt und neben den selbst vermittelten Policen auch Daten von 14 Versicherern eingeholt. Im Ergebnis weisen die Aon-Policen höhere Claimsraten auf als jene der Versicherer – wofür Aon einstweilen keine zwingende Erklärung, dafür eine Vermutung hat. Demnach laufen die allgemeinen Garantien innerhalb von zwei bis drei Jahren nach Abschluss ab, für Steuergarantien gelten allerdings längere Zeiträume. Aon ging davon aus, „dass wir wahrscheinlich die meisten Ansprüche gegen Policen gesehen haben, die 2019 oder früher abgeschlossen wurden. Etwas unerwartet sahen wir im Jahr 2023 eine beträchtliche Anzahl von Ansprüchen gegen Policen aus den Jahren 2018 und 2019.“ 20% der Policen aus dem Jahr 2018 sind demnach betroffen und 18% der Policen aus 2019. Verstöße gegen Steuergarantien bei W&I-Policen seien in EMEA häufig, und die Daten deuten darauf hin, dass diese Probleme nicht immer in den ersten beiden Jahren nach der Transaktion auftauchen, oft erst später geltend gemacht würden und dann eben noch nicht verfristet seien.

Die Auswertung der Policen der Versicherer ergibt in Summe eine deutlich geringere Claimsquote, wenngleich die Zahlen ebenfalls nicht eindeutig zu interpretieren sind. So liegt die Quote für 2018 mit 13% um 7 Prozentpunkte und für 2019 mit 14% um 4 Prozentpunkte unter den Aon-Policen, in den Jahren 2020 und 2021 allerdings geringfügig höher.

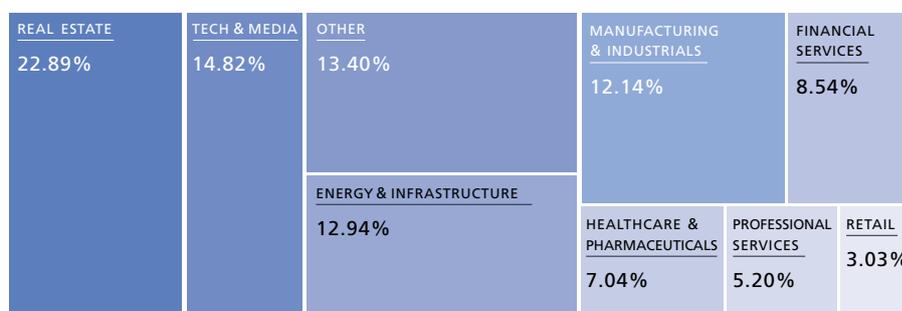
Im Durchschnitt wurde laut Aon für 15% der zwischen 2017 und 2023 ausgestellten EMEA-Policen mindestens eine Schadenmeldung abgegeben. Bis heute haben die Versicherer mehr als 120 Mio.

Abb. 1: Primary Policies placed



Quelle: HWF „Market Claims Study 2016–2023“

Abb. 2: W&I Policies placed by Sector



Quelle: HWF „Market Claims Study 2016–2023“

USD an Aon-Kunden für W&I- und Steueransprüche in EMEA gezahlt. Die häufigsten Arten von Verstößen in EMEA sind nach wie vor Steuern, Jahresabschlüsse, Rechtsstreitigkeiten und die Einhaltung von Gesetzen. Verstöße gegen Jahresabschlüsse sind erneut der größte Verlusttreiber. Neben Jahresabschlüssen verursachen wesentliche Verträge, Rechtsstreitigkeiten, Grundlagen und die Einhaltung von Gesetzen Verluste, die ihre entsprechende Schadenhäufigkeit übersteigen. Im Jahr 2023 meldeten Aon-Kunden in der EMEA-Region 48 Ansprüche für W&I-Policen. „Es wird interessant sein, die Schadenmeldungsrate mit den M&A-Marktfaktoren zu vergleichen, die beim Abschluss von Policen eine Rolle spielen, um festzustellen, ob es eine Korrelation oder einen möglichen Kausalzusammenhang gibt“, schreiben die Studienmacher. Angesichts der hohen Nachfrage nach W&I 2021 habe das schnelllebige Geschäftsumfeld möglicherweise zu weniger sorgfältigen Prüfungen geführt. HWF kommt in der Siebenjahresbetrach-

tung auf 11,32% der im Berichtszeitraum abgeschlossenen Policen mit Schadenmeldung. Klar sei, dass die Schadensmeldungen in späteren aktiven Jahren im Laufe der Zeit zunehmen werden, insbesondere für 2020/2021 angesichts der hohen M&A-Volumina, die während und unmittelbar nach der Coronapandemie zu verzeichnen waren. Insgesamt haben nach HWF-Daten 5,48% der im Berichtszeitraum abgeschlossenen Policen zu bezahlten Schadensfällen geführt. Selbst wenn man die besonders hohen Zahlen für 2018/2019 ausschließt, sinke diese Zahlungsrate lediglich auf immer noch bedeutende 4,05%.

Nimmt man Zahlen aus den USA als Vorbote, wird die Zahl der Claims und der ausbezahlten Entschädigungen hierzulande weiter steigen. Die Kunden des Versicherungsmaklers Marsh in Nordamerika meldeten 240 Transaktionsrisikoansprüche im Jahr 2023, was einem Anstieg der neuen Ansprüche um 30% gegenüber 2022 entspricht. Gleichzeitig seien die Tarife für die Policen ab Februar

Im deutschen Markt bei M&A-Policen aktive Versicherer (Stand August 2024)

Unternehmen	Vers./ MGA*	Deutscher Underwriter**	Deutsche Police***	Website
Acquinex	MGA	ja	ja	www.acquinex.com
AIG	Versicherer	ja	ja	www.aig.com
AMANIKI	MGA	ja	ja	www.amaniki.com
Ambridge	MGA	ja	nein	www.ambridge-group.com
ANV	MGA	nein	nein	www.anv.eu.com
Ascent/Optio	MGA	nein	nein	www.optiogroup.com
Aviva	Versicherer	nein	nein	broker.aviva.co.uk
AXA XL	Versicherer	nein	nein	www.axaxl.com
Beazley	Versicherer	ja	ja	www.beazley.com
Berkshire Hathaway	Versicherer	nein	nein	www.bhspecialty.com
Brockwell Capital	MGA	nein	nein	www.brockwellcapital.com
Certa Insurance Partners	MGA	ja	nein	www.certaininsurance.com
CFC Underwriting	MGA	nein	nein	www.cfcunderwriting.com/en-gb
Chubb – NEU!	Versicherer	nein	nein	www.chubb.com
Devonshire – NEU!	MGA	k.A.	k.A.	www.devonshire-underwriting.co.uk
DUAL	MGA	ja	ja	www.dual-ma.com
Euclid	MGA	ja	ja	www.euclidtransactional.com
Everest	MGA	nein	nein	www.everestglobal.com
Fusion	MGA	nein	nein	www.fusion.insure
Hamilton	MGA	ja	nein	www.hamiltongroup.com
Icen Risk	MGA	ja	nein	www.icenrisk.com
Liberty GTS	Versicherer	ja	ja	www.libertygts.com
Markel	Versicherer	nein	nein	www.markel.com
MIF Man.Gen.Agent – NEU!	MGA	ja	k.A.	www.macquarie.com
Mosaic Insurance	MGA	ja	nein	www.mosaicinsurance.com
Nirvana – NEU!	MGA	ja	k.A.	www.nirvana-uw.com
Pantheon Underwriters	MGA	ja	ja	www.pantheon-underwriters.com
RiskPoint	MGA	ja	nein	www.riskpoint.eu
RSG	MGA	ja	ja	www.rsgtre.com
Themis	MGA	ja	nein	www.themisunderwriting.com
Transact Risk Partners	MGA	ja	nein	www.transactriskpartners.com
TMHCC	Versicherer	ja	ja	www.tmhcc.com
VALE Insurance Partners	MGA	ja	nein	www.valeinsurancepartners.com
Volante	MGA	nein	nein	www.volanteglobal.com
W/R/B Underwriting - NEU!	Versicherer	nein	nein	www.berkeleyeurope.com
SUMME	34 (9 Versicherer, 25 MGAs), 21 mit deutschsprachigem Underwriter			

* MGA = Managing General Agent (Assekuradeur); ** Versicherer/MGAs mit deutschsprachigen Underwritern; *** Versicherer mit deutschsprachigen Policen; NEU! = neu im deutschen M&A-Insurance-Markt seit 2024; Quelle: Eigene Recherchen

2022 im Laufe des Jahres 2023 stetig gesunken. „Bis Dezember 2023 waren die Tarife für die W&I-Versicherung mehr als 50% niedriger als die Spitzentarife Anfang 2022 und die niedrigsten seit über einem Jahrzehnt.“ Der Makler gab an, dass die sinkenden Tarife durch die anhaltende Ausweitung des Angebots und die schwächere Nachfrage beeinflusst wurden. 2023 zahlten Versicherer mehr als 200 Mio. USD an Marsh-Kunden in den USA. Der Großteil der Zahlungen (63%) resultierte aus Ansprüchen im Zusammenhang mit Jahresabschlüssen oder Gesetzesverstößen.

Anstieg der Prämien? Noch nicht ausgemacht

Womit die Bepreisung der Versicherung in den Fokus rückt. „Obwohl die Gesamtzahl

der bezahlten Ansprüche erheblich ist, besteht weiterhin ein wettbewerbsintensiver Versicherungsmarkt, in dem die Versicherer um versicherte Transaktionen konkurrieren“, stellt HWF fest. Die hohe Zahlungsrate erkläre daher, dass sich die Versicherer verstärkt auf die Zeichnung und Due Diligence konzentrieren, um ihre Risiken zu mindern. Aon stellt schlicht fest: „Der Versicherungsmarkt bleibt aufgrund des geringen Dealflows und neuer Marktteilnehmer hyperkompetitiv. Dies hat zu sinkenden Prämien, geringeren Selbsthalten, einer breiteren Abdeckung und einem erhöhten Appetit auf Deals in Schwellenmärkten geführt. Wir können daher im Laufe dieser Jahre mit einem Anstieg der Ansprüche rechnen, dessen Ausmaß bestimmen wird, ob eine Prämienkorrektur in Sicht ist.“

CMS rechnet ganz offenbar zumindest nicht mehr in diesem Jahr mit Preiserhöhungen: „Wir halten das Jahr 2024 für einen ausgezeichneten Zeitpunkt, um W&I-Versicherungen zu kaufen, da das Angebot die Nachfrage bei Weitem übersteigt und wir angesichts der Erwartung zusätzlicher Kapazitätsanbieter nur einen stärkeren Wettbewerb um Deals erwarten können.“ Aus preislicher Sicht werden die Basissätze für die meisten europäischen Transaktionen weniger als 1% der Versicherungssumme betragen. In den USA bewegten sich die Sätze aktuell bei einigen Deals in Richtung 2,25% oder sogar noch niedriger.

Was sagen die Marktteilnehmer? Niki Demirbilek, Gründerin und CEO des MGA Amaniki: „Fakt ist, dass die Prämien und Selbstbehalte noch nie so niedrig waren wie im Moment, trotz erweiterter Deckungen für weniger Prämie. Das gilt weltweit. Die Erfahrungen aus den letzten Krisen haben gezeigt, dass es nicht über Nacht geht, dass die Prämien wieder anstiegen, aber wenn man sich die steigenden Schäden anschaut, werden die Preise ansteigen müssen, damit die Versicherer, aber vor allem die MGAs, profitabel arbeiten können.“ Anderenfalls könnten Kapazitäten gekürzt werden, da die Rückversicherer sehr vorsichtig geworden seien und die Konditionen sich verteuert hätten. Demirbilek rechnet damit, dass die Preise steigen, da es „schwer sein wird, die ausgeweiteten Deckungen zurückzunehmen. Der eine oder andere Marktteilnehmer wird seine Konditionen anpassen.“

Neue Marktteilnehmer drängen in den DACH-Raum

Ungeachtet des sehr kompetitiven Markts drängen weitere Versicherer und MGAs auf den DACH-Markt. Dazu zählt seit Anfang des Jahres Nirvana UW aus London. Für den DACH-Raum wurde mit Dr. Thomas Mannsdorfer ein erfahrener Underwriter gewonnen (siehe Interview). Erste Deals, unter anderem im Immobilienbereich, wurden bereits begleitet.

Mit Devonshire UW Limited und dessen Partnerunternehmen Devonshire UW Europe GmbH mit Registrierungsadresse in Unna (Westfalen) steht ein weiterer MGA in den operativen Startlöchern. Im April wurde von den vier Gründern und Partnern Natasha Attray, James Dodd, James Fletcher und Charles Turnham der Start per Pressemitteilung avisiert. Das Unternehmen,



DANKE*

*) Das Special „M&A Insurance 2024“ entstand mit freundlicher Unterstützung von

ACQUINEX
Acquisition Insurance

AIG

AMANIKI
THE UNDERWRITING AGENCY

CLYDE&CO

Deloitte.

funk

HEUKING

**MÖHRLE
HAPP
LUTHER**

NORTON ROSE FULBRIGHT

pwc

wtw

„Der europäische M&A-Versicherungsmarkt ist im Moment sehr hart umkämpft“

Interview mit Dr. Thomas Mannsdorfer, Nirvana UW

Going Public: Nirvana UW bearbeitet seit diesem Jahr den DACH-Markt. Wie ist Ihr Blick auf den hiesigen Markt? Welche Situation haben Sie vorgefunden, wo liegen die Unterschiede zu UK und der iberischen Halbinsel?

Dr. Mannsdorfer: Der europäische M&A-Versicherungsmarkt ist im Moment sehr hart umkämpft, was den Kunden den Vorteil eines breiten Angebots zu sehr tiefen Prämien bringt. Dies trifft ganz insbesondere auch in Deutschland, dem wichtigsten Markt, zu. Auf der positiven Seite, und diese gerade auch im Vergleich mit den iberischen Märkten, ist Produkt- und Prozessinnovation in Deutschland weit fortgeschritten. Die Situation ist etwas anders in der Schweiz, die im Versicherungsbereich nicht Teil des EU-Binnenmarkts ist, weshalb wir neben unseren europäischen Versicherungsprogrammen mit Lloyd's in der Schweiz eine Kooperation mit der Zurich Versicherungsgesellschaft abgeschlossen haben.

Mit wem arbeiten Sie hier zusammen – bei welchen Policen liegen Ihre Schwerpunkte?

Für die Versicherung von europäischen Risiken arbeiten wir, wie gerade erwähnt, mit Lloyd's in London, d.h., mit einem Pool von Syndikaten, das von Ascot ange-

führt wird, zusammen. Wir fokussieren uns auf das Mittelstandsgeschäft, konkret auf Transaktionen mit einem Kaufpreis unter 250 Mio. EUR, ergo auf das typische Industriegeschäft. Wir bieten unter anderem spezifische Lösungen für Immobilien-transaktionen, Unternehmensnachfolgen sowie für stark und schnell wachsende Start-ups an.

Sie erwähnen eine Police für Immobilien-transaktionen mit vereinfachtem Underwriting. Können Sie das bitte näher ausführen?

Die Versicherungspolice ist wahlweise in deutscher oder englischer Sprache abgefasst und wurde in Zusammenarbeit mit einem deutschen Anwalt entwickelt, der auf Immobilien-transaktionen spezialisiert ist. Der Versicherungsvertrag ist kürzer, leicht verständlich und spezifisch auf die Risiken ausgerichtet, die mit einem Immobilienkaufvertrag einhergehen. Dies kann unter Umständen auch Umweltrisiken, Sachgewährleistung, verdeckte Baumängel, die Gültigkeit von Baugenehmigungen oder anderen behördlichen Anforderungen mit umfassen.

Wie bewerten sie Lösungen mit synthetischer Deckung? Ist das der Trend für die Zukunft?

macht eine automatische Risikolinien-größe von bis zu 35 Mio. EUR bereitstellen. Finanziert ist Devonshire von B.P. Marsh & Partners, einem spezialisierten Private-Equity-Investor für Finanzdienstleistungsunternehmen in der Frühphase. Die Motivation für den Markteintritt in einer Zeit, in der die Prämien erodieren, begründet Fletcher wie folgt: „Der Markt für Transaktionsrisiken (TR) ist aufgrund langjähriger stabiler M&A-Aktivitäten und einer deutlichen Aufwärtsentwicklung bei der Nutzung von TR-Produkten stark in Schwung gekommen.“



Dr. Thomas Mannsdorfer

Es ist ganz bestimmt ein wichtiger Trend. Synthetische Deckungen spielen bereits heute eine große Rolle, sei dies für bestimmte Teilrisiken (z.B. im Zusammenhang mit Steuern) oder generell, für Fälle, in denen der Verkäufer keine Garantien abgeben kann (z.B. der Insolvenzverwalter) oder will. Darüber hinaus ist es meines Erachtens durchaus vorstellbar, kleinere Transaktionen mit einer branchenspezifischen, vollsynthetischen Deckung zu versichern.

Vielen Dank für die interessanten Einsichten.

Das Interview führte Stefan Preuß.

das von Lloyd's und einer Gruppe von A-bewerteten Versicherungskapazitätsanbietern unterstützt wird, bietet im DACH-Raum unter anderem W&I-, Steuer- und Eventualversicherungen an. Für W&I-Policen liegen nach Auskunft einer Sprecherin Dealgrößen im Bereich um 150 Mio. EUR im Fokus der Gesellschaft. Devonshire verweist darauf, dass man durch die langjährige Tätigkeit der Gründer auch im deutschsprachigen Raum bereits viel Erfahrung besitzt. Das Unternehmen kann gemäß den Bedingungen der von seinen Versicherungspartnern erteilten Voll-

Der wachsende Markt zieht mit Chubb einen weiteren globalen Player an, in diesem Fall einen in den USA beheimateten Versicherer mit Aktivitäten in 54 Ländern und mehr als 40.000 Mitarbeitern. Chubb gab im Frühjahr die Einführung einer globalen Transaktionsrisikoplattform bekannt, um Haftpflichtversicherungsprodukte für Transaktionsrisiken auf internationalen Märkten anzubieten. Josh Cowen wurde zum Senior Vice President International Transactional Risk ernannt, um diese Initiative von London aus zu leiten. „Cowen wird für die Leitung eines Teams von

Underwritern verantwortlich sein, das sich auf Garantie- und Entschädigungs-, Steuer- und Eventualhaftungsprodukte in Rechtsräumen außerhalb Nordamerikas konzentriert“, teilte Chubb mit. Chubb unterhält eine Hauptniederlassung in Zürich, sodass der Eintritt in den DACH-Markt naheliegt.

Dass bestehende Versicherungsunternehmen ihr Portfolio um Transaktionsversicherungen erweitern und neue MGAs gegründet und finanziert werden, deutet darauf hin, dass der Markt ungeachtet der aktuell niedrigen Prämien prinzipiell als attraktiv angesehen wird. Einerseits, weil weiteres Wachstum absehbar ist. Während nach Einschätzung von Aon und

Abb. 3: Frequency W&I Insurance

SECTOR	2011-2022	2022	2023
BANKING & FINANCE	3%	6%	5%
HOTELS & LEISURE	12%	13%	7%
ENERGY & CLIMATE CHANGE	13%	23%	14%
CONSUMER PRODUCTS	9%	8%	15%
TECHNOLOGY, MEDIA & COMMUNICATIONS	15%	16%	18%
INFRASTRUCTURE & PROJECTS	1%	1%	7%
LIFE SCIENCES & HEALTHCARE	6%	8%	9%
REAL ESTATE	22%	15%	10%
INDUSTRY	11%	8%	8%
BUSINESS (OTHER SERVICES)	8%	3%	7%
CMS AVERAGE	13%	16%	16%

100% = all evaluated transactions of the respective sector

Quelle: CMS European M&A Study 2024

”



Fakt ist, dass die Prämien und Selbstbehalte noch nie so niedrig waren wie im Moment, trotz erweiterter Deckungen für weniger Prämie.

Niki Demirbilek, Gründerin und CEO des MGA Amaniki

Marsh etwa 40% aller Transaktionen in den USA mit entsprechenden Policen abgesichert werden, liegt der Anteil in Europa noch deutlich darunter. CMS kommt auf eine Gesamtquote von 16% für 2023, wobei der Anteil der Transaktionen bei hohen Volumina deutlich steigt. Doch der Marktverlauf sei nicht immer einheitlich. „2023 waren Technologie, Medien und Kommunikation die Branchen, die W&I-Versicherungen am häufigsten abschlossen. Die Daten zeigen erhebliche Abweichungen zwischen den Branchen. Es gab überraschende Rückgänge bei den W&I-Versicherungspolicen, die für Transaktionen in den Bereichen Hotels und Freizeit sowie Immobilien abgeschlossen wurden, was dem Marktkonsens zu widersprechen scheint, dass W&I-Versicherungen

bei solchen Transaktionen Standard sind“, stellt CMS fest.

Fazit

In gewisser Weise hat der Markt für W&I-Policen im bisherigen Jahresverlauf überrascht, denn obwohl die Dealfrequenz wieder angezogen und zugleich die Nachfrage nach Transaktionsversicherungen weiter zugenommen hat, verharren die Prämien auf niedrigem Niveau. Vieles deutet darauf hin, dass derzeit Marktanteile und Geschäftsbeziehungen aufgebaut und dafür Kompromisse bei der Marge in Kauf genommen werden. Diese Phase kann durchaus noch länger anhalten, insbesondere wenn weitere Player auf dem europäischen Markt – der im Gegensatz zu den USA deutlich mehr Wachstumspotenzial aufweist – aktiv werden. ■

ANZEIGE



BankM

Das Hausbankprinzip für den Kapitalmarkt.

Ausblick zum M&A-Markt Deutschland 2025

Spürbare Erholung der Dealaktivität erwartet

Schlechte Konjunkturprognosen, hohe Energiekosten, rückläufiger Konsum, hohe Zinsen und der anhaltende Krieg in der Ukraine haben die M&A-Aktivität deutscher Unternehmen in den vergangenen 20 Monaten stark leiden lassen. Insgesamt war im Jahr 2023 die Dealanzahl im Mid- und Large-Segment unseren Schätzungen zufolge um etwa 35% eingebrochen. Trotz der allgemein gedrückten Stimmung spricht jedoch einiges dafür, dass sich der Markt für Fusionen und Übernahmen im kommenden Jahr deutlich erholen wird. **Von Dr. Michael R. Drill**

Top Ten angekündigte Deals mit deutschen Zielunternehmen 1–8/2024

Zielunternehmen	Sektor	Wert in Mio. EUR	Verkäufer	Käufer
Covestro	Chemicals	14,412	Streubesitz	Abu Dhabi National Oil
Encavis	Energy	4,222	Abacon	KKR & Viessmann
Aareon	Software	3,900	Advent	TPG
Innomotics	Industrials	3,500	Siemens	KPS Capital
WIGA	Energy	3,000	Wintershall Dea	German Federal State
MorphoSys	Pharma	2,561	Streubesitz	Novartis
Sunrise Medical	Healthcare	1,500	Nordic Capital	Platinum Equity
Evonik Superabsorber	Chemicals	1,125	Evonik	ICIG
Cardior Pharma	Pharma	1,025	Privatpersonen	Novo Nordisk
KaDeWe property	Immobilien	1,000	SIGNA	Central Group

Quelle: Lincoln International

In Zeiten enormer Unsicherheiten ist es nicht einfach, zwischen Käufer und Verkäufer eine Einigung bei der Unternehmensbewertung zu finden. Zudem sind Konzerne vorsichtig geworden und halten sich mit riskanten, großen Übernahmen dezent zurück. Gleichwohl gibt es nach wie vor zahlreiche Treiber für Fusionen und Übernahmen: Höhere Anforderungen an die kritische Unternehmensgröße, Nachfolge-themen und die wachsende Bedeutung digitaler Geschäftsmodelle und KI-Anwendungen zwingen viele mittelständische Unternehmen zu mutigen Akquisitionsstrategien oder zum Verkauf an einen größeren oder finanzstarken Partner. Zudem verfügen Private-Equity-Investoren über beträchtliche Bargeldbestände und stehen damit unter enormem Anlagedruck, für die eingesammelten Gelder passende Akquisitionskandidaten zu finden.

Zahlreiche Unternehmen von Finanzinvestoren stehen vor Exit

Derweil ist es an der Zeit, die zahlreichen Portfoliounternehmen, die Finanzinvestoren in den vergangenen fünf bis sechs Jahren erworben haben, in den Exit zu bringen. Und schließlich verleiten die anhaltend hohen Aktienkurse börsennotierter Großkonzerne Vorstände dazu, aktiv über Zukäufe nachzudenken. Vielerorts lassen sich die aktuellen Bewertungen nämlich nur dann nachhaltig rechtfertigen, wenn die Unternehmen nicht nur organisch, sondern insbesondere auch anorganisch wachsen.

Herausforderungen im Kerngeschäft erfordern von deutschen Großkonzernen eine ständige Prüfung ihres Unternehmensportfolios. Weitere Gründe für das zunehmend schnelle „Drehen“ von Konzernportfolios sind der steigende Druck von

aktivistischen Großaktionären. In der Konsequenz führt dies dazu, dass viele Firmen es sich nicht mehr leisten können, Portfolioarrondierungen auf die lange Bank zu schieben.

ESG-Themen werden weiter an Bedeutung gewinnen

In den kommenden Jahren werden ESG-Themen bei Großkonzernen, Private-Equity-Firmen und finanzierenden Banken weiter an Bedeutung gewinnen. Die Einhaltung von Umweltrichtlinien, die Förderung von Diversität und vorbildliche Geschäftspraktiken fallen bei Akquisitions- und Desinvestitionsentscheidungen immer stärker ins Gewicht. Gerade auch die Dekarbo-



ZUM AUTOR

Dr. Michael R. Drill ist Deutschlandchef von **Lincoln International**, einer auf M&A-Beratung spezialisierten Investmentbank mit weltweit über 1.000 Mitarbeitern. Lincoln International verfügt über eigene Büros in den weltweit zehn größten Volkswirtschaften. Im Zeitraum Januar bis Juli 2024 hat Lincoln International in Deutschland bereits über 15 M&A-Transaktionen erfolgreich abgeschlossen.

nisierung und die allgemeine Energie- wende werden Unternehmen dazu veranlassen, umweltfreundliche Technologien und Kernkompetenzen zu erwerben. Fusionen und Übernahmen sind zunehmend ein wichtiges Managementinstrument, um das eigene ESG-Profil zu verbessern.

Angesichts dieses breiten Spektrums an Motivationen sind Fusionen und Übernahmen Teil des strategischen Instrumentariums eines jeden CEO geworden. Führungskräfte erkennen, dass anorganische Wachstumsstrategien oft der beste Weg sind, um nachhaltige Wachstumsambitionen zu sichern und Transformationsziele zu erreichen.

In nahezu allen Branchen werden Fusionen und Übernahmen stattfinden, wobei der Anteil konjunkturabhängiger Branchen weiter zulasten der zyklischen Industriesektoren zunehmen wird. Überdurchschnittliche M&A-Aktivitäten sehen wir in den Bereichen Software, künstliche Intelligenz, Digitalisierung, Infrastruktur, erneuerbare Energien, Technologie, Medizintechnik und Gesundheitswesen. Eine Sonderkonjunktur bei M&A erwarten wir zudem im zunehmend unter Druck geratenen Einzelhandel und in der schwächelnden Automobilzuliefererindustrie. Gerade in diesen Sektoren bieten sich Chancen durch Distressed M&A, Turnarounds oder Restrukturierungen. Eine sich abschwächende Entwicklung sehen wir hingegen im Maschinen- und Anlagenbau sowie im Chemiesektor.

Anteil von Cross-Border-Deals weiterhin auf hohem Niveau

Wir gehen davon aus, dass der Anteil grenzüberschreitender Deals 2024 mit etwa 70% weiterhin auf hohem Niveau bleiben wird. Wie in den Vorjahren werden

ZEHN THESEN ZUM DEUTSCHEN M&A-MARKT 2025

1. Anzahl Deals mit deutschen Targets etwa 20% höher als im Vorjahr
2. Mid-Cap-Segment deutlich aktiver als Large-Cap-Segment (Deals > 1 Mrd. EUR)
3. Strategische Käufer setzen sich in der Regel gegen Finanzinvestoren durch
4. Bewertungsmultiplikatoren bleiben weiterhin unter den Höchstständen 2021 und 2022
5. Stark unterschiedliche Transaktionsdynamik nach Branchen
6. USA weiterhin wichtigste Käufer- und Target-Nation für deutsche Firmen
7. Corporate Divestments bei DAX- und MDAX-Konzernen nehmen zu
8. Haltedauer von Private-Equity-Beteiligungen nimmt weiter zu
9. KI und ESG spielen bei M&A-Prozessen und -entscheidungen eine immer wichtigere Rolle
10. W&I-Versicherungen werden bei mittelgroßen Deals ab 100 Mio. EUR zum Standardtool

”

In nahezu allen Branchen werden Fusionen und Übernahmen stattfinden.

hierbei Ausländer mehr Unternehmen in Deutschland akquirieren als umgekehrt. Wichtigste Käufer- und Target-Nation für deutsche Unternehmen sind mit großem Abstand ganz klar die USA, gefolgt von Großbritannien und Frankreich.

Die aktuell hohen Kaufpreise dürften aufgrund der abnehmenden Gewinndynamik vieler Unternehmen unter Druck geraten. Und schließlich erwarten wir, dass ein Großteil der Transaktionen im sogenannten Mid-Cap-Segment stattfinden wird, während große Elefantenhochzeiten im zweistelligen Milliardenbereich wie die jüngste Übernahme der im DAX notierten Covestro AG durch die staatliche Abu Dhabi National Oil Company aus Saudi-Arabien die Ausnahme darstellen werden.

Was bedeutet dieser Ausblick auf den M&A-Markt für die deutsche W&I-Versicherungsindustrie? Im aktuellen herausfordernden Marktumfeld setzen sich Gewährleistungsversicherungen nicht nur bei Finanzinvestoren, sondern gerade auch bei Konzernen und bei Mittelstandsdeals weiter vermehrt durch. Für mittelgroße Transaktionen ab einem Unternehmenswert von 100 Mio. EUR sind W&I-Versicherungen ein bewährtes Standardtool geworden, um die früher üblichen anwaltlichen Verhandlungsschlachten zu Garantien und Haftungen stark zu verkürzen, die Risiken des Verkäufers zu minimieren und gleichzeitig Bürgschaften und Sicherheitseinhalte überflüssig zu machen, da der Käufer mit dem W&I-Versicherer einen finanzkräftigen Schuldner hat. Bei den zahlreichen Verkaufsprozessen, die wir als Lincoln International begleiten, initiieren wir zusammen mit der begleitenden Anwaltskanzlei verkäuferseitig eine W&I-Lösung, um potenziellen Käufern eine Gewährleistungsversicherung zu erleichtern und den Gesamtprozess zu beschleunigen.

Fazit

Aufgrund des bisherigen „Transaktionsstaus“ erwarten wir bei mittelgroßen M&A-Transaktionen eine um rund 20% höhere Transaktionsaktivität als im Jahr 2024. Unsere Dealpipeline sowie die zahlreichen Gespräche mit Großunternehmen, Finanzinvestoren, Familiengesellschaften und finanzierenden Banken bestätigen diesen Ausblick. Im Ergebnis erwarten wir daher für das Jahr 2025 insgesamt rund 2.000 M&A-Transaktionen mit deutscher Beteiligung. Dies bedeutet auch eine wachsende Zahl von W&I-Lösungen; W&I-Versicherungen werden bei mittelgroßen Deals ab 100 Mio. EUR zum Standardtool. ■

TREIBER FÜR DEN DEUTSCHEN M&A-MARKT

- ◆ Zwang zu kritischer Größe auf globaler Ebene
- ◆ Digitalisierung als kritischer Wettbewerbsfaktor
- ◆ Unternehmensverkauf aus der Not heraus
- ◆ Überprüfung Konzernportfolios und Corporate Carve-outs
- ◆ Hohe Börsenkurse zwingen Konzerne zu Akquisitionen
- ◆ Aktionärsaktivismus und ESG zwingen Konzerne zu Divestments
- ◆ Reduzierung der Abhängigkeiten von China
- ◆ Sicherung von Lieferketten
- ◆ Zurückhaltendes Konsumverhalten
- ◆ Anhaltender Anlagedruck bei Private Equity

M&A-Deals trotz fehlender Garantien absichern

Im Gespräch mit Robert Engels, Head of M&A DACH, und Janin Kauffmann, LL.M., Director M&A DACH, beide im Geschäftsbereich Corporate Risk & Broking bei WTW

Die Zahl der M&A-Transaktionen ist im Laufe des Jahres allmählich wieder angestiegen, was sich auch auf den Markt für die Warranty-&Indemnity-(W&I)-Versicherung auswirkt. Diese gewinnt zudem bei der Absicherung des Erwerbs insolventer Targets an Relevanz – in Form von voll- oder teilsynthetischen Deckungen.



Foto: © Wanan – iStock.adobe.com

Going Public: Der M&A-Markt scheint sich allmählich zu erholen, die Anzahl der Transaktionen nimmt zu. Gehen Sie davon aus, dass sich der W&I-Markt, der die Transaktionsrisiken solcher Deals absichert, entsprechend verhärtet wird?

Engels: Das Tal des weichen Markts könnte Ende dieses Jahres zwar erreicht sein. Doch aufgrund der positiven Marktentwicklung und des Risikoappetits einiger Versicherer rechnen wir nicht damit, dass Anbieter die Policenbedingungen zulasten der Versicherungsnehmer anpassen werden. Lediglich ein leichter Prämienanstieg ist zu erwarten.

Kauffmann: Hinzu kommt, dass derzeit viele Anbieter aktiv sind und in den letzten Monaten weitere Versicherer in den

Markt eingetreten sind. Sie haben zusätzliche Kapazitäten auf den Markt gebracht. Diese Faktoren haben den ohnehin starken Wettbewerb nochmals verstärkt.

Derzeit rollt weiterhin eine Insolvenzwelle über Deutschland hinweg und trifft inzwischen sogar Versicherer, wie zuletzt den Luxemburger Lebensversicherer FWU Life Insurance Lux. Inwiefern beeinflussen solche Großinsolvenzen den W&I-Markt?

Engels: Die Rolle der Insolvenzen müssen wir aus zwei Perspektiven betrachten. Erstens haben sie keine direkten Auswirkungen auf den W&I-Markt. Sollten jedoch die M&A-Aktivitäten nicht wie erwartet weiter zunehmen, könnte es zu einer Konsolidie-

rung unter den Versicherern kommen. Zweitens ist die W&I-Versicherung ein geeignetes Werkzeug, um Verkäufe aus der Insolvenz, sogenannte Distressed



ZU DEN INTERVIEWPARTNERN

Robert Engels leitet das M&A-Beratungsteam im Geschäftsbereich Corporate Risk & Broking bei **WTW** für Deutschland, Schweiz und Österreich. Das Team spezialisiert sich auf die Bereiche Transaktionsversicherungslösungen und Insurance Due Diligence. Vor seinem Wechsel zu WTW im Jahr 2019 führte Engels die M&A-Beratungsteams bei zwei internationalen Versicherungsmaklern in der DACH-Region.

Janin Kauffmann ist als Volljuristin für den Geschäftsbereich Corporate Risk & Broking bei **WTW** für Deutschland, Schweiz und Österreich tätig. Dort leitet sie seit 2018 den Bereich Transaktionsversicherung innerhalb M&A. Vor ihrer Beratertätigkeit sammelte sie bei verschiedenen Versicherern knapp fünf Jahre lang Erfahrung als M&A-Underwriterin für europäische Transaktionen von Corporate- sowie Private Equity.



Warranty & Indemnity Versicherung

Profitieren Sie von unserer Erfahrung aus mehr als 200 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!

Gunnar Harlacher
gunnar.harlacher@aig.com

Oder erfahren Sie mehr unter www.aig.de



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.

Deals, abzusichern. Vor diesem Hintergrund ist der W&I-Markt gut gewappnet und bereit, Lösungen anzubieten.

Inwiefern ist die W&I-Versicherung ein geeignetes Tool dafür?

Kauffmann: Es besteht die Möglichkeit, eine teil- oder vollsynthetische W&I-Versicherung abzuschließen. Dabei ist zu beachten, dass diese Formen nicht ausschließlich bei Distressed Deals zum Einsatz kommen. Ein weiterer geeigneter Anwendungsfall liegt im Bereich Real Estate vor, wenn Investoren das Management ihres Portfolios an einen Verwalter übertragen haben. Auch das Vorhandensein eines großen Verkäuferkonsortiums ist ein mögliches Einsatzszenario vor allem für eine vollsynthetische W&I-Lösung.

Worin besteht der Unterschied zur klassischen W&I-Police?

Engels: Die konventionelle W&I-Versicherung schützt den Käufer im Rahmen eines mit dem Verkäufer verhandelten Garantiekatalogs vor Garantieverletzungen oder Falschangaben des Verkäufers. Bei der vollsynthetischen Deckung wird stattdessen ein fiktiver Garantiekatalog zwischen Käufer und Versicherer vereinbart. Das ist dann notwendig, wenn der Verkäufer keine belastbaren Garantien für das Target abgeben kann, der Käufer sich aber trotzdem gegen die Risiken absichern möchte. Der Garantiekatalog basiert in der Regel auf einem standardisierten Katalog. Er ist daher weder besonders käufer- noch verkäuferfreundlich und wird, auch branchenabhängig, auf den Einzelfall zugeschnitten. Erweisen sich die in der Police enthaltenen Garantien als falsch, kommt der Versicherer für den Schaden auf.



Bei Distressed Deals besteht die Möglichkeit, eine teil- oder vollsynthetische W&I-Versicherung abzuschließen.

Janin Kauffmann



Bieten Versicherer diese Art der Deckung an, verzichten sie auf Regressansprüche gegen den Verkäufer, was nicht unerheblich ist.

Robert Engels

Kauffmann: Bei der teilsynthetischen Deckung hingegen wird der zwischen Käufer und Verkäufer bereits bestehende Garantiekatalog stellenweise durch spezifische Garantien in der Police erweitert, oft etwa durch eine synthetische Steuerfreistellung. Daneben umfasst eine teilsynthetische Police z.B. eine erweiterte Schadensdefinition, die Eliminierung von Wissensqualifikationen aus dem Kaufvertrag oder eine erweiterte Wissensdefinition der Verkäufer. Diese Vereinbarungen haben sich schon zu einem Standard bei W&I-Policen durchgesetzt und wir sehen diese quasi bei jeder platzierten Police. Beide Optionen von (teil)synthetischen Erweiterungen haben den Vorteil, dass sie die Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer vereinfachen.

Was ist für den Abschluss der Police zu beachten?

Engels: Bieten Versicherer diese Art der Deckung an, verzichten sie auf Regressansprüche gegen den Verkäufer, was nicht unerheblich ist. Normalerweise hat der Versicherer bei einer regulären W&I-Police die Möglichkeit, im Falle arglistiger Täuschung durch den Verkäufer die Schadenzahlung vom Verkäufer zurückzufordern. Vor allem bei der vollsynthetischen Variante entfällt dieses Recht. Das heißt: Versicherer wägen ab, wann es sinnvoll ist, diese Deckungsform anzubieten und wann nicht.

Und wie gelingt das?

Kauffmann: Hierbei kommt die Due Diligence, die sorgfältige Prüfung des Targets, ins Spiel, die ohnehin vor jeder

Transaktion durchgeführt wird. Bei der synthetischen W&I-Deckung ist sie umso wichtiger, da der Versicherer keine weitere Form von Bestätigung erhält. Als Voraussetzung muss nachvollziehbar begründet werden, warum der Verkäufer keine Garantien abgeben kann. Außerdem muss er ggf. kurz vor der Beurkundung Anlagen zum Kaufvertrag (sogenannte Disclosures) nach den Vorgaben des Versicherers erstellen. Käufer und Versicherer sind daher auf die aktive Mitwirkung des Verkäufers im Offenlegungsprozess angewiesen.

Ein gewisses Restrisiko bleibt immer bestehen. Das wirft die Frage nach Art und Häufigkeit typischer W&I-Schäden auf.

Engels: Es gestaltet sich schwierig, in dieser Hinsicht konkrete Aussagen zu treffen. Man kann praktisch von einem gut gehüteten Geheimnis sprechen, denn die Datenlage zu Schäden ist einfach zu dünn – viele Versicherer legen ihre Schäden nicht offen. Untersuchungen von WTW und die Offenlegungen einiger weniger Versicherungsgesellschaften zeigen jedoch, dass Schäden im Finanz- und Steuerbereich am häufigsten vertreten sind. Das können z.B. Fehler in der Steuererklärung, im Jahresabschluss oder in der Buchhaltung sein. Dass gerade diese Schadenart immer wieder auftritt, liegt aber auch daran, dass wir im DACH-Raum regelmäßige Steuerprüfungen haben.

Wie glauben Sie, wird sich der M&A- und entsprechende Versicherungsmarkt weiterentwickeln?

Kauffmann: Es ist schon sehr beeindruckend, wie der Markt permanent in Bewegung ist. Es bleibt vor allem abzuwarten, wie sich die Transaktionszahlen und damit auch die Versicherungskonditionen entwickeln.

Engels: Und zwar besonders im Hinblick auf den Deckungsumfang. Wie eingangs erwähnt, wäre eine Prämiensteigerung vollkommen normal und zu erwarten. Die große Frage ist eher, ob die verbesserten Deckungskonditionen erhalten bleiben. Wir gehen jedenfalls davon aus.

Frau Kauffmann, Herr Engels, vielen Dank für das Gespräch!

Das Interview führte Stefan Preuß.

A fresh approach to M&A insurance

Acquinex is a specialist Managing General Agency (“MGA”) focusing on providing bespoke insurance products in particular for small and mid-market deals, from our offices in the UK, DACH, Nordics, CEE, Southern Europe and Benelux.

We have re-designed and streamlined the process involved in purchasing mergers & acquisition (“M&A”) related insurance policies to make it as straightforward as possible. We believe that our products offer superior coverage, unrivalled policy turnaround times and certainty of coverage from the outset.

With a fresh approach to risk analysis, Acquinex looks to change the perception of M&A insurance products, taking a pragmatic approach to risk transfer. We know that every deal is important to our clients and believe that all risks, regardless of size, should be able to utilize insurance and therefore do generally not apply minimum premiums as is common throughout the insurance market.

Our DACH team is led by Managing Director Dr Marco Niehaus, a former global law firm equity partner and highly decorated M&A specialist. His growing team consists of dedicated and highly experienced M&A, Tax and Real Estate professionals.

If you have questions or would like more information on Acquinex, our products, process or regulatory licenses, please visit our website www.acquinex.com or email us at germany@acquinex.com

M&A-Transaktionen: Bilanzgarantien und ihre Versicherbarkeit

In unsicheren Zeiten erfahren Finanzberichte besondere Aufmerksamkeit

Es war einer der seltenen Fälle, in denen Details über einen M&A-Konflikt an die Öffentlichkeit drangen: Vor wenigen Wochen berichteten Beteiligte in den sozialen Medien, dass eine Versicherungsgesellschaft im Nachgang einer Transaktion rund 13 Mio. USD an einen Unternehmenskäufer zahlen musste. **Von Ingo Schleis, Patrick Müller und Max Bäumer**

Der Grund der Zahlung: Die Finanzberichte des Zielunternehmens hatten sich als falsch herausgestellt, womit die Bilanzgarantie verletzt war. Dabei handelte es sich keineswegs um einen Einzelfall – immer wieder kommt es nach M&A-Deals zu Auseinandersetzungen. Zudem erfreuen sich sogenannte Warranty- & Indemnity-(W&I)-Versicherungen, mit denen sich Transaktionsparteien gegen Garantieverletzungen und andere Risiken absichern, in Europa wachsender Beliebtheit. In den vergangenen zehn Jahren hat sich der Anteil der Transaktionen, bei denen W&I-Policen zum Einsatz kamen, mehr als verdoppelt. Zuletzt lag er bei 18%.

W&I-Versicherungen – für Finanzinvestoren und Strategen gleichermaßen attraktiv

Besonders interessant: Während Finanzinvestoren bereits seit Längerem auf das Modell setzen, ziehen in jüngster Vergangenheit strategische Käufer nach; auch sie erkennen zunehmend den Nutzen der Versicherungslösungen. Das schlägt sich in der Statistik deutlich nieder, weil auf Strategen zuletzt ein überproportionaler Anteil am M&A-Volumen entfiel. Selbiges ist in der EMEA-Region im ersten Halbjahr um 26% zurückgegangen – vor allem wegen der unsicheren geopolitischen und makroökonomischen Lage und der in den letzten Jahren gestiegenen Finanzierungskosten.

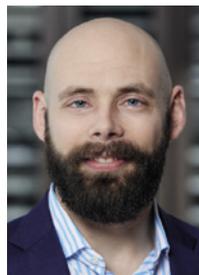
Angesichts der vielfältigen Vorteile von W&I-Versicherungen verwundert das wachsende Interesse kaum: Verkäufer können sich auf diese Weise vor den Konsequenzen von Garantieverletzungen schützen. Der Anspruchsgegner ist in solchen Fällen nicht der Verkäufer selbst,

sondern die Versicherungsgesellschaft. W&I-Policen lösen somit Risiken aus einer Transaktion heraus und tragen zu einem sinnvollen Risikomanagement bei. Versicherungsfälle sind auf dem M&A-Markt längst keine Seltenheit mehr: Bei mehr als 10% der Transaktionen mit W&I-Schutz kommt es anschließend zu einer Schadensmeldung, und in etwa der Hälfte dieser Fälle folgt eine Auszahlung.

Bilanzgarantien – für Unternehmenskäufer von besonderer Relevanz

Zu den am häufigsten gemeldeten und der Höhe nach signifikantesten Schäden, die W&I-Versicherungen gemeldet werden, gehören Verletzungen von Bilanzgarantien.

Studien zufolge lag ihr Anteil an den gemeldeten W&I-Versicherungsfällen zuletzt bei rund 20%. Im Rahmen einer Bilanzgarantie versichert der Verkäufer, dass die zugrunde liegenden Jahresabschlüsse der Zielgesellschaft korrekt sind. Da diese meist die Grundlage der Bewertung bilden, sind Bilanzgarantien für Käufer von essenzieller Bedeutung. Dies gilt insbesondere für sogenannte Locked-Box-Transaktionen, bei denen ein fixer Kaufpreis auf Basis der Bilanz zu einem bestimmten Stichtag festgelegt wird und nachträglich keine Kaufpreisanpassung möglich ist. Locked-Box-Mechanismen werden bei rund der Hälfte der Transaktionen in Deutschland vereinbart.



ZU DEN AUTOREN

Ingo Schleis ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner bei **PwC Deutschland**. Er leitet dort den Bereich SPA Finance Advice, Post Signing Assistance und M&A Dispute Services und ist Experte für die Identifizierung und Durchsetzung bzw. Abwehr von Ansprüchen aus Unternehmenskaufverträgen und W&I-Versicherungen.

Patrick Müller ist Wirtschaftsprüfer und Senior Manager bei **PwC Deutschland** im Bereich Deals. Er unterstützt Mandanten während des gesamten Transaktionsprozesses von der Optimierung des Unternehmenskaufvertrags aus finanzieller Sicht über die Analyse von Closing Accounts bis hin zur Identifizierung etwaiger Kaufpreisoptimierungspotenziale sowie im Rahmen von Post-M&A-Streitigkeiten.

Max Bäumer ist Wirtschaftsprüfer und Senior Manager bei **PwC Deutschland** im Bereich Deals. Seine Schwerpunkte liegen in der Analyse von Closing Accounts, der umfassenden Betreuung von Mandanten in Post-M&A-Streitigkeiten sowie der Durchsetzung bzw. Abwehr von Ansprüchen aus W&I-Versicherungen.

Mehr Zeit für Ihre Deals

netfiles Datenraum

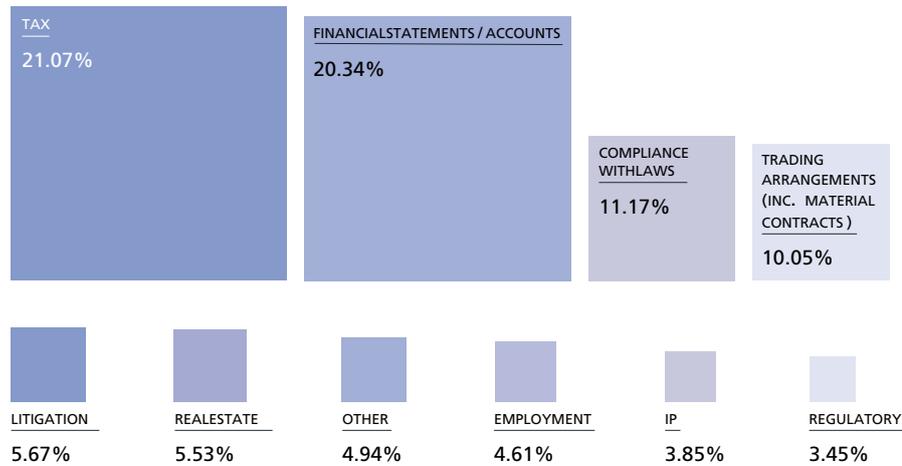


- ✓ Einfach zu bedienen
- ✓ Schnell eingerichtet
- ✓ Sicher und bewährt
- ✓ Made in Germany

14 Tage kostenlos testen
oder Online-Demo vereinbaren:

www.netfiles.com

Abb. 1: Verstöße gegen Bilanzgarantien stellen nach Steuerproblemen den zweithäufigsten Grund für die Geltendmachung von Claims dar



Quelle: HWF Partners Claims Study 2016-23

Doch Vorsicht: Bisweilen schützt eine Bilanzgarantie Unternehmenskäufer nicht im erhofften Maße. Der Versicherungsumfang und der potenziell gedeckte Schaden hängen unmittelbar von der Formulierung der zugrunde liegenden Garantieklauseln ab, und in der Praxis kommt es immer wieder zu juristischen Auseinandersetzungen.

Versicherungsschutz – auf den Wortlaut kommt es an

In Unternehmenskaufverträgen können die Parteien Bilanzgarantien mit unterschiedlichen Qualitätsstandards („comfort levels“) vereinbaren und über W&I-Policen versichern. Maßgeblich für den jeweiligen Garantiestandard und somit auch die Versicherbarkeit sind hierbei die Qualität der relevanten Jahresabschlüsse und der Umfang etwaiger Abschlussprüfungen oder -durchsichten.

„True-and-fair-View-Garantie“

Das höchste Qualitätsniveau ist der „True-and-fair-View-Standard“, dessen Formulierung dem Bestätigungsvermerk des Jahresabschlussprüfers entnommen wird. Das deutsche Pendant ist ein „den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“. Dieser Standard wird regelmäßig nur im Fall von geprüften Abschlüssen gewährt und versichert, wobei Käufer das Zahlenwerk selbstverständlich dennoch im Rahmen einer Financial Due Diligence durchsehen sollten.

Ungeachtet der Anlehnung an den gesetzlichen Wortlaut des § 264 HGB ist in Rechtsprechung und juristischem Schrifttum jedoch eine heterogene Interpretation der True-and-fair-View-Garantie zu beobachten. Der umfassenden Auslegung, der zufolge eine solche Garantie jedwede Fehler umfasst („harte Bilanzgarantie“), steht eine weniger restriktive Interpretation gegenüber: Demnach liegt eine Verletzung erst vor, wenn die Bilanz insgesamt kein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild mehr vermittelt („weiche Bilanzgarantie“). Insoweit empfiehlt sich im Unternehmenskaufvertrag eine Klarstellung.

„Do-not-materially-misstate-Garantie“

Hierbei handelt es sich um eine schwächere Garantieformulierung, die häufig verwendet wird, wenn Abschlüsse lediglich einer prüferischen Durchsicht unterzogen wurden oder gänzlich ungeprüft sind. Wichtig: Eine „prüferische Durchsicht“ ist keine Abschlussprüfung, sondern eine kritische und primär analytische Würdigung sowie Plausibilitätsbeurteilung des Abschlusses. Damit bietet sie dem Adressaten ein geringeres Maß an Sicherheit, weshalb eine gründliche Financial Due Diligence entscheidend für die Versicherbarkeit ist.

Darüber hinaus ist der Wortlaut und damit der Maßstab der Do-not-materially-misstate-Garantie im Gegensatz zur True-and-fair-View-Garantie nicht explizit im Urteil des Wirtschaftsprüfers oder dessen berufsständischen Verlautbarungen ver-

ankert. Deshalb ist in der Praxis keine einheitliche Auslegung des Garantiebegriffs erkennbar.

Ansprüche aus Bilanzgarantien erfolgreich identifizieren und durchsetzen

In der Praxis stellt sich angesichts dieser und weiterer Unwägbarkeiten immer wieder die Frage, wie ein Käufer Ansprüche identifizieren und bestmöglich durchsetzen kann. Dabei kommt es keineswegs nur auf juristische Expertise an:

Während die rechtliche Analyse einer etwaigen Garantieverletzung typischerweise durch einen Anwalt erfolgt, bedarf es für die bilanzielle Beurteilung tiefgreifender Accounting-Expertise. Hinzu kommt: Die zugrunde liegenden Sachverhalte sind selten eindeutig, sondern basieren auf komplexen Rechnungslegungsvorschriften sowie kaufvertraglichen Regelungen. Zudem sind sie meist auslegungsbedürftig, womit ein hoher Grad an Ermessen ins Spiel kommt.

Besonders wichtig ist nach unserer Erfahrung, eine Schadensmeldung gründlich vorzubereiten. Das bedeutet, die zugrunde liegenden Finanzdaten strukturiert zu analysieren und aufzubereiten sowie Fakten und Argumente überzeugend darzulegen. Hierbei können Finanzexperten unterstützen, die über einschlägige Accounting- und Transaktionsexpertise verfügen – denn dadurch sind sie in der Lage, Bilanzgarantieverletzungen strukturiert aufzuarbeiten und die Durchsetzbarkeit der Ansprüche realistisch einzuschätzen. Zudem können sie Versicherer bei Analysen und Stellungnahmen unterstützen.

Fazit

In einem von Unsicherheit geprägten M&A-Markt sind W&I-Versicherungen ein beliebtes Instrument, um Risiken an einen Versicherer auszulagern. Etwaige Verletzungen von Bilanzgarantien führen in der Regel sowohl nach Anzahl als auch nach Höhe die Statistiken der angezeigten Schadensfälle an. Ansprüche sind jedoch selten eindeutig und unumstritten, weshalb es immer wieder zu Auseinandersetzungen kommt. Für deren Verlauf ist entscheidend, wie die Garantie formuliert ist und ob die Schadensmeldung gründlich vorbereitet wurde. Besonders wichtig ist eine strukturierte Analyse und Aufbereitung der Finanzdaten sowie eine überzeugende Darlegung von Fakten und Argumenten. ■

Dealmaker Versicherungslösungen

Risiken erkennen, Transaktionen schützen.

M&A-Transaktionen werden komplexer und somit riskanter – ohne den richtigen Schutz oft zu riskant. Vertrauen Sie mit WTW auf einen starken Partner, der diese Risiken in Versicherungslösungen übersetzen kann.

Wir stehen Ihnen entlang des gesamten Transaktionsprozesses und auch danach aktiv zur Seite – mit Due-Diligence-Tätigkeiten sowie Versicherungslösungen, die wir an Ihren Anforderungen ausrichten – mit kombinierter Expertise in den Bereichen M&A, Risikomanagement, Underwriting und Brokerage.

So können wir bei der Implementierung von Transaktionsrisikolösungen gemeinsam mit Ihren Verhandlungspartnern und geeigneten Versicherungsgesellschaften zügig optimale Lösungen finden. Unsere Beratungs- und Platzierungsleistungen basieren auf langjähriger Erfahrung, umfassenden Analysen und klaren Fakten. Deshalb sind sie belastbar und halten, was sie versprechen. Wenn auch Sie uns beim Wort nehmen wollen, freuen wir uns!

wtwco.de

Muster-Unternehmenskaufvertrag des BMA: Alles versicherbar?

Eine Einordnung im Hinblick auf die Implementierung einer W&I Insurance

Der Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e.V. (BMA) hat in Zusammenarbeit mit namhaften Kanzleien einen Muster-Unternehmenskaufvertrag speziell für kleine und mittelgroße Unternehmenstransaktionen entwickelt. Die Autoren zeigen am Beispiel des Mustervertrags die konkrete praxisnahe Anwendung und den strategischen Mehrwert einer marktüblichen Warranty-&Indemnity-Versicherung für den Versicherungsnehmer auf. **Von Jan Wehkamp und Benedict Prinzenberg, LL.M.**



(a) Der jeweilige Verkäufer hat die volle gesellschaftsrechtliche Befugnis und Befähigung zum Abschluss dieses Vertrags und zur Vornahme der darin vorgesehenen Transaktionen. (b) Jeder Verkäufer hält die Anteile an der Gesellschaft, die diesem Verkäufer in Präambel (D) zugeordnet sind, und ist der alleinige rechtliche und wirtschaftliche Eigentümer dieser Anteile.

(c) Die von dem jeweiligen Verkäufer gehaltenen Anteile sind ordnungsgemäß übernommen [und voll eingezahlt]. Die jeweiligen Stammeinlagen sind weder direkt noch indirekt (offen oder verdeckt) an den jeweiligen Verkäufer zurückgezahlt worden (Rückgewähr von Einlagen). Es sind keine verdeckten Sacheinlagen geleistet worden. [Es bestehen keine Nachschusspflichten].

(d) Die jeweiligen Anteile des Verkäufers sind frei von Belastungen, Pfandrechten oder sonstigen Rechten Dritter, insbesondere sind Dritte nicht berechtigt, Vorkaufsrechte, Optionen oder sonstige Rechte zum Erwerb der Anteile des jeweiligen Verkäufers auszuüben, soweit dies nicht in diesem Vertrag vorgesehen ist. (e) Der jeweilige Verkäufer ist weder Partei einer Vereinbarung, die ihn für die Zeit nach dem Unterzeichnungstichtag in irgendeiner Weise verpflichtet, über seine Anteile zu verfügen, sie zu belasten oder die Rechte aus diesen Anteilen in irgendeiner Weise auszuüben, noch hat er sich verpflichtet, dies zu tun, es sei denn, dies ist in diesem Vertrag vorgesehen.

Einordnung der W&I-Versicherung – versicherbare Garantien und Freistellungen

Diese im Mustervertrag enthaltenen Titelgarantien sind vollumfänglich versicherbar. In der W&I-Police sollte nach Möglichkeit vereinbart werden, dass Schäden aus diesem Garantiebereich ohne Berücksichtigung einer Minimis- oder Selbstbehaltregelung reguliert werden sollen. Bei Bedarf kann die Versicherungssumme isoliert für die Titelgarantien auf das volle Transaktionsvolumen erhöht werden. Seit Kurzem bieten einige Versicherer dies aus einer Hand an, sodass keine separate Title-Insurance-Police mit einem anderen Versicherer mehr abgeschlossen werden muss.

Operative Garantien und Steuergarantien/Steuerfreistellung

Diese Garantien sowie die allgemeine Steuerfreistellung lassen sich über eine W&I-Police versichern. Eine konkrete Ausgestaltung des Katalogs der operativen Garantien befindet sich derzeit in Diskussion und soll nach Angaben des BMA als Anhang zu Ziffer 10.2 folgen¹. Sofern dieser

Das Kaufvertragsmuster des BMA folgt einer üblichen Unterteilung in Titelgarantien (Ziffer 10.1), operative Garantien (Ziffer 10.2), Steuergarantien (Ziffer 19.12) sowie einer allgemeinen Steuerfreistellung (Ziffer 19.2).

10.1 Titelgarantien

Jeder Verkäufer garantiert dem Käufer hiermit einzeln und nur in Bezug auf die diesem Verkäufer gemäß den Angaben in der Präambel zugeordneten Anteile im Wege eines selbständigen Garantieverprechens gemäß § 311 Abs. 1 BGB, dass die in Ziffer 10.1(a) bis 10.1(e) aufgeführten Erklärungen (zusammen „Titelgarantien“) zum Unterzeichnungstichtag und zum Vollzugsdatum wahr und richtig sind:



ZU DEN AUTOREN

Jan Wehkamp und **Benedict Prinzenberg, LL.M.**, sind Co-Head M&A Services bei der **Funk Gruppe**.

¹) Stand August 2024

Garantiekatalog einem marktüblichen Standard entspricht, wird die W&I-Versicherung hier (unter Berücksichtigung der Standardausschlüsse) vollumfänglichen Versicherungsschutz anbieten können. Eine konkrete Kommentierung der einzelnen Garantien wird voraussichtlich in einer Fortsetzung dieses Beitrags erfolgen.

De minimis/Schwellenwert

Das Kaufvertragsmuster geht von einer Begrenzung der Verkäuferhaftung durch einen De-minimis-Betrag sowie einen Schwellenwert aus (Ziffer 14.1).

- 14.1** *Dem Käufer stehen Ansprüche aus den Geschäftsgarantien aus diesem Vertrag nur zu, wenn und soweit (i) jeder einzelne Anspruch einen Betrag von EUR [___] (in Worten: Euro [___]) („De-Minimis-Betrag“) übersteigt und (ii) der Gesamtbetrag aller dieser Einzelansprüche gemäß lit. (i) einen Betrag von EUR [___] (in Worten: Euro [___]) übersteigt („Schwellenwert“).*
- 14.2** *Bei Überschreitung des Schwellenwerts ist der Käufer berechtigt, nur den überschießenden Betrag (Freibetrag) zu verlangen.*

Bei einer käuferseitigen W&I-Police werden durch Regelungen zur De-minimis-Grenze und dem Selbstbehalt vergleichbare Regelungen erfolgen. Die Beträge stehen im Ermessen des Versicherers, ein erfahrener Makler wird im Rahmen der Ausschreibung die attraktivsten Konditionen abfragen. Für Titelgarantien z.B. kann dies ganz entfallen (s.o.) und so den Käufer im Vergleich zu den Regelungen im Kaufvertrag besserstellen. Ohne die Implementierung einer W&I-Versicherung sind strenge Zero-Liability-Haftungsbegrenzungen bei kleinen und mittelgroßen Transaktionen unüblich. Der Regelungsvorschlag in Ziffer 13.2 bezüglich einer Haftungsobergrenze für Geschäftsgarantien wird mit einem Bereich zwischen 10% und 40% des Kaufpreises kommentiert.

- 13.2** *Die Gesamthaftung der Verkäufer in Bezug auf Ansprüche aus den Geschäftsgarantien ist auf EUR [___] (in Worten: Euro [___]) beschränkt.*

Beim Einsatz einer W&I-Versicherung findet sich an dieser Stelle eine angepasste Regelung, die die reduzierte Verkäuferhaftung auf oftmals einen symbolischen Euro, verbunden mit dem Verweis, dass sich der Käufer bezüglich aller über diesen Betrag hinausgehende Ansprüche ausschließlich an seine Versicherung zu wenden hat, zum Ausdruck bringt. An die Stelle der Verkäuferhaftung tritt dann die Versicherungssumme, die vom Versicherungsnehmer frei wählbar ist.

Alternativ könnte hier eine Übernahme der im Versicherungsvertrag zunächst käuferseitig zu tragenden Selbstbeteiligung durch die Verkäufer im Schadenfall festgelegt werden.

Schadensdefinition

Die Schadensdefinition des Vertragsmusters lautet wie folgt:

- 16.1** *Für alle Garantieansprüche gelten die gesetzlichen Grundsätze der Schadensberechnung, der Schadensminderung und des Vorteilsausgleichs nach §§ 249 ff BGB, soweit in diesem Vertrag nicht abweichend geregelt.*

Die Definition folgt den gesetzlichen Regelungen der §§ 249 ff. BGB; sie umfasst somit auch mittelbare Schäden sowie entgangenen Gewinn. Viele, aber nicht alle W&I-Versicherer können dieser Definition folgen. Teilweise wird hier eine Begrenzung auf „reasonably foreseeable“ gefordert.

Verjährungsfristen

Das Vertragsmuster gibt die Festlegung der Verjährungsfristen in die Hände der Beteiligten und kommentiert, dass für Titelgarantien häufig vier bis sieben Jahre sowie für operative Garantien häufig zwölf bis 36 Monate vereinbart werden. Diese Fristen können in einer W&I-Police auf sieben bis zehn Jahre für Titelgarantien bzw. 36 Monate für operative Garantien erweitert werden.

Bring-down-Mechanismus

Es ist nicht unüblich, dass ein Verkäufer dem Käufer die Richtigkeit und den unveränderten Bestand von zum Unterzeichnungstag abgegebenen (Fundamental-)Garantien zum Zeitpunkt des Vollzugs der Transaktion bestätigen muss; dies wird als „Bring-down“ bezeichnet. Das Ver-

tragsmuster enthält einen solchen Mechanismus nicht. W&I-Versicherungen sind grundsätzlich bereit, auf der Basis dieser Offenlegung auch die zum Vollzug abgegebenen Garantien in die Deckung einzubeziehen². Beispielhaft kann eine solche Bring-down-Klausel wie folgt formuliert werden: „Wir, die Verkäufer, bestätigen hiermit, dass wir zum Zeitpunkt des Vollzugs keine positive Kenntnis von Umständen oder Sachverhalten haben, die zu einer Verletzung der in Ziffer [x] genannten Zusicherungen und Gewährleistungen der Verkäufer oder zu einem Anspruch aus der in Ziffer [y] abgegebenen allgemeinen Steuerfreistellung führen würden.“

Die Versicherung von Transaktionsrisiken, allen voran die Warranty-&-Indemnity-Versicherung, ist bereits seit Jahren etabliert. Neben Finanzinvestoren und ihrem Bestreben nach einem „Clean Exit“ als Treiber dieser Entwicklung haben viele weitere Marktteilnehmer sowohl auf Verkäufer- als auch auf Käuferseite erkannt, dass sich durch einen solchen Risikotransfer zusätzliche strategische Optionen in den Verhandlungen eröffnen können³. In den vergangenen Jahren konnten zunehmend kleinere Transaktionen auch zu attraktiven Prämien und Kosten versichert werden. Darüber hinaus gibt es erste Produkte, welche ausschließlich auf Risikofragebögen basieren, keine Due Diligence erfordern und so dem Verkäufer eine schnelle und einfache Möglichkeit bieten, sich gegen eine Inanspruchnahme aus dem Unternehmenskaufvertrag abzusichern.

Fazit

Dem Musterkaufvertrag kann durch wenige Anpassungen ein W&I-Haftungskonzept zugrunde gelegt werden. Die weitgehende Übernahme der im Vertragsmuster beabsichtigten Regelungsgehalte ermöglicht eine weiterhin ausgewogene Risikoverteilung; teilweise wird der Käufer unter der W&I-Police sogar vorteilhaftere Regelungen vereinbaren können. Bedenkt man, dass die Prämienätze von W&I-Versicherungen derzeit bei unter 1% liegen, bietet sich eine kostengünstige und schnell verfügbare Option, diese im Einzelfall oft zeit- und kostenintensiv verhandelten Themen vom Tisch zu nehmen und so den Transaktionsprozess weiter zu beschleunigen. ■

2) Lüttringhaus/Korch, Transaktionsversicherungen, § 7 Rn. 100 mit Formulierungsvorschlag.

3) Hensel/Namislo, BB 2018, 1475, 1480.

Vollsynthetische W&I-Versicherungen bei Käufen aus der Insolvenz

Zu den Herausforderungen und Chancen einer Transaktionsversicherung bei Distressed M&A

Chancen und Risiken beim Kauf von insolvenznahen oder bereits insolventen Zielunternehmen sind für den Käufer höher und anders gelagert als bei regulären M&A-Transaktionen. Vollsynthetische Warranty-&Indemnity-(W&I-)Versicherungen können einen wertvollen Beitrag zur Risikoabsicherung und -minimierung des Käufers leisten, sind jedoch mit einigen Herausforderungen verbunden. **Von Dr. Heiko Bertelmann und Marcel Giessler**



Foto: © AREE – stock.adobe.com

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland hat den höchsten Stand seit fast zehn Jahren erreicht.¹ Entsprechend hoch sind Marktvolumen und Aktivitätslevel im Distressed-M&A-Markt.

Hintergrund

Beim Kauf eines Unternehmens aus der Insolvenz ist der Käufer mit der Problematik konfrontiert, dass der Insolvenzverwalter in der Regel die Übernahme jeglicher Garantien und Haftung ablehnt. Dem Käufer bleibt daher regelmäßig nur die Möglichkeit, auf etwaige Risiken kommerziell mit Kaufpreisabzügen zu reagieren. Bei

einem Verkauf außerhalb der Insolvenz verlagern die Parteien, wenn der Verkäufer auf einen sogenannten Clean Exit (ohne verbleibende Rückgriffs-/Haftungsrisiken) Wert legt, das Haftungsrisiko häufig auf eine W&I-Versicherung und beschränken im Gegenzug die Haftung des Verkäufers auf den symbolischen Betrag von 1 EUR. Eine traditionelle W&I-Versicherung benötigt jedoch (Verkäufer-)Garantien als Aufsetzpunkt. Aufgrund des verbleibenden Arglisthaftungsrisikos für sogenannte Garantien ins Blaue hinein ist der Insolvenzverwalter jedoch häufig nicht einmal dann bereit Garantien abzugeben, wenn seine Haftung für Garantieverletzungen im Kaufvertrag formal auf den symbolischen Euro beschränkt wird.

In dieser Situation kann jedoch eine vollsynthetische W&I-Versicherung wei-

terhelfen. Hierbei werden im Unternehmenskaufvertrag selbst durch den Verkäufer keine Garantien abgegeben. Allein für die Zwecke der W&I-Versicherung wird der Transaktion jedoch ein fiktiver Garantiekatalog zugrunde gelegt, der ausschließlich im Verhältnis des Käufers zur W&I-Versicherung (haftungs)rechtlich relevant ist. Der Abschluss einer vollsynthetischen W&I-Versicherung ermöglicht dem Käufer zum einen eine Risikoabsicherung, zum anderen kann sie ihm im Auktionsprozess ggf. einen Vorteil gegenüber anderen Bietern verschaffen, da er gewisse Risiken bei der Kaufpreisbildung nicht berücksichtigen muss und somit einen höheren Kaufpreis anbieten kann.



ZU DEN AUTOREN

Dr. Heiko Bertelmann ist als Partner und **Marcel Gießler** als Associate im Bereich Corporate / M&A bei der internationalen Kanzlei **Norton Rose Fulbright** tätig. Im Bereich W&I-Versicherungen beraten sie - Heiko Bertelmann seit mehr als zehn Jahren - Versicherer und MGAs bei Underwritings und Claims.

¹) www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/insolvenzzahlen-so-viele-unternehmenspleiten-wie-seit-zehn-jahren-nicht-19811376.html (letzter Abruf: 19. August 2024).

Herausforderungen vollsynthetischer W&I-Versicherungen

Eine solche vollsynthetische Versicherungslösung ist jedoch mit einigen Herausforderungen verbunden. Der Versicherer/MGA stellt bei einer vollsynthetischen W&I-Versicherung grundsätzlich keine geringeren Anforderungen an die Mitwirkung der Transaktionsparteien als bei einer traditionellen W&I-Versicherung. Insbesondere wird vom Käufer erwartet, dass er eine marktübliche und möglichst umfassende Due Diligence durchführt. Dabei wird der Käufer jedoch häufig mit zusätzlichen Schwierigkeiten konfrontiert. Die Due Diligence kann immer nur so gut durchgeführt werden, wie es Umfang und Qualität der vom Insolvenzverwalter (Verkäufer) zur Verfügung gestellten Informationen zulassen. Häufig sind jedoch die dem Insolvenzverwalter zur Verfügung stehenden Informationen erheblich limitierter und der für die Due Diligence zur Verfügung stehende Zeitraum erheblich kürzer als bei vergleichbaren Transaktionen außerhalb der Insolvenz. Diese Limitationen wirken sich spiegelbildlich auf Umfang und Qualität der verkäuferseitig offengelegten Informationen und käuferseitigen Due Diligence aus.

Hinzu kommt, dass es bei einem vollsynthetischen Garantiekatalog keine „natürliche“ Gegenseite gibt, die gegen die Garantieforderungen des Käufers verhandelt. Selbst wenn die Haftung des Verkäufers auf den symbolischen Betrag von 1 EUR beschränkt ist, wird er regelmäßig aus Sorge vor einer möglichen Arglisthaftung versuchen, zumindest punktuell gegen die Garantieforderungen des Käufers zu verhandeln, und nicht sämtliche Garantieforderungen des Käufers akzeptieren. Ein vollsynthetischer Garantiekatalog entspringt dagegen im Ausgangspunkt häufig allein der maximalen Idealvorstellung des Käufers und ist dementsprechend in der Regel besonders umfangreich und hart bzw. objektiv (d.h. ohne die üblichen „Weichmacher“, insbesondere Verkäuferwissens- und Wesentlichkeitsvorbehalte).

Darüber hinaus führt die Insolvenz zu besonderen Umständen, die bei der Bewertung des materiellen Risikos durch die Versicherung bzw. den MGA zu berücksichtigen sind.

Einerseits erfolgt der Verkauf eines insolventen Unternehmens in der Regel im



Foto: © Song_about_summer-stock.adobe.com

Rahmen eines Asset Deals (Verkauf der Einzelwirtschaftsgüter). Dies hat zunächst zur Folge, dass etwaige historische Risiken (insbesondere Produkt-/Dienstleistungshaftung und Risiken aus (drohenden) Rechtsstreitigkeiten) – von besonderen Ausnahmefällen abgesehen – nicht übertragen und damit auch nicht mitversichert werden. Dies gilt jedoch nicht in Bezug auf Tochtergesellschaften und deren historische Risiken, soweit auch Geschäftsanteile an Tochtergesellschaften zu den vom Käufer übernommenen Assets zählen. Die Transaktionsstruktur als Asset Deal führt allerdings auch dazu, dass für die Übertragung bestimmter Vermögensgegenstände teilweise die Zustimmung von Dritten erforderlich ist. Insbesondere bedarf die Übernahme bestehender Vertragsverhältnisse (z.B. Kunden- und Lieferantenverträge) der Zustimmung des Vertragspartners. Darüber ist bei insolventen Gesellschaften üblicherweise der Großteil der Vermögensgegenstände mit Kreditsicherungsrechten belastet ist, sodass diesbezüglich die Zustimmung der Sicherungsnehmer eingeholt werden muss. Hierbei gilt es zu beachten, dass das (kommerzielle) Risiko dieser Zustimmungen nicht (ungewollt) durch die W&I-Versicherung übernommen wird.

Andererseits führt die Insolvenz der Zielgesellschaft aber auch dazu, dass bestimmte Risiken ggf. anders bewertet und genauer geprüft werden müssen. Beispielsweise kann es in einem solchen Szenario nahe liegen, dass andere Gruppengesellschaften ebenfalls von der Insolvenz bedroht oder womöglich sogar bereits insolvenzreif sind, sodass eine verstärkte Prüfung und eine Einschränkung oder ggf. sogar ein Ausschluss der üblicherweise unproblematisch mitversicherten Insolvenzgarantien geboten sein kann. Eine weitere Herausforderung ist, dass der Wirtschaftsprüfer bei Unterneh-

men in der Krise häufig die Erteilung eines (uneingeschränkten) Bestätigungsvermerks versagt, sodass es an einem aktuellen, geprüften und testierten Jahresabschluss als Anknüpfungspunkt für die Bilanzgarantie fehlt.

Konsequenzen für die Versicherungspolice

Insbesondere bei Distressed-M&A-Deals sehen sich Versicherer/MGAs häufig mit einer großen Diskrepanz zwischen der Qualität der Due Diligence und dem Umfang des Garantiekatalogs konfrontiert. Hier gilt es im Einzelfall sorgfältig zu prüfen und die bestehenden Risiken (kommerziell) mit Augenmaß einzuwerten. Jedoch sollte dabei nicht aus den Augen verloren werden, dass im Vergleich zu einer W&I-Versicherung bei Distressed M&A ein gesteigertes Risiko besteht.

Dieses gesteigerte Risiko führt im Vergleich zu einer traditionellen W&I-Versicherung zu einer höheren Versicherungsprämie und einem geringeren Deckungsumfang. Insbesondere wird häufig eine deutlich höhere Anzahl an Versicherungsausschlüssen (Specific Exclusions) angezeigt sein.

Fazit

Vollsynthetische W&I-Versicherungslösungen können einen wertvollen Beitrag zur Risikoabsicherung beim Kauf eines Unternehmens aus der Insolvenz leisten und dem Käufer einen gewissen Komfort und ggf. im Auktionsprozess einen Vorteil gegenüber Mitbieterern verschaffen. Sie sind zwar mit einigen Herausforderungen verbunden und der Versicherungsschutz wird trotz einer höheren Prämie in der Regel hinter demjenigen einer traditionellen W&I-Versicherung zurückbleiben. Wenn Insolvenzverwalter und Käufer jedoch bereit und in der Lage sind, ausreichend Ressourcen in die Informationsbeschaffungs-, Due-Diligence- und Disclosure-Prozesse zu investieren, dann bestehen gute Chancen und werden sie regelmäßig in der Lage sein, einen adäquaten Versicherungsschutz zu erlangen. Dies gilt umso mehr im aktuellen Marktumfeld, in dem W&I-Versicherungen nach wie vor zu sehr versicherungsnehmerfreundlichen Konditionen angeboten werden und weiter Risikoappetit der Versicherer/MGAs auch jenseits der traditionellen W&I-Kernmarktbereiche herrscht. ■

5. M&A Insurance Summer Forum

Prämien, Claims und das Paradox der gegenläufigen Entwicklungen

Die 5. Auflage des M&A Insurance Summer Forum zeigte die immense Bandbreite des Themas auf: Experten von Kanzleien, Versicherern, MGAs, Brokern und weiteren Dienstleistern diskutierten die aktuellen Themen und Trends. **Von Stefan Preuß**



Spätestens während der angeregten Diskussionen auf der Dachterrasse (die Gastgeber Dr. Christoph Schmitt, Partner und Standortleiter ADVANT Beiten zurecht als „ideale Location für den Event“ während seiner Begrüßung bezeichnete) wurde deutlich: Die interdisziplinäre Grundstruktur der Lösung „W&I Police“ erlaubt und befördert kreative Umsetzungen, deren stetig verbesserte Passgenauigkeit Mehrwert für Nutzer schafft und somit die Verbreitung des Tools auf hohem Niveau hält oder sogar ausweitet. „Der Markt ist erfinderisch“ stellte Mirjam Boche (Arqis) fest.

Das ist die eine Betrachtungsweise auf einen wachsenden Markt, der einstweilen weitere Player anzieht. Gleichzeitig wurde überdeutlich, dass es mit dem Abschmelzen der Prämien bei gleichzeitiger Ausweitung der Deckung nicht weitergehen können. Kommt es zu einer Konsolidierung?, fragte Moderator Robert Engels (WTW), doch eine eindeutige Antwort fiel den Experten schwer. „Da rechnet man schon lange mit“ zeigte sich Peter Ratz

(Howden) eher zweifelnd. Neue Player würden es zunehmend schwerer haben, auf dem DACH-Markt Fuß zu fassen, merkte Boche an, denn die Markteintrittsbarrieren würden stetig höher, da die Qualität rund um die Police steige.

Diese Qualität muss und werde sich auf die Prämien auswirken, betonte Niki Demirbilek (Amaniki). Gerade die MGAs würden leiden, in UK habe es Policen bis hinunter zu 0,2% gegeben, im DACH-Raum bis 0,5%, „gleichzeitig werden die Begriffe bis hin zur grob fahrlässigen Unwissenheit aufgeweicht und versichert.“ Diese Gegenläufigkeit – nachgefragtes, mehrwertschaffendes, sinnvolles, passgenaues Produkt/Lösung, aber sinkende oder entfallende Marge - war den gesamten Abend zu beobachten. Aber ob, wann und in welchem Ausmaß eine Bereinigung stattfindet, Prämien steigen und der Markt sich dreht musste offen bleiben.

Einigkeit herrschte indes über die Ausgestaltung der Policen: Die sogenannten Enhancements, für die zumeist kein Prä-

mienaufschlag vereinnahmt wird, werden die Versicherer nicht wieder einfangen können. Es werde also bei tendenziell breiten Deckungsumfängen bleiben.

Positive Aussichten für den M&A-Markt

Bei alledem setzt der W&I-Markt auf den M&A-Aktivitäten auf. Deshalb hatte Markus Rieger, Vorstand der Kapitalmarktplattform GoingPublic und Inaugurator und Kurator des Summer Forums mit Michael Drill (Lincoln International) und Klaus-Martin Haussmann (Grant Thornton) gleich zwei Experten eingeladen. Drill konstatierte zwar, „dass im Moment die Euphorie im Markt fehlt“, gleichviel rechnet er mit einem Dealwachstum von 20% im kommenden Jahr, „getrieben vor allem von strategischen Investoren im mid-cap-Bereich“. Generell sei er positiv gestimmt, denn der von ihm bevorzugte Frühindikator habe angeschlagen: „Die Kurse der börsennotierten M&A-Banken haben durchgängig angezogen.“

Hausmann sieht ebenfalls die Talsohle auf dem DACH-Markt durchschritten, schon jetzt habe gerade im small cap-Segment eine erhebliche Belebung stattgefunden. Die EV/EBITDA-Multiplern bei der Bewertung der Targets seien zwar etwas zurückgekommen, konkret von 21,8x auf 18,7x, aber das sei ja noch immer ein hohes Niveau. Sein Fazit: „Wir können uns für den Rest des Jahres und 2025 auf einen schönen Anstieg der Dealaktivitäten freuen.“

Dass diese Deals zunehmend mit Hilfe von KI-Tools abgewickelt werden, davon zeigte sich Craig Gröbli, Co-Founder von DealCircle, überzeugt: „Es steht eine fundamentale Veränderung im M&A-Prozess bevor.“ Gröbli erläuterte, dass KI graduell in die Workflows einsickern werde, um die größten Vorteile zu heben: Effizienzsteigerung, verbesserte Entscheidungsfindung und Verbesserung der Risikostruktur. Aber: „Menschliche Expertise und Urteils-kraft bleiben ausschlaggebend“.

Tiefer Blick in den Maschinenraum der Deals

Ganz tief in den Maschinenraum der Deals stiegen Marco Niehaus (Aquinox), Boris Dürr (Heuking), Irina Novikova (Deloitte) und Heiko Bertelmann. Niehaus Ausführungen zu US-amerikanischen Elementen in W&I-Policen hierzulande unterstrichen die Flexibilität und Weiterentwicklung des Produkts. Für ihn geht es bei der Implementierung bestimmter Vorgehensweise rund um Offenlegungen und Garantiekataloge vor allem um verbesserte Transparenz. „Das Zusammenspiel von Versicherung, Brokern, Anwälten etc. entscheidet über die Qualität dieser Transparenz“. Insgesamt sieht er die interdisziplinäre Zusammenarbeit auf gutem Weg.

Boris Dürr referierte zu den Feinheiten von W&I-Policen bei Public Deals. Er sieht durchaus interessante gelistete Targets. Hauptproblem: Garantien für die Übernahme von Aktienpaketen sind aus zahlreichen Gründen kaum möglich. „An dieser Stelle baut die W&I-Police Brücken und kann als Enabler wirken.“ Besonderes Interesse weckten seine Ausführungen zur BAFin, die tatsächlich die Policen in die Bewertung etwaiger Übernahmeangebote einfließen lasse.

Irina Novikova betrachtete Deals von der Warte der Wirtschaftsprüfung aus und erläuterte die unterschiedlichen Qua-



5. M&A Insurance Summer Forum

Impulse. Diskussion. Networking.

Montag, 2. September 2024. Räumlichkeiten von ADVANT Beiten.

PROGRAMM

17.00 Uhr Einlass/Empfang

17.45 Uhr **Begrüßung** Christoph Schmitt, Partner und Standortleiter, ADVANT Beiten; Markus Rieger, GoingPublic Media

18.00 Uhr **Impulsvorträge & Diskussionsrunden**

M&A Markt / Private Equity

- **M&A Markt 2025 – ein Ausblick**, Dr. Michael Drill, Vorstandsvorsitzender, Lincoln International
- **M&A Transaktionen und KI – ein Zwischenstand**, Graig Gröbli, Managing Director, Deal Circle
- **Private Equity Trends 2024/2025**, Klaus-Martin Haußmann, Partner, Grant Thornton

W&I / Tax Insurance / Specialties

- **California Style? Die Integration von US-Style Elementen im W&I DACH Markt**, Dr. Marco Niehaus, Acquinex
- **W&I Versicherung bei Public M&A Transaktionen**, Boris Dürr, Heuking
- **Finanzaspekte bei der Gestaltung der W&I-Vereinbarung**, Irina Novikova, Deloitte
- **Coverage von Distressed M&A-Transaktionen durch voll synthetische Policen?** Dr. Heiko Bertelmann, Norton Rose Fulbright
- **Worauf es bei M&A Claims aktuell ankommt. Eine Analyse aus Finance Sicht**, Ingo Schleis, Patrick Müller, Max Bäumer, PwC
- **Was Inanspruchnahmen verraten: Lehren für Jahresabschlussgarantien**, Dr. Sophia Henrich, Clyde & Co.

Diskussionsrunden

„W&I Markt quo vadis?“ Im Gespräch mit Niki Demirbilek, Amaniki und weiteren Experten

„Tax-Insurance-Trends 2024“ Im Gespräch mit Patrick Löffler, AIG, Anne-Catherine Lorek, Aon, und Dr. Uwe Eppler, Möhrle Happ Luther

20.00 Uhr Get together

Moderation: Robert Engels, Head of M&A DACH, Corporate Risk and Broking, WTW

Präsentiert von



Mit freundlicher Unterstützung von

ADVANT Beiten

M&A Insurance – Spezial. Event. Initiative. Partner 2024



2018-2024: Special „M&A Insurance“



Alle E-Magazine:
www.bit.ly/gp-emag



Eine Initiative von



www.goingpublic.de



www.unternehmeredition.de

Das aktuelle E-Magazin:
<https://bit.ly/gpmai24>





litätslevel von Prüfungen. Ihr dringender Rat: „Man muss als Käufer sehr genau darauf achten, welche Garantien der Verkäufer auf Basis welcher Prüfung gibt“. Heiko Bertelmann widmete sich dem Noch-Nischenmarkt Distressed M&A, der aber auf dem Vormarsch sei. Auch in diesem Segment seien Garantien vom Verkäufer, in der Regel vorläufiger oder finaler Insolvenzverwalter, nicht erhältlich. Eine vollsynthetische W&I-Police könne als Lösung dienen. Er hofft auf ein Umdenken bei den Insolvenzverwaltern: „Wenn es Garantien gäbe oder wenigstens Mindeststandards bei der Aufbereitung und Vorlage von Dokumenten, dann können die Verwalter tendenziell auch höhere Verkaufspreise erzielen.“

Claims: Wie sie entstehen und durchgesetzt werden

Patrick Müller (PwC) geht davon aus, dass die Zahl der Claims weiter steigen wird, insbesondere in den bereits jetzt häufigsten Breaches Tax und Bilanzgarantien. Zu beobachten sei schon jetzt, dass Bieter strenger prüfen und die Financial DD tiefergehender ausgelegt wird. Wenn es dennoch zu einem Claim kommt: „Ein analytischer und finanziell sauber aufgesetzter Claim erhöht die Erfolgsaussichten stark.“ Victor Gontard (Clyde&Co) legte anhand

dreier Beispiele dar, wie es zu Breaches und Claims kommen kann. In einem Fall wurde bei einem carve-out 87% eines Geschäftsbereichs eines Konzerns übernommen, die Overhead-Kosten sanken aber nur einen Bruchteil dieses Anteils. „Bei solchen und anderen Fällen ist es sehr wichtig, sehr präzise zu formulieren, wer etwas garantiert.“

Trends im M&A-Markt

Während der Runde zu Trends ging es natürlich auch um die Entwicklung der Prämien. „Die Claimsquote wird steigen, das setzt die Prämien unter Druck“ sagte Peter Ratz. Auch Niki Demirbilek geht von steigenden Prämien aus, denn derzeit seien die Policen schlicht nicht auskömmlich. Mirjam Boche erwartet gleichermaßen die Standardisierung als auch Individualisierung des Marktes, was kein Widerspruch sei: „Standardisierung betrifft die Themen KI und vor allem den small-cap-Bereich, hier geht es um Kostensenkung. Gleichzeitig schreitet die Individualisierung voran, etwa durch die Bereiche Distressed oder Public M&A.“

Tax – ohne das Thema geht es nicht

Ein Summer Forum ohne den Bereich Tax ist nicht vorstellbar. Die Trends: Für Anne-Catherine Lorek werden die Themen zunehmend komplexer, eine Folge der Tatsa-

che, dass auch die finanziellen Strukturen bei den Unternehmen komplexer werden. Patrick Löffler (AIG) sieht starkes Wachstum bei den Tax-Policen, vor allem derzeit in Südeuropa. „Selbst in Italien, wo Steuerpolicen lange Zeit undenkbar waren.“ Uwe Eppler (MHL) sieht immer mehr Verfahren, „bei denen die Finanzbehörden bereits involviert sind.“ Für ihn ist bei aller Komplexität noch immer die Versicherbarkeit von Steuerrisiken gegeben, „bessere Qualität der Prüfungsunterlagen wären dabei sehr hilfreich.“

Einig waren sich die Panelteilnehmer, dass die Claims auch in diesem Bereich eher steigen werden, schon weil die Finanzbehörden stärker und intensiver prüfen. Dennoch habe man auch bei den Taxpolicen einen Preisverfall gesehen. Für Lorek ist das untere Ende erreicht: „Wenn so viel Komplexität in den Markt kommt muss jedem klar sein, dass es in den Tricky-Bereichen nicht unter 2% gehen kann.“

Fazit

Nicht nur die W&I-Police hat sich etabliert, sondern auch das Summer Forum. Die Planung für die 6. Auflage ist gestartet. Oder wie die Teilnehmer während ihrer Verabschiedung sagten: „Bis zum nächsten Jahr.“



Beratung bei Einstieg in die
Stahlsparte der thyssenkrupp AG

2024



Beratung bei Übernahme
der Pfeifer Group

2024



Beratung beim Verkauf der
börsennotierten STEMMER
IMAGING AG an den
US-amerikanischen Private
Equity-Investor MiddleGround

2024



Beratung beim Erwerb der
Petrol- und Bitumenlogistikparte
der HOYER Group

2024



Beratung bei Übernahme der
K-Businesscom-Gruppe

2024



Beratung beim Verkauf
der Mehrheitsbeteiligung
an börsennotierter KATEK SE

2024



Beratung beim Erwerb der
PARK NOW Group von
BMW/Daimler

2023



Beratung beim Erwerb der
Glasfaser-Netze von
British Telecom in Deutschland

2023



Beratung bei Verkauf der
Grofa Action Sports an
Elektronikkonzern Darfon
Electronics, Taiwan

2024

SIE WOLLEN HOCH HINAUS – WIR SORGEN FÜR EINE SICHERE BASIS.

Unternehmenskäufe und -verkäufe, öffentliche Übernahmen und Joint Ventures, Management-Buy-outs und -Buy-ins sind Transaktionen, die traditionell zu unseren Kernkompetenzen zählen. Ein Team kompetenter und engagierter Anwältinnen und Anwälte begleitet Sie während sämtlicher Phasen der Transaktion und nach Bedarf auch in steuerlicher Hinsicht. Durch unseren Full-Service-Ansatz sind wir in der Lage, notwendiges Branchen-Know-How in vielen Bereichen auch durch Einbindung von Kolleginnen und Kollegen aus spezialisierten Bereichen darzustellen, die das operative Tagesgeschäft kennen.

Wir arbeiten in effizienten, mehrsprachigen Teams, die wir nach Branchenerfahrung und den Bedürfnissen unserer Mandantschaft zusammenstellen. Sie dürfen von uns zügige und lösungsorientierte Arbeit mit verbindlicher Kommunikation erwarten. Gerne senden wir Ihnen einschlägige Track Records und Projektpräsentationen zu. Wir sind es gewohnt, an Ausschreibungen teilzunehmen und scheuen keinen Wettbewerb.

Berlin

Chemnitz

Düsseldorf

Frankfurt

Hamburg

Köln

München

Stuttgart

„Wir sehen Anbieter, die durchaus sportlich Risiken einkaufen“

Tax Insurance: „Carve-out“ aus der W&I-Police weiter vorangeschritten

Die Versicherung von Steuerrisiken nimmt weiter zu, obwohl die Prämien aktuell höher als bei W&I-Policen liegen. Warum dem so ist und wie die Tax-Police funktioniert, erläutern Julia Monsech, Certa Insurance Partners, und Dr. Uwe Eppler, MÖHRLE HAPP LUTHER, im Interview.



Foto: © Gajus – stock.adobe.com

GoingPublic: Frau Monsech, Herr Dr. Eppler, W&I-Policen sind mittlerweile praktisch Standard. Welche Entwicklung sehen Sie bei eigenständigen Tax-Policen?

Monsech: Wir haben dieses Jahr einen sehr starken Anstieg der Anmeldungen für Tax-Policen vermerkt. Allein im Juli 2024 haben wir mehr als 150 Anfragen erhalten, fast doppelt so viele wie im Vorjahresmonat. Dies zeigt, dass die Wirtschaftsakteure immer mehr von der Existenz dieses Produkts erfahren und es daher zunehmend nutzen. Das bedeutet natürlich, dass wir auch mehr Policen abschließen. Auch wenn dies noch nicht mit der breiten Nutzung von W&I-Policen vergleichbar ist, müssen wir bedenken, dass der Anwendungsbereich von W&I-Policen naturgemäß umfassender ist, da jede M&A-Transaktion für eine solche Police geeignet sein kann; obwohl die Deckung

dann überarbeitet wird. Allerdings kann nicht jedes Steuerrisiko durch eine Steuerversicherung abgedeckt werden, da der Steuerpflichtige technisch sehr gut aufgestellt sein muss, was den Anwendungsbereich der Steuerversicherung etwas mehr einschränkt.

Dr. Eppler: Wir sehen nach wie vor eine Zunahme an reinen Tax-Policen. Aus meiner Sicht nehmen vor allem die reinen Umstrukturierungen weiterhin zu, die unabhängig von einer Transaktion erfolgen und wo Schwierigkeiten bestehen, eine verbindliche Auskunft zu erhalten. Weniger Transaktionen, insbesondere im Immobilienmarkt, bedeuten offenbar zugleich, dass der Bestand in seiner steuerlichen Struktur optimiert oder refinanziert wird. Interessant ist, dass das Underwriting hier eine andere Dynamik hat – die Projekte ziehen sich immer häufiger über

längere Zeiträume hin und es dauert manchmal Monate, bis die Tax-Policen abgeschlossen sind, weil sich die Versicherungsnehmer auch intern mehr Zeit nehmen und offenbar nicht unter dem Transaktionsdruck stehen. Auch Transaktionen dauern derzeit häufig länger,



ZU DEN INTERVIEWPARTNERN

Julia Monsech ist Rechtsanwältin und Steuerberaterin in Spanien, spricht fließend Deutsch und hat ein Jahr ihres Jurastudiums an der Universität Freiburg am Breisgau verbracht. Nach Erfahrungen in der spanischen Anwaltskanzlei Garrigues und bei PwC arbeitet sie seit Januar 2022 als Tax Underwriter bei Certa.

Dr. Uwe Eppler ist Rechtsanwalt und Steuerberater sowie als Partner bei der multidisziplinären Kanzlei **MÖHRLE HAPP LUTHER** tätig. Er berät vorwiegend zu Strukturierungen, Transaktionen und im internationalen Steuerrecht. Im Bereich W&I sowie Tax-Versicherungen berät er seit über zwölf Jahren Versicherer, MGAs und Versicherungsnehmer, sowohl im Underwriting als auch bei Audits und Claims.

aber das ist eine Konsequenz daraus, wie der allgemeine M&A-Markt aktuell operiert.

Die Prämien bei W&I-Policen verharren auf niedrigem Niveau. Wie sieht es bei den Tax-Policen aus?

Monsech: Das Niveau liegt höher, wobei regionale Unterschiede bestehen. In Deutschland z.B. sind die Finanzämter und Gerichte etwas berechenbarer, da liegen die Prämien unterhalb etwa derer in Spanien oder Italien, wo die Finanzämter etwas aggressiver und weniger vorhersehbar sind. Insgesamt würde ich sagen, dass europäische Steuerrisiken, die wir als niedrig bewerten, eine Prämie von ungefähr 2% bis 4% aufweisen. Die Chancen, mit solchen Prämien kompetitiv zu sein, sind im Vergleich zu anderen Versicherern/MGAs auch abhängig von der Höhe der Versicherungssumme. Kleinere Summen können viele andere Versicherer/MGAs ins Buch nehmen, und deswegen herrscht hier deutlich mehr Konkurrenz. Bei größeren Beträgen ist es anders, da nicht alle Versicherer/MGAs die ganze Summe allein abdecken können. In solchen Fällen werden manchmal Tower gebildet, bei denen mehrere Versicherer mitmachen. Dies erfordert die Koordination mehrerer Versicherer durch den Broker, was unweigerlich zu einem langsameren und aufwendigeren Versicherungsverfahren führt. Das haben viele Kunden lieber nicht – deswegen bevorzugen sie einen einzigen Ansprechpartner, der die ganze Summe abdecken kann. Generell erwarten wir erst mittel- oder langfristig steigende Prämien.

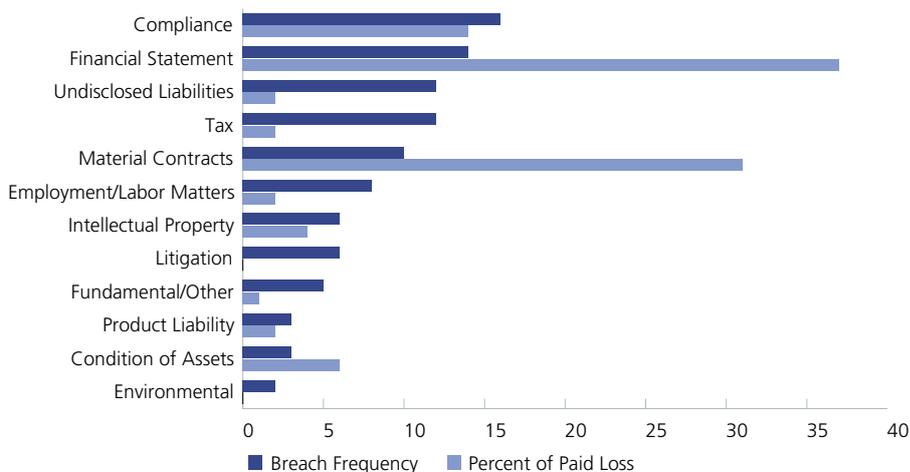
Dr. Eppler: Der Markt ist stark in Bewegung und sehr kompetitiv. Vor zehn Jahren gab es in Deutschland vielleicht drei

”

Vor zehn Jahren gab es in Deutschland vielleicht drei oder vier Versicherer für Tax-Policen, vor fünf Jahren einige mehr – und nun sind es 15 oder mehr.

Dr. Uwe Eppler

Abb. 1: Bei Steuer-Garantien werden relativ häufig Verstöße angezeigt, die Summe der Zahlungen bei akzeptierten Claims ist aber sehr gering



Quelle: AON Claims Study 2024

oder vier Versicherer für Tax-Policen, vor fünf Jahren einige mehr – und nun sind es 15 oder mehr. Das hat Auswirkungen auf die Prämien, und wir sehen, dass einige Anbieter durchaus sportlich Risiken einkaufen.

Damit sind wir bei der Due Diligence: Prüfen Sie jedes Risiko selbst?

Monsech: Unbedingt – das ist ja unsere Kernkompetenz. Alle Tax Underwriter bei Certa sind Steuerberater, Rechtsanwälte oder Taxaccountants. Dies ermöglicht uns ein gutes Verständnis des zu versichernden Steuerrisikos, insbesondere wenn es sich auf unser eigenes Praxisland bezieht. Werden umfangreiche Analysen vorgelegt, erfolgt dennoch ein Second Review nicht nur von uns, sondern auch von unseren lokalen Steuerberatern. Sie machen eine komplett neue Analyse des Steuerrisikos und bewerten selbst die technische Stärke der Argumente des Steuerpflichtigen.

Dieser neue Due-Diligence-Prozess, den wir selbst durchführen, ist erfolgskritisch und ermöglicht es uns, ein starkes Defense File für jeden Fall zu erstellen, mit dem wir uns für eventuelle zukünftige Claims vorbereiten. Darin stehen normalerweise die Dokumente der Transaktion (z.B. SPA, Verschmelzungsvertrag), Steuererklärungen des Steuerpflichtigen oder andere Dokumente, die wichtige Fakten über den Hintergrund des Steuerrisiko belegen.

Dr. Eppler: Das ist ein wesentlicher Unterschied zur W&I-Versicherung. Bei der W&I-Versicherung erfolgt nur ein Plausibi-

litätscheck der Due Diligence des Beraters vom Versicherungsnehmer. Bei der Tax-Police hingegen wird jedes Steuerrisiko von uns auf Herz und Niere geprüft und in einem Gutachten für den Versicherer analysiert.

Welche Entwicklung sehen Sie bei den Claims?

Dr. Eppler: Wir haben zwischenzeitlich deutlich mehr Claims auf dem Tisch und beraten dazu sehr regelmäßig. Das Verhalten der Versicherungsnehmer ist noch recht unterschiedlich. Manche Versicherungsnehmer bzw. ihre Berater informieren die Versicherungen sehr ausführlich über laufende steuerliche Betriebsprüfungen und dann begleiten wir die von uns vertretene Versicherung sehr eng bei dem Prozess. Andere Versicherungsnehmer melden sich erst sehr spät, manchmal zu spät. Während der Betriebsprüfung die richtigen Prozedere einzuhalten erfordert einiges an Koordination und das Verständnis für die Besonderheiten der Versicherungspolicen. Die Situation ist ähnlich derjenigen, wenn ein Käufer bei einer steuerlichen Betriebsprüfung beim Target-Unternehmen wegen der Steuerfreistellung im M&A-Vertrag den Verkäufer informieren und einbeziehen muss. Auch das erfordert einiges an Koordination, Abstimmung und das rechtzeitige Einholen von Zustimmungen etc.

Wir vertreten zwischenzeitlich auch zahlreiche Versicherungsnehmer bei ihren Claims, weil der laufende steuerliche Berater meist wenig Kenntnis davon hat,

wie sich der Mandant unter der Police richtig zu verhalten hat. Es ist aber wichtig, dass die Mitwirkungspflichten und andere versicherungsrechtliche Obliegenheiten durch den Versicherungsnehmer eingehalten werden. Bei den Versicherungen sind andere Teams für die Schadenbearbeitung zuständig als diejenigen, die das Underwriting verantworten. Wenn man mit solchen und anderen Besonderheiten vertraut ist, geht vieles einfacher.

Monsech: Certa wurde 2019 gegründet. Einige übernommene Risiken sind bereits abgelaufen, aber es können natürlich noch Claims über den Rest der Risiken kommen. Bis jetzt hatten wir praktisch keine Claims; der einzige Claim, den wir hatten, konnten wir vor Gericht relativ schnell gewinnen. Es gibt aber auch Notifications, etwa wegen angekündigter Betriebsprüfungen. Das könnte den Markt belasten, denn für jede Notification müssen Rückstellungen in Höhe des Risikos gebildet werden.

Ketzerische Frage: Warum setzen Kunden auf Tax-Policen – sie könnten doch auch eine verbindliche Auskunft bei der Finanzbehörde beantragen?

Monsech: Das dauert häufig sehr lange; so viel Zeit haben die M&A-Teams während eines Deals nicht. Wir reden hier von Monaten oder in manchen Ländern auch von Jahren, z.B. in Spanien. Tax-Policen sind eine gute Lösung dafür, da der Versicherungsprozess viel schneller ist und auch relativ günstig. Die kürzeste Zeit, in der wir eine Police abgeschlossen haben,

”

Wir reden bei einer verbindlichen Auskunft der Finanzbehörde von Monaten oder in manchen Ländern auch von Jahren. Tax-Policen sind eine gute Lösung, da der Versicherungsprozess viel schneller und auch relativ günstig ist.

Julia Monsech

betrug ein paar Tage, obwohl wir idealerweise immer ein paar Wochen Zeit haben sollten, um alle relevanten Informationen zu überprüfen und unsere Analyse durchzuführen.

Dr. Eppler: Die verbindliche Auskunft ist zwar meist günstiger, aber sie wird auch nicht immer erteilt. Generell nehmen wir am Markt wahr, dass die Finanzämter sich mit der Erteilung verbindlicher Auskünfte gerade bei hochkomplexen Anfragen schwertun und sich die Bearbeitung stark verzögert. Manchmal wird die Auskunft abgelehnt, da angeblich gar keine Rechtsfrage strittig sei. Der Berater hatte aber zur Einholung der verbindlichen Auskunft geraten, weil eben doch ein Restrisiko besteht und eine hohe steuerliche Belastung droht, wenn es schiefgeht. Da kann die Steuerversicherung dann aushelfen.

Nach welchen Kriterien wählen Sie, Frau Monsech, als MGA die versicherbaren Kandidaten aus bzw. in welchen Konstellationen raten Sie, Herr Dr. Eppler, den Abschluss einer Tax Insurance in Betracht zu ziehen?

Monsech: Die wichtigsten Kriterien, die wir bei der Bewertung eines Steuerrisikos berücksichtigen, sind die folgenden:

- ◆ Wahrscheinlichkeit einer Anfechtung, d.h., ob der Steuerpflichtige bereits in irgendeiner Form mit den Steuerbehörden über diese Angelegenheit diskutiert hat.
- ◆ Technische Stärke: Das ist der wichtigste Punkt. Es liegt an der Stärke und dem Umfang der technischen Argumente, die wir zur Verteidigung der Position des Steuerpflichtigen im Falle einer Steuerprüfung haben werden.
- ◆ Das Land, in dem das Steuerrisiko entsteht. Es muss eine unabhängige, funktionierende Jurisdiktion sein. Je stabiler diese Jurisdiktion ist, desto besser.
- ◆ Steuerprofil und die Compliance-Historie des Steuerpflichtigen.
- ◆ Prüfungsbereich: ob es sich um ein Steuerrisiko handelt, auf das sich die Steuerbehörden besonders konzentrieren oder bei dem sie aggressiv vorgehen.
- ◆ Subjektivität – falls der Sachverhalt subjektive Elemente enthält, die die Unsicherheit des Steuerrisikos erhöhen, z.B. ein Bewertungselement.

Generell versichern wir ausschließlich geringe („low to remote“) Risiken, die

”

Der Sweet Spot für die Steuerrisikoversicherung liegt bei der Kombination aus einem geringen Risiko und einem hohen Schaden, wenn sich das Risiko verwirklicht.

Dr. Uwe Eppler

nicht nur insgesamt ein gutes Resultat anhand der Kriterien erzielt haben, sondern bei denen wir glauben, dass der Steuerpflichtige die richtige Position einnimmt und die Gesetze richtig interpretiert.

Dr. Eppler: Der Sweet Spot für die Steuerrisikoversicherung liegt bei der Kombination aus einem geringen Risiko und einem hohen Schaden, wenn sich das Risiko verwirklicht.

Das M&A-Business ist international. Worauf achten Sie besonders bei Cross-Border-Deals?

Monsech: Wichtigster Punkt ist eine unabhängige, funktionierende Jurisdiktion. Wir versichern z.B. keinerlei Tax Risks in China, Russland oder Brasilien. Vorteilhaft ist es in manchen von diesen Ländern, wenn ein Abkommen zur Vermeidung von Doppelbesteuerungen existiert (z.B. Mexico-USA).

Dr. Eppler: Bei Cross-Border-Deals können steuerliche Risiken in mehreren Jurisdiktionen gleichzeitig bestehen. Hier in jedem Land eine verbindliche Auskunft einzuholen erfordert viel Koordination, und manchmal funktioniert es auch einfach nicht. Eine Versicherung kann vor allem innerhalb der EU, aber auch im Verhältnis etwa zu UK, Schweiz, USA, Australien ggf. viel einfacher Steuerrisiken aus mehreren Jurisdiktionen in einer Police decken.

Sehr geehrte Frau Monsech, sehr geehrter Herr Dr. Eppler, vielen Dank für Ihre interessanten Einblicke. ■

Das Interview führte Stefan Preuß.



From
turbulence
to
trust

Build resilience against
reputational storms
Let's talk.

Deloitte.

W&I-Versicherungen bei Public-M&A-Transaktionen

Relevanz und Umsetzbarkeit durch aktuelle Deals bewiesen

Bei Transaktionen mit börsennotierten Zielgesellschaften (Public M&A) waren W&I-Versicherungen bisher weniger verbreitet. In letzter Zeit wurden jedoch auch einige Public-M&A-Transaktionen mit W&I-Versicherungen erfolgreich umgesetzt. Dieser Beitrag beleuchtet die Vorteile sowie die Herausforderungen von W&I-Versicherungen im Kontext von Public-M&A-Transaktionen. **Von Boris Dürr**



Foto: © Thomas – stock.adobe.com

Die Einbindung von W&I-Versicherungen beim Verkauf eines nicht börsennotierten Unternehmens (Private M&A) ist in Deutschland mittlerweile nahezu Standard, sofern das Transaktionsvolumen bei 50 Mio. EUR oder darüber liegt. Auch bei kleineren Transaktionen werden immer häufiger W&I-Versicherungen abgeschlossen. Bei einer Private-M&A-Transaktion, bei der die verkaufende Zielgesellschaft nicht börsennotiert ist, bietet die Einbeziehung einer W&I-Versicherung zahlreiche Vorteile. Die W&I-Versicherung ermöglicht es dem Verkäufer, im Kaufvertrag (SPA) umfangreiche Garantien über den Zustand des Targets abzugeben, ohne sich insofern einem relevanten Haftungsrisiko auszusetzen (Clean Exit). Gleichzeitig wird der Käufer trotzdem effektiv vor Schäden aus falschen Garantien geschützt. Die M&A-Praxis hat zwischenzeitlich weitgehend Standards für

die vertragliche Einbindung einer W&I-Versicherung in eine M&A-Transaktion geschaffen, sodass der M&A-Prozess durch die W&I-Versicherung im Ergebnis nicht verzögert, sondern eher beschleunigt wird. Die Verhandlungen über den Garantiekatalog zwischen den Anwälten – ein früher teilweise sehr langwieriger Prozess – gestaltet sich heute in der Regel deutlich schneller und bietet weniger Konfliktpotenzial.

W&I-Versicherung bei Public-M&A-Transaktionen?

Bei Public-M&A-Transaktionen – also dem Verkauf einer maßgeblichen Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft – war die Einbindung von W&I-Versicherungen bisher weniger verbreitet. Während es bei Private-M&A-Transaktionen auch vor Einzug der W&I-Versicherung üblich war, dass der Verkäufer bestimmte Zustände

des Targets garantiert, waren Verkäufer bei Public-M&A-Transaktionen zumeist in nur sehr eingeschränktem Umfang bereit, Garantien für die Zielgesellschaft abzugeben. Grund dafür war, dass ein Aktionär einer börsennotierten Gesellschaft, selbst wenn er die Mehrheit der Aktien hält, im Vergleich zum Gesellschafter einer nicht börsennotierten Gesellschaft typischerweise deutlich weniger Einfluss auf die operative Geschäftsführung hat und zudem auch nur über einen sehr eingeschränkten Zugang zu Informationen über die Zielgesellschaft verfügt. Verkäufer verwiesen deshalb regelmäßig darauf, dass sie kein Unternehmen als Ganzes verkaufen, sondern lediglich ein Aktienpaket an einer börsennotierten Gesellschaft. Darüber hinaus wurde seitens der Verkäufer regelmäßig auf die ohnehin bestehende Transparenz durch öffentlich



ZUM AUTOR

Boris Dürr ist Rechtsanwalt und Managing Partner von **HEUKING**. Er berät bei nationalen und grenzüberschreitenden M&A- und Private-Equity-Transaktionen sowie bei Kapitalmarkttransaktionen und gesellschaftsrechtlichen Strukturprojekten.

”

Auch bei Public-M&A-Transaktionen bieten W&I-Versicherungen deutliche Vorteile.

verfügbare Informationen, veröffentlichte Geschäftsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen und Analystenreports verwiesen.

Vorteile der W&I-Versicherung bei Public-M&A-Transaktionen

In jüngerer Zeit wurden aber auch bei Public-M&A-Transaktionen erfolgreich W&I-Versicherungen eingebunden. Dabei hat sich gezeigt, dass die Brücke, die eine W&I-Versicherung zwischen Verkäuferinteresse und Käuferinteresse bilden kann, bei Public M&A sogar noch relevanter ist als bei M&A-Transaktionen ohne Kapitalmarktbezug. Während der Verkäufer sein Haftungsrisiko aus Garantien anhand seines eigenen Wissens über die Zielgesellschaft einschätzen muss, das bei börsennotierten Gesellschaften nur beschränkt gegeben ist, basiert die Risikoeinschätzung der W&I-Versicherung in der Regel auf der Due Diligence des Käufers sowie insbesondere auf der eigenen versicherungsmathematischen Expertise des Versicherers. Der reduzierte Einfluss und Informationsfluss zwischen Aktionär und börsennotierter Zielgesellschaft verliert damit an Bedeutung.

Ein weiterer Bereich, bei dem eine W&I-Versicherung für Public M&A wichtige Vorteile bieten kann, sind Steuerrisiken. Während bei Private M&A Steuergarantien/-freistellungen absoluter Standard sind, waren solche Absicherungen gegen Steuerrisiken bei Public-M&A-Transaktionen bisher nur schwer durchzusetzen. Auch hier galt zumeist das Argument, dass der Verkäufer als reiner Aktionär zu weit vom Unternehmen und entsprechenden Informationen entfernt sei und er zudem nicht oder jedenfalls nicht in vollem Umfang von fehlerhaft deklarierten Steuern profitiert habe. Mit einer W&I-Versicherung können Steuerrisiken ohne jedes Haftungsrisiko des Verkäufers abgesichert werden. In der Praxis erfolgt dies zwischenzeitlich außerhalb des SPA mit-

tels einer synthetischen Tax-Insurance, die ausschließlich zwischen Käufer und Versicherer ohne Einbindung des Verkäufers abgeschlossen wird.

Herausforderungen für W&I-Versicherung bei Public-M&A-Transaktionen

Neben den Vorteilen, die eine W&I-Versicherung gerade bei Public-M&A-Transaktionen bietet, bestehen auch ein paar Herausforderungen, die bei der Vorbereitung und Durchführung der Transaktion zu beachten sind. So ist eine möglichst umfassende und professionell durchgeführte Due Diligence auf Basis eines sorgfältig bestückten Datenraums üblicherweise eine entscheidende Grundlage für eine W&I-Versicherung. Dementsprechend beauftragt der Versicherer in der Regel eigene Anwälte, die zumindest stichprobenartig den Inhalt des Datenraums und die Qualität der Due Diligence Reports prüfen. Bei einer börsennotierten Zielgesellschaft stellt sich das Problem, dass – anders als bei einer GmbH oder nicht börsennotierten AG – der Vorstand bei der Herausgabe von Informationen und Unterlagen für eine Due Diligence gewissen Einschränkungen unterliegt. Der Datenraum bei einer Public-M&A-Transaktion enthält daher häufig keine vollumfassende Dokumentation zur Zielgesellschaft, sondern beschränkt sich auf wesentliche, im Vorfeld abgestimmte Themenbereiche. Gleichwohl lässt sich erfahrungsgemäß trotzdem ein umfassender Garantiekatalog über eine W&I-Versicherung absichern. Hilfreich ist insofern, dass die Finanzinformationen bei börsennotierten Gesellschaften regelmäßig auf einem hohen Niveau sind. Gleiches gilt meist auch für die Qualität der im Datenraum zur Verfügung gestellten Unterlagen, da bei börsennotierten Gesellschaften zumeist ein besser organisiertes Vertragsmanagement sowie insbesondere eine besser aufgestellte Compliance-Abteilung existieren. Um eine umfassende Deckung der Garantien durch eine W&I-Versicherung sicherzustellen, sollten die Wechselwirkungen zwischen Datenraum, Due Diligence und W&I-Versicherung aber frühzeitig mit dem Versicherer abgestimmt werden.

Eine W&I-Versicherung kann weiter auch Auswirkungen auf das öffentliche Übernahmeangebot haben, welches der Käufer den übrigen Aktionären regelmäßig unterbreiten muss. Wer mehr als 30%

der Aktien bzw. Stimmrechte einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt, muss nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) allen anderen Aktionären ein Angebot zum Kauf ihrer Aktien mindestens zum gleichen Preis unterbreiten. Das Angebot muss in einer mit der BaFin abgestimmten Angebotsunterlage erläutert werden. Aufgrund der möglichen Wechselwirkung zwischen W&I-Versicherung und Angebotsunterlagen – unter anderem kommen Auswirkungen auf die Höhe der Gegenleistung in Betracht – sollte das Thema frühzeitig mit der BaFin abgestimmt werden.

Ein durch eine W&I-Versicherung nicht gelöstes Thema ist die Haftung für bekannte Risiken. Werden z.B. in der Due Diligence des Käufers Risiken identifiziert, sind diese ausdrücklich vom Schutz der W&I-Police ausgenommen. Dies gilt auch bei Public-M&A-Transaktionen. Daher muss für solche Risiken trotz W&I-Versicherung das Schadensrisiko zwischen Käufer und Verkäufer aufgeteilt werden. Unter Umständen besteht hier aber die Möglichkeit, eine sogenannte Contingent Risk Insurance abzuschließen, die ausdrücklich bekannte Risiken absichert.

Fazit

Die W&I-Versicherung hat sich als Instrument zur Risikominimierung bei Private-M&A-Transaktionen etabliert. Aber auch bei Public-M&A-Transaktionen bietet sie deutliche Vorteile. Während die Verkäufer bislang beim Verkauf einer Mehrheitsbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zumeist keine oder nur sehr eingeschränkte Garantien zur Zielgesellschaft abgeben wollten, bietet die W&I-Versicherung die Möglichkeit, dass entsprechende Garantien auch bei Public-M&A-Transaktion in weitgehend vergleichbarem Umfang abgegeben werden und das Haftungsrisiko des Verkäufers dennoch überschaubar bleibt. Der Käufer erhält somit die Möglichkeit, sich vor unbekanntem Risiken in Bezug auf das Target abzusichern. Zu beachten ist aber, dass es für W&I-Versicherungen bei Public-M&A-Transaktionen auch ein paar zusätzliche Stolpersteine gibt. Aus der praktischen Erfahrung lässt sich jedoch sagen, dass diese vermieden werden können, indem die Transaktion von Anfang an professionell vorbereitet und umgesetzt wird. ■

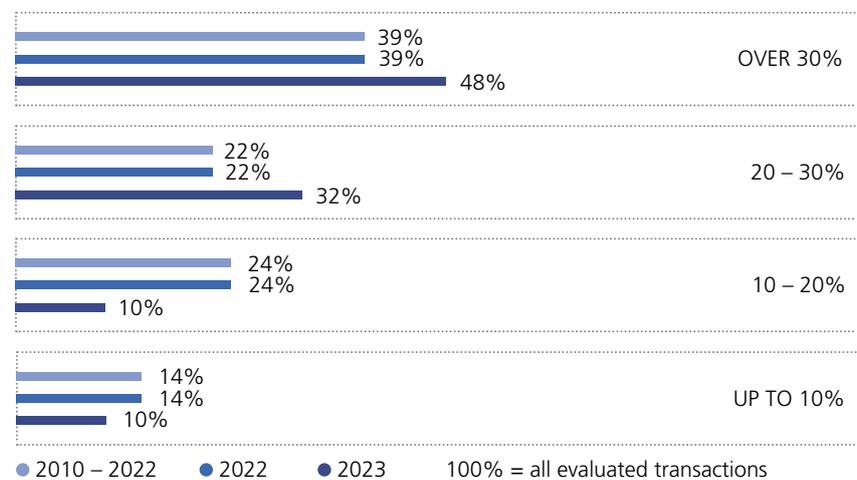
Markt voller Innovationskraft

Spezielle Policen, synthetische Garantien: Die W&I-Erfolgsstory geht weiter

Der Markt für Transaktionsversicherungen wächst, bleibt dabei bis auf Weiteres hochkompetitiv. Die Versicherungsbranche präsentiert sich im Bestreben um Differenzierung weiter mit bemerkenswerter Innovationskraft. Für Aufsehen sorgt ein Urteil des englischen High Court. **Von Stefan Preuß**

Die Versicherung von Transaktionsrisiken hat sich in Europa auf breiter Front durchgesetzt. Der DACH-Raum nimmt dabei nach UK eine führende Rolle ein. Das unterstreichen die Daten der paneuropäischen Analyse von HWF Partners ebenso wie die Ergebnisse unserer kleinen Umfrage unter Marktteilnehmern. Gleichzeitig ergibt sich eine gewisse Teilung des Markts: Nach wie vor nutzt eine Fraktion von Unternehmenskäufern keine W&I-Policen. Man habe sich noch nicht damit befasst, da bislang sozusagen im täglichen Geschäft keine Notwendigkeit bestand, lautet eine

Abb. 1: W&I-Insurance – Level of Coverage



Quelle: CMS European M&A Study 2024

”



Synthetische Garantien bieten eine zusätzliche Möglichkeit, etwaige ‚Haftungslücken‘ zu schließen, indem dem Käufer sinnvoller Schutz geboten wird, ohne den Verkäufer oder Verwalter einer zusätzlichen Haftung zu unterwerfen.

Dr. Nicolas Seyler, Underwriting Manager, Ambridge Group

häufige Antwort. Das heißt im Umkehrschluss: Da schlummert noch einiges an Wachstumspotenzial.

Jene, die das Tool bereits nutzen, zeigen sich vom Instrument überzeugt und sicher, dass immer mehr Marktteilnehmer die Vorteile nutzen werden. „Insbesondere die positiven Erfahrungen von Beratern und Versicherten in Claims-Fällen spielt dabei nach unsere Beobachtung eine große Rolle. Auch die weitere Spezialisierung und Vertrautheit der Rechtsberater mit dem Produkt und dem Prozess führt zu größerer Offenheit für Versicherungslösungen“, so Dr. Daniel Möisinger, M&A Underwriter bei Euclid Transactional.

W&I-Police entwickelt sich stetig weiter

Für Dr. Nicolas Seyler, Underwriting Manager bei der Ambridge Group, liegt ein Teil des Erfolgs in der Tatsache, dass

das Produkt W&I-Versicherung stetig weiterentwickelt werde. „Besonders bemerkenswert sind die jüngsten Fortschritte im Bereich synthetischer Elemente. Während synthetische Steuerfreistellungen, die Streichung von Kenntnis- oder Wesentlichkeitsqualifizierungen sowie die Erweiterung von Schadens- oder Verkäuferkenntnisdefinitionen und Haftungssummen oder -perioden bereits gängige Praxis sind, wächst die Nachfrage nach teil- oder vollsynthetischen Garantien.“ Zentrales Merkmal von synthetischen Ansätzen sei, dass die Versicherung von den zugrunde liegenden M&A-Kaufverträgen abgekoppelt und rein im Verhältnis von Käufer/Versicherungsnehmer und Versicherer ein besserer Deckungsumfang vereinbart wird. Eine entscheidende Voraussetzung für synthetische Policen sei, ebenso oder noch mehr als bei herkömmlichen W&I-Policen, ein gründlicher Offenlegungs-

(Disclosure-) und Due-Diligence-Prozess. „Synthetische Garantien bieten eine zusätzliche Möglichkeit, etwaige ‚Haftungslücken‘ zu schließen, indem dem Käufer sinnvoller Schutz geboten wird, ohne den Verkäufer oder Verwalter einer zusätzlichen Haftung zu unterwerfen“, befindet Dr. Seyler. Teil- oder vollsynthetische W&I-Policen demonstrierten im Übrigen die Innovationskraft und Flexibilität des Versicherungsmarkts und unterstrichen das Potenzial von W&I-Versicherungen zur Sicherstellung reibungsloser Transaktionen.

Die Entkopplung der Deckung vom Kaufvertrag (Share Purchase Agreement; SPA) ist also in zahlreichen Fällen hilfreich – allerdings bevorzugen insbesondere strategische Investoren in vielen Anwendungsfällen die bisherige Vorgehensweise. „Für uns ist es wichtig, dass die W&I-Versicherung einen direkten Bezug zum SPA und einem klar definierten Garantiekatalog aufweist“, betont Christian Stock, Head of Mergers and Acquisitions bei der Medios AG. Bei kleineren Transaktionen und inhabergeführten Unternehmen lege Medios erheblichen Wert darauf, dass die Verkäufer sich in der Akquisitionsstruktur wiederfinden und dahinterstehen: „Die klassische Absicherung über einen definierten Garantiekatalog im SPA ist hierfür ein wichtiges Hilfsmittel.“

”



Für uns ist es wichtig, dass die W&I-Versicherung einen direkten Bezug zum SPA und einem klar definierten Garantiekatalog aufweist.

Christian Stock, Head of Mergers and Acquisitions, Medios AG

Generell ist zu beobachten, dass der Deckungsgrad der Policen steigt. CMS hat diesen Wert in seiner European M+A-Study zum ersten Mal erhoben. Demnach liegt der Level of Coverage bei der Mehrzahl der Deals bei mehr als 30% (siehe Abb. 1).

Vordringen der Police in den mittelständischen Bereich erfolgt

Hannover Finanz als Private-Equity-(PE-) Investor nutzt W&I-Policen als Standardtool. „Aus meiner Sicht ist das Instrument W&I sehr wichtig für PE-Transaktionen. Es hat sich weiter etabliert, auch in Smaller-Mid-Cap- und Mid-Cap-Transaktionen. Sowohl die Versicherungsmakler als auch die Versicherungsgesellschaften haben sich diesem Bereich der Transaktionen weiter angenommen“, berichtet Dr. Christina Silberberger, Partnerin General Counsel. „Versicherungslösungen werden teilweise auch bei sehr kleinen Dealgrößen mit wenigen Mio. EUR angefragt“, sieht auch Dr. Mösinger das Vordringen der Deals weit in den mittelständischen Bereich hinein. „Allerdings“, betont Dr. Silberberger, „sind die kleineren Transaktionen im Verhältnis prämienintensiver.“ Generell frage Private Equity das Produkt stark nach – „auch bei Exittransaktionen im VC-Bereich sehen wir häufig W&I-Lösungen“, so Dr. Mösinger.

Strategische Investoren wie Medios gehen beim Einsatz von Transaktionsversicherungen hingegen selektiver vor: „Wir ziehen W&I-Versicherungen nur in ganz bestimmten Einzelfällen in Betracht. Dazu zählen hauptsächlich kompetitive Transaktionsprozesse und Exittransaktionen von Private-Equity-Investoren, die den W&I-Strang oft schon in der Vorbereitungsphase berücksichtigen“, erläutert Stock. Zu den zentralen Aspekten zählen für ihn in diesem Zusammenhang die organisatorische Aufstellung des Zielunternehmens sowie daraus resultierend die Qualität von Reporting- und Dokumentationsprozessen. Dies müsse auch im Datenraum detailliert abgebildet und nachvollziehbar sein, da die Buy-Side Due Diligence direkt durch den W&I-Versicherer gesichtet und in manchen Einzelheiten hinterfragt werde. „Für uns als Corporate spielt dabei auch der zuständige Broker eine wichtige Rolle, da dessen Rolle als Vermittler und Über-

”



Aus meiner Sicht ist das Instrument W&I sehr wichtig für PE-Transaktionen. Es hat sich weiter etabliert, auch in Smaller-Mid-Cap- und Mid-Cap-Transaktionen.

Dr. Christina Silberberger, Partnerin, General Counsel, Hannover Finanz

setzer aus unserer Sicht unabdingbar ist. Insgesamt sehen wir, dass W&I-Versicherungen sich zu einem festen Bestandteil im M&A-Markt etablieren, vor allem in Private-Equity-Transaktionen.“

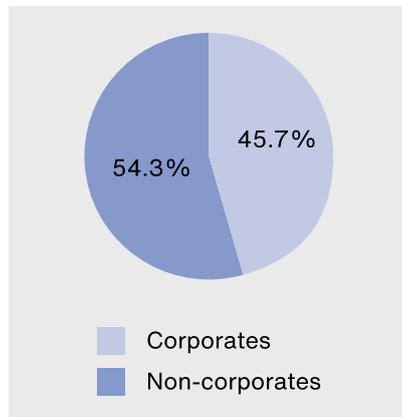
Diese Einschätzungen deuten darauf hin, dass dem Bereich Corporates in der DACH-Region ein gewisser W&I-Schub bevorstehen könnte: Denn die Zahlen aus der Aon-Claimsstudie zeigen, dass fast 46% der Policen seit 2019 in EMEA auf Corporates entfallen; 2023 seien es sogar 54% gewesen. Auffällig: 70% der Ansprüche und damit überproportional viele stammen von Corporates. „Dies zeigt, dass Corporates in der EMEA-Region immer noch eher einen Anspruch gegen ihre W&I-Police einreichen“, stellt Aon fest. Allerdings ist es so, dass die durchschnittliche Summe, die pro Claim ausbezahlt wird, bei Corporates mit 2,8 Mio. USD deutlich unter den 4,9 Mio. USD der Vergleichsgruppe liegt.

Komplexität der Deals befördert Einsatz der W&I-Police

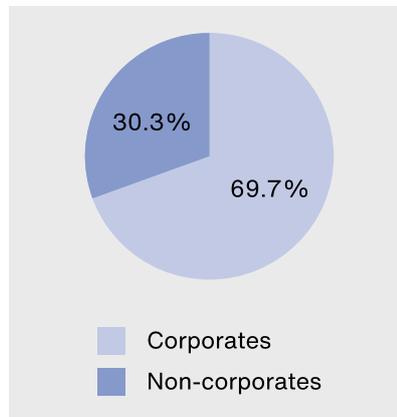
Der Markt an sich habe im zweiten Quartal wieder angezogen, betonen die Analysten von HWF, wenngleich der erwartete Aufschwung nach Einschätzung von Niki Demirbilek, Managing Director bei Amaniki, „noch bescheiden war und alle auf die letzten beiden Quartale des Jahres hoffen“. Man müsse sich

Abb. 2: Trends Based on parties to Transaction

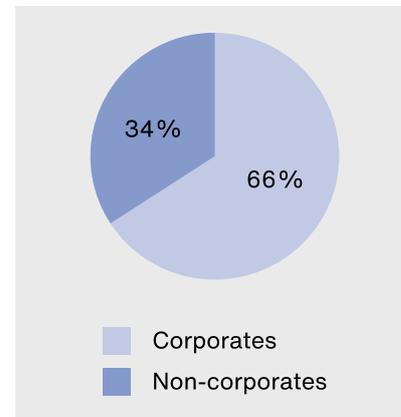
Aon EMEA Data:
Percentage of Policies Purchased
by Client Type for the Period
2019 - 2023



Aon EMEA Data:
Percentage of Claim Notifications
by Client Type for the Period
2019 - 2023



EMEA Insurer Survey
Results: Percent of Claim
Notifications by Client Type for the
Period 2016 - 2023



Quelle: AON Claims Study 2024

daran gewöhnen, dass M&A-Transaktionen noch immer länger dauern. „Die Komplexität der Deals bleibt anhaltend hoch. Außerdem verlegen mehr und mehr Underwriter das Underwriting in-house oder vergeben nur bestimmte Bereiche an externe Berater.“ Einen neuen Trend sieht Demirbilek im Bedarf an Contingent Risk und Spezialdeckungen. „Obwohl auch die Prämien im Bereich Contingent Tax rückläufig sind, ist die Nachfrage steigend. Litigation Buy-out

and Spezialdeckungen wie Intellectual Property sind bereits auf dem Markt erhältlich und die Nachfrage ist steigend.“ Insgesamt ist sie positiv gestimmt, denn „der M&A-Versicherungsmarkt ist stetig im Wandel und erfindet sich neu, um sich den äußeren Gegebenheiten anzupassen“. Ähnlich positiv ist Dr. Seyler für das weitere Wachstum bei den Policen gestimmt: „Der Trend zu W&I-Versicherungen wird durch die steigende Komplexität von Transaktionen und die zunehmende Breite der Versicherungsdeckung verstärkt.“ Dr. Möisinger sieht steigende Nachfrage dank der Möglichkeiten der Enhancements, „die zum Teil spezifisch bereits im SPA angelegt werden“.

onen in erneuerbaren Energien, was auf eine leichte Abkühlung der Aktivitäten in diesem Bereich im zweiten Quartal schließen lässt“, so HWF. Als Gegenteil dazu erlebt die Onshore-Windkraft eine Renaissance, es wurden mehr Transaktionen in diesem Sektor getätigt als im Vergleichszeitraum 2023. „Bemerkenswerterweise haben wir auch vermehrt Transaktionen im Bereich Öl und Gas und im Energiedienstleistungssektor gesehen. Insgesamt spiegeln die Prämien in diesem Sektor weiterhin einen weichen Markt wider.“

Besondere Nachfrage, wie sie auch Demirbilek sieht, macht HWF bei spezifischen Contingent-Risk-Versicherungen aus, die kontinuierlich weiter zunehmen würden. „Unterstützt wurde diese Entwicklung durch einen Aufschwung der allgemeinen Marktaktivität in Verbindung mit einem wachsenden Bewusstsein dafür, warum Contingent-Risk-Versicherungen für viele Kunden von Wert sein können. Wir sehen derzeit etliche Anfragen in Bezug auf Rest-, sogenannte Tail-Verbindlichkeiten. Daraus resultierende Risiken können vor der Abwicklung eines Fonds an einen Versicherer übertragen werden.“

Die Zahl der Schadensmeldungen steigt aktuell weiter an. Im Gleichlauf dazu steigen auch die tatsächlichen Auszahlungen der Versicherer, bemerkt der

”



Versicherungslösungen werden teilweise auch bei sehr kleinen Dealgrößen mit wenigen Mio. EUR angefragt.

Dr. Daniel Möisinger,
M&A Underwriter, Euclid Transactional

Versicherer suchen Möglichkeiten, sich zu differenzieren

Broker HWF hat bereits im zweiten Quartal eine Erholung vor allem im Mid-Cap-Segment ausgemacht. Angesichts niedriger Prämien, Selbstbehalte und umfassender Deckung suchten Versicherer immer neue Wege, sich in diesem kompetitiven Marktumfeld zu differenzieren. „Die deutlichste Zunahme verzeichneten wir bei Anfragen für Infrastrukturtransaktionen in den Bereichen Verkehr und digitale Infrastruktur. Damit überholten neue Anfragen für Infrastrukturprojekte zum Quartalsende Transakti-

Broker zum ersten Halbjahr. Grund hierfür: Die Zahl der durch Betriebsprüfungen europäischer Steuerbehörden bedingten Schadensmeldungen stieg weiter an. Im Vergleich zu Vorperioden etablierte sich der Trend, dass Betriebsprüfer genauer und kleinteiliger prüfen.

Urteil des High Court: Fingerzeig über das Urteil hinaus?

Bislang gab es nahezu keine öffentlichen gerichtlichen Auseinandersetzungen mit Claims. Versicherer hatten es stets vorgezogen, in direkten Verhandlungen oder bei Schiedsgerichtsverfahren eine Lösung zu erzielen. Umso mehr fand ein Urteil des englischen High Court Beachtung, das im April veröffentlicht wurde. Es ist zu früh, zu mutmaßen, dass ein Wendepunkt erreicht sein könnte und Versicherer angesichts der Claimwelle bei deren Lösung restriktiver vorgehen. Bemerkenswert ist es dennoch – denn im englischen Rechtssystem landen ausschließlich als wichtig oder grundlegend erachtete Fälle vor dem High Court, in diesem Fall als Berufungsgericht für einen Commercial Court.

Es geht um den Kauf eines Herstellers von glutenfreien Backwaren durch die Finsbury Food Group. Versicherer ist die Axis Group. Der Käufer, der Versiche-



Foto: © Artur – stock.adobe.com

rungsnehmer war, hatte einen Anspruch wegen Garantieverletzung geltend gemacht und reklamiert, dass Rezeptänderungen und Preissenkungen die Rentabilität des Targets beeinträchtigt hätten. Indem der High Court den Anspruch des Versicherungsnehmers zurückwies, definierte er, wann es im Sinne von Verkäufergarantien zu einer „wesentlichen nachteiligen Änderung“ der Handelsposition eines Unternehmens gekommen ist. Im Kern geht es um die vermeintliche oder tatsächliche Kenntnis von Änderungen am Unternehmen vor Kaufabschluss. Ganz generell wird mit dem Urteil deutlich, dass W&I-Versicherungen nicht dazu gedacht sind, die Auswirkungen eines schlechten Geschäfts bei einem M&A-Deal abzumildern.

Die Fakten: Im August 2018 schloss Finsbury Food Group Plc den Kauf von Ultrapharm Limited für 20 Mio. GBP ab. Das Ziel, ein Spezialhersteller glutenfreier Backwaren, hatte von der gestiegenen Nachfrage nach solchen Produkten profitiert. Einer seiner größten Kunden war Marks & Spencer plc (M&S). Der Käufer erhob im Rahmen der Police Anspruch darauf, dass bestimmte Garantien verletzt worden seien und dass diese Verletzungen den Gesamtwert des Geschäfts um 3,2 Mio. GBP verringert hätten. Zu klären war, ob bestimmte Rezeptänderungen und Produktpreissenkungen, die die Target-Gruppe M&S gewährte, einen Verstoß gegen Garantien darstellten, denen zufolge seit dem Bilanzstichtag keine wesentlichen nachteiligen Änderungen in der Handelsposition der Target-Gruppe gegeben hatte und dass nach dem Bilanzstichtag keine vereinbarten Preissenkungen oder

Rabatte vorlagen, die die Rentabilität des übernommenen Unternehmens wesentlich beeinträchtigen würden. Das Gericht befand, dass die Rezeptänderungen und Preissenkungen keine der Garantien verletzen. Die Tatsache, dass die Rezeptänderungen und Preissenkungen vor dem Bilanzstichtag vereinbart und durchgeführt wurden und die Garantien nur für Ereignisse galten, die „seit dem Bilanzstichtag“ eingetreten waren, war entscheidend für das Scheitern der Klage. Das Gericht entschied auch, dass die Rezeptänderungen keine wesentlichen nachteiligen Änderungen im Sinne der Garantie der Handelsbedingungen darstellten und Rezeptänderungen zum normalen Geschäft einer Bäckerei gehörten. Es merkte zudem an, dass die Preisnachlassgarantie nicht dazu gedacht sei, den Käufer vor noch nicht in Kraft getretenen Preisnachlässen zu schützen oder ihn von der Notwendigkeit der Due Diligence zu befreien.

Fazit

Der Markt für Transaktionsversicherungen bleibt von hoher Dynamik geprägt, weil die Versicherungsunternehmen es mit innovativen Ansätzen schaffen, die Passgenauigkeit des Produkts W&I-Police stetig zu verbessern und so die Transformation hin zu einer Lösung zu realisieren. Diese Lösung, die ja unbestritten erhebliche Mehrwerte bei den Kunden schafft, wird zu gegebener Zeit entsprechend bepreist werden. Früher oder später? Das ist schwerlich vorauszusagen. Seit mehreren Ausgaben dieses Specials bereits stehen die Prämien im Fokus – ohne dass sich die erwarteten oder vorausgesagten Steigerungen manifestiert hätten. ■

”



Die Komplexität der Deals bleibt anhaltend hoch. Außerdem verlegen mehr und mehr Underwriter das Underwriting inhouse oder vergeben nur bestimmte Bereiche an externe Berater.

Niki Demirbilek, Gründerin und CEO, MGA Amaniki

Zur aktuellen Integration von US-Style-Elementen im DACH-Markt

Eine Bestandsaufnahme der Deckungspositionen unter der W&I Police

Nachdem die Integration von US-Style Elementen in die hiesigen W&I Policen bereits an verschiedenen Stellen diskutiert wurde erhält das Thema aktuell neue Praxis-Bedeutung auf dem DACH Markt.

Von Dr. Marco Niehaus, LL.M. (Cambridge), LL.M. Eur.



Illustration: © TigerDude - stock.adobe.com

In den USA hat das W&I-Produkt im Vergleich zum DACH-Markt eine andere, vor allem kommerziellere Historie. Auf dem dortigen Markt ist das Produkt nicht nur länger, sondern insgesamt prozentual auch breiter vertreten als hierzulande. Damit der Stellenwert der W&I-Versicherung auch im nationalen Markt weiter wächst und vor allem zukünftig nicht an Traktion verliert, etwa weil der Mehrwert teilweise noch immer in Zweifel gezogen wird (so offensichtlich er in den meisten Transaktionen auch ist), lohnt eine erneute Bestandsaufnahme.

US-Style-Policen – wo liegen die Unterschiede zur klassischen DACH-Police?

Der US-W&I-Prozess ist schnell, in seiner Stringenz verlässlich und bietet vor allem bei den oft sperrigen Disclosure-Fragen

hohe Verlässlichkeit durch spezielle Techniken und den entsprechend hohen kommerziellen Mehrwert. Das Ganze hat seinen Preis: Die Rate on Line (RoL) liegt in der Basis bereits oft bei 3% bis 4%. Hinzu kommen Extrakosten für weitere Verbesserungen der Deckungspositionen (Enhancements). Ein Vergleich wäre aber sinnlos, würde man die US-Transaktionsbesonderheiten außer Acht lassen. Diese beginnen schon bei den zu versichernden Garantiekatalogen, die sich in ihrer Breite kaum mit denen des DACH-Markts vergleichen lassen. Seitenlange, sehr detaillierte und präzise unterteilte Businessgarantien zu den einzelnen Themenblöcken sind die Regel.

Die W&I-Police reagiert auf diese breiten Garantiekataloge mit einem besonderen Zuschnitt der Verhandlung der Police: Zum einen gibt es zu den Garantien und

den seitens des Käufers (oder auch Verkäufers) zur Verfügung gestellten Due-Diligence-Unterlagen meist einen langen, protokollierten Underwriting-Call. Das hat seinen Grund: Herzstück der „echten“ US-Police ist die sogenannte Non-Disclosure der Due-Diligence-Unterlagen und des Datenraums unter der Police; d.h., diese gelten dort als nicht offengelegt, womit sich der Versicherer später bei einem Claim nicht auf die Offenlegung („fairly disclosed“) des nun materialisierten Risikos entweder im Datenraum und/oder in den Due-Diligence-Unterlagen berufen kann – einer der Hauptausschlüsse des üblichen W&I Policy Zuschnitts.

Der Versicherer muss daher sehr präzise anhand der ihm zur Verfügung gestellten Unterlagen die dort beschriebenen Risiken



ZUM AUTOR

Dr. Marco Niehaus, LL.M. (Cambridge), LL.M. Eur., ist Geschäftsführer und Head of M&A and Transactional Risks für Deutschland, Österreich und die Schweiz (DACH) bei **Acquinex**. Vor seiner Bestellung als Geschäftsführer war er langjähriger Equity Partner im Bereich M&A und Private Equity bei einer internationalen Wirtschaftskanzlei.



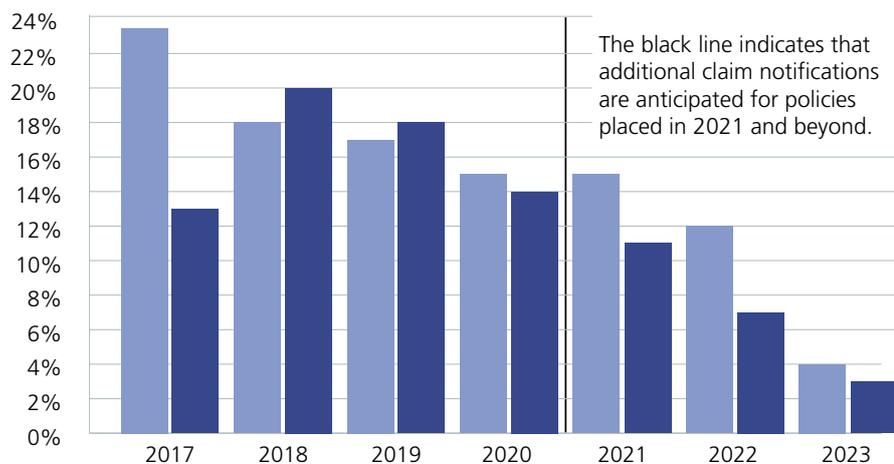
Gemeinsam Werte bewahren – gerade bei M&A Transaktionen!

Der Schutz des Investments hat bei Transaktionen stets oberste Priorität. Funk ist dabei Ihr verlässlicher Begleiter. Mit einem erfahrenen Team unterstützen wir Sie weltweit im gesamten Transaktionsprozess und sorgen dafür, dass Ihr Investment auch nach Abschluss der Transaktion werthaltig bleibt. Von der Insurance Due Diligence bis zur passenden Transaktionsversicherung – wir beraten Sie gerne.

Kontaktieren Sie uns gerne unter m&a@funk-gruppe.de

Die beste Empfehlung. Funk.

Abb. 1: Die Häufigkeit von Claims unterscheidet sich in den USA und EMEA – u.a. eine Folge unterschiedlicher Garantiebedingungen



Quelle: AON

(„red flags“) analysieren und eine eigene Risikoanalyse vornehmen. Sollten die Risiken als materiell einzustufen sein, wandern sie meist als Ausschluss in die Police („deal specific exclusion“). Zum anderen gibt es eine Reihe flankierender Zusatzthemen der US-Police, die dem Versicherten weiteren Komfort bzgl. der gekauften Deckungsleistungen bietet. Beispiele dafür sind geringere Aufgreifschwelle („de minimis“) oder deren kompletter Wegfall und flexible Selbstbehalte („retention“), die teilweise ebenfalls gegen null gehen oder mit fortschreitender Laufzeit der Police geringer werden („drop-down retention“).

Umsetzung des DACH-Markts

Der DACH-Markt tut sich traditionell schwer, US-Style-Elemente in die hiesigen Policen zu integrieren. Einerseits lassen sich die hohen Prämien, die in den USA für derartige Deckungspositionen gezahlt werden, auf dem DACH-Markt nicht erzielen. Andererseits gibt es nicht selten eine Vielzahl interner Beschränkungen bei den Versicherern, die die Umsetzung erschweren und auch aktuell noch teilweise unmöglich machen. Die Transaktionsakteure haben daher anfangs nach der Umsetzbarkeit bestimmter Einzelelemente von US-Policen gefragt, sozusagen ein „US-light-Stil“ oder, eher scherzhaft, auch „California Style“ genannt – eine Bezeichnung, die isoliert für sich bereits eine gesonderte Erwähnung verdient.

Darüber hinaus ist der Kern des Ansatzes exakt das, was das W&I-Produkt in Zukunft

im DACH-Markt entscheidend prägen könnte: ein kommerzieller Ansatz, der die Claims-Diskussionen in das Underwriting vorverlegt, den Fokus der Verhandlungen der W&I-Police auf die eigentlichen Risiken im Target belässt und sich nicht in endlosen Diskussionen um die Einzelheiten einer fairen, superfairen oder teilweise halbfairen Offenlegung verliert. Letzteres sorgt nur für Unverständnis aufseiten der verhandelnden Anwälte, die meist kurz vor Unterzeichnung der Transaktion stehen und oft schlicht nicht die Zeit und (verständlicherweise) Motivation haben, sich hier in akademische Einzelheiten zu vertiefen und diese auch noch ihren Mandanten zu erklären. Die Versicherer liefern hier im Zusammenspiel mit den Brokern wertvollen Service.

Technikfragen

Missverstanden wird häufig, dass beispielsweise die Doppelung der Nichtoffenlegung von Datenraum und Due-Diligence-Materialien, die gegen eine aktuell noch recht flexible Zusatzprämie teilweise gewährt wird, kein Freifahrtschein ist, den man sich für ein paar Prozent zusätzlicher Prämie erkaufen kann. Die Risikoverteilung lässt dies selbstredend nicht zu: Warum sollte ein Versicherer etwa ein Millionenrisiko mehr oder weniger bewusst nehmen gegen ggf. eine niedrige fünfstellige Zusatzprämie? Daher wird, wie in US-Policen, genau hingeschaut, welche Risiken sich im Gegenzug in der Police als Ausschlüsse wiederfinden müssen. Hier haben es die Broker in den vergangenen Monaten

hervorragend verstanden, ihren Kunden aufzuzeigen, dass die Police mit US-Style-Elementen wie einer bestimmten Nichtoffenlegungsregelung kein Persilschein für die aufgedeckten Risiken der Transaktion ist. Das konnte und sollte dieses Enhancement von Anfang an auch überhaupt nicht leisten, weder unter US-Policen noch im DACH-Markt.

Es geht vielmehr um die Abkürzung langwieriger Verhandlungen über die Offenlegung, die beschriebene Vorverlagerung der Diskussion um etwaige Garantieverstöße und darum, ob sich das Risiko z.B. auf bestimmte Tochtergesellschaften reduzieren lässt, sowie die generelle kommerzielle Flexibilisierung des Produkts hin zu einem tailored product. Daher wird ein ggf. erforderlicher Ausschluss unter der Police ein Risiko entsprechend präzise beschreiben, anstatt mit einem breiten Allgemeinausschluss und noch dazu einer ggf. auslegungsbedürftigen Offenlegungsregelung daher zu kommen. Der kommerzielle Ansatz ist in hektischen Endphasen einer Transaktion von unschätzbarem Wert für die Transaktionsparteien und nimmt an entscheidenden Stellen den Druck aus dem Prozess. Nicht selten konnte hierdurch eine Transaktion überhaupt noch erfolgreich über die Ziellinie gebracht werden.

Ein weiteres Missverständnis ist die Annahme, der Versicherer könnte natürlich versuchen, bei US-Elementen einen „schnellen Euro“ zu machen, und die Deckung in Wirklichkeit gar nicht verbessern. Für Diskussionen sorgen nicht selten die Einzelausschlüsse, die im Idealfall das Resultat einer risikobasierten Diskussion auf Augenhöhe (!) ist. Klar ist allerdings, dass der Versicherer hier die Aufgabe hat, für Klarheit zu sorgen und kommerziell zu sein. Das Produkt verliert immer dort entscheidend an Wert, wo es nicht transparent ist, gerade bei Enhancements.

Fazit

Die aktuellen Entwicklungen des DACH-Markts lassen eine weitere Flexibilisierung des Produkts und die Integration von US-Style-Elementen erwarten. Versicherer und Broker machen gemeinsam Werbung für die Weiterentwicklung dieser Elemente auf dem DACH-Markt, die auf großes Interesse sowohl bei strategischen als auch institutionellen Investoren stoßen. ■

WE MAKE IT WORK

IT SYSTEMBETREUUNG

BACKUP & RECOVERY SOLUTIONS

CYBERSECURITY

PRIVATE CLOUD

VOICE OVER IP & TEAMKOMMUNIKATION

FULLHOUSE IT-SERVICES AG

Der Managed Service Provider an Ihrer Seite!



FULLHOUSE > IT

WEB www.fullhouse-it.de

HOTLINE 08171 / 42 88 88 - 8

Finanzaspekte bei der Gestaltung der W&I-Vereinbarung

Eine umfassende Betrachtung aus Käufer- und Verkäufersicht

Kein Deal ist risikofrei! Am Anfang jeder Transaktion stehen eine disproportionale Informationslage und die unterschiedlichen Interessen des Verkäufers und potenziellen Käufers. **Von Irina Novikova, Gulnara Kalmbach und Susanne Kind**

Abb. 1: Arten der Finanzberichterstattung

Finanzberichte	Art der Prüfungstätigkeit	Mögliche W&I-Garantien
Jahresabschluss	geprüft	„True and Fair View“
Zwischenbilanz	geprüft/ prüferische Durchsicht	„True and Fair View“/ „free from material misstatements“, in Übereinstimmung mit GAAP
Management-Accounts	prüferische Durchsicht/ ungeprüft	„free from material misstatements“, in Übereinstimmung mit GAAP/ keine Garantien
Pro-forma-Accounts/Carve-out-Accounts	Prüferische Durchsicht/ Sonderprüfung/ ungeprüft	„free from material misstatements“, in Übereinstimmung mit GAAP/ keine Garantien

Quelle: Deloitte

Eine umfassende finanzielle Beratung stellt eine nicht zu unterschätzende Vorbereitung dar, erleichtert die Entscheidungsfindung und Risikominimierung für Käufer sowie Verkäufer und verschafft dem Versicherer die Transparenz und das Vertrauen, die für den Abschluss weitreichender W&I-Garantien nötig sind.

Unterschiedliche Interessen der Käufer und Verkäufer

Verkäufer: Die Position der Verkäufer ist von dem Interesse geprägt, den Umfang von Zusicherungen gegenüber dem Käufer so weit wie möglich zu begrenzen und diese Limitierungen durch die im Vertrag verwendeten Formulierungen sicherzustellen. Für Verkäufer ist es zentral, ihr finanzielles Risiko zu reduzieren und Mindestschwellen, Caps sowie Wesentlichkeits- oder De-minimis-Grenzen im Kaufvertrag entsprechend festzulegen.

Ebenso wichtig ist es, den zu liefernden Wissensumfang klar zu definieren, um Haftungsansprüche in dieser Hinsicht auszu-

schließen. Die Definition des Qualifizierungsmerkmals, das im Vertrag Aufschluss über das gemeinte Wissen gibt (Knowledge Qualifier), beeinflusst das Transaktionsrisiko. Entsprechend versucht der Verkäufer, den Umfang des Wissens, das er zusichert, mithilfe spezifischer Formulierungen zu limitieren (beispielsweise indem er ausschließt, aktuelles, operatives Wissen hinsichtlich des Targets zu besitzen).

Käufer: Aus der Käuferperspektive stellen sich diese Aspekte anders dar. Käufer versuchen, vom Verkäufer so umfangreiche Zusicherungen wie möglich zu erhalten. Dies betrifft beispielsweise das Nichtvorliegen von Forderungen, Verfahren oder Urteilen gegen den Verkäufer. Der Verkäufer muss versichern, dass er sich nicht in Verzug mit Zahlungs-, Liefer- und Leistungsverpflichtungen befindet sowie dass die Jahresabschlüsse des Unternehmens gemäß den allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen erstellt wurden und in diesem Sinne ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermitteln.

Käufer wünschen geringfügige Beschränkungen oder Obergrenzen, begrüßen lange Fristen und vermeiden, wenn möglich, eine Begrenzung des Wissens, zu welchem sich der Verkäufer verpflichtet. Angesichts des Wissens-Qualifizierungsmerkmals haben Käufer das Interesse, dieses Wissen möglichst breit zu definieren, um umfangreiche Gewährleistungen in dieser Hinsicht zu erreichen.

Arten von Finanzgarantien

Wir konzentrieren uns bei den folgenden Ausführungen ausschließlich auf finanzielle W&I-Aspekte. Bei Garantien gilt es zu beachten, welche Finanzdaten diesen zugrunde liegen. Jahresabschlüsse, Zwischenabschlüsse, Management-Accounts, Pro-forma-Accounts und Finanzdaten bei Carve-outs sind als un-

terschiedliche Arten von Finanzberichterstattung zu unterscheiden und die Bedeutung ihrer Charakteristika für Garantien zu verstehen. Diese Arten der Finanzberichterstattung unterscheiden sich, wie Abb. 2 auf der folgenden Seite verdeutlicht, vor allem durch ihre Zielgruppe, ihren Zweck, ihre Häufigkeit und ihren Detaillierungsgrad.



ZU DEN AUTORINNEN

Irina Novikova leitet das SPA & Dispute Advice Team im Bereich Financial Advisory bei **Deloitte**. Seit mehr als 25 Jahren berät sie Unternehmen in den Bereichen Finanz- und Rechnungswesen, in Post-M&A-Streitigkeiten, hinsichtlich ihrer Ansprüche aus entgangenen Gewinnen, in Baustreitigkeiten, bei vertraglichen Streitigkeiten und im Rahmen von Gesellschafterstreitigkeiten. Darüber hinaus liegt ihr Fokus auf der Pre-Deal-SPA-Beratung in Bezug auf finanzielle Aspekte.

Gulnara Kalmbach ist Director im Bereich SPA & Dispute Advice bei **Deloitte**. Sie berät Unternehmen in Bezug auf finanzielle Aspekte von Unternehmenskaufverträgen vor dem Signing und begleitet alle Arten von Post-M&A-Streitigkeiten als Schiedsgutachter, als Experte bei Verhandlungen, oder als Gutachter in Gerichts- und Schiedsgerichtsverfahren.

Susanne Kind ist Manager im SPA & Dispute Advice-Team bei **Deloitte** und zusätzlich zu der Pre-Deal-SPA-Beratung und Begleitung von Post-M&A-Streitigkeiten auf die Schadenquantifizierung bei Versicherungsfällen sowie ESG-Disputes spezialisiert.

Abb. 2: Mögliche Garantieförmulierungen und Risiken der verschiedenen Finanzberichte

	Jahresabschlüsse 	Zwischenabschlüsse 	Management-Accounts 	Pro-forma-Accounts / Carve-Out 
Mögliche Garantieförmulierungen 	<ul style="list-style-type: none"> in allen wesentlichen Punkten („in all material respects“) in Übereinstimmung mit dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB)/IFRS erstellt auf der Grundlage allgemein anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze (Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, GoB) erstellt vermitteln einen „True and Fair View“ der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage für den am [xx] endenden Zwölfmonatszeitraum 	<ul style="list-style-type: none"> in allen wesentlichen Punkten („in all material respects“) in Übereinstimmung mit dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB)/IFRS erstellt auf der Grundlage allgemein anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze (GoB) erstellt „do not materially misstate“ (in wesentlichen Belangen) – die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des [Zielunternehmens] zum und in Bezug auf den am [xx] endenden Zeitraum 	<ul style="list-style-type: none"> in allen wesentlichen Punkten („in all material respects“) in Übereinstimmung mit dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB)/IFRS erstellt kann auf der Grundlage von Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung erstellt werden, muss sich aber nicht immer strikt an externe Rechnungslegungsstandards wie die GoB halten, da die Management-Accounts in erster Linie für den internen Gebrauch bestimmt sind „do not materially misstate“ (in wesentlichen Belangen) – die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage 	<ul style="list-style-type: none"> wurde aus den zugrundeliegenden Buchhaltungsunterlagen des Verkäufers abgeleitet und extrahiert wurde ordnungsgemäß in Übereinstimmung mit den IFRS/HGB und den Rechnungslegungsgrundsätzen, -praktiken, und -methoden erstellt, wie sie im geprüften Konzernabschluss des Verkäufers zum Ende des Jahres 20[xx] dargelegt sind ist in keinem wesentlichen Punkt irreführend („not misleading in any material respect“) ist nach bestem Wissen und Gewissen und mit der gebotenen Sorgfalt erstellt worden („prepared in good faith, with due care and attention“)
Risiken 	<ul style="list-style-type: none"> wenn keine geprüften Jahresabschlüsse vorliegen, sollten mögliche Fehler durch eine finanzielle Due Diligence oder eine Überprüfung durch einen Wirtschaftsprüfer aufgedeckt werden 	<p>Bei einer finanziellen Due Diligence durch einen Wirtschaftsprüfer sollten die folgenden Risikobereiche abgedeckt werden:</p> <ul style="list-style-type: none"> Jahresabschlussbuchungen Steuern Vorräte Rückstellungen Rechnungsabgrenzungsposten Abschreibungen wertauffhellende Ereignisse 	<ul style="list-style-type: none"> die risikoreichsten Konten, für die Garantien gegeben werden, was eine umfassende finanzielle Due Diligence erfordert 	<ul style="list-style-type: none"> die IFRS enthalten keine spezifischen Leitlinien für die Erstellung von kombinierten Abschlüssen wenn die Finanzdaten, die dem Carve-Out zugrunde liegen, nicht geprüft werden, sollten mögliche Fehler durch eine finanzielle Due Diligence oder eine Überprüfung durch einen Wirtschaftsprüfer aufgedeckt werden

Quelle: Deloitte 2023

In diesem Zusammenhang ist es wichtig, zu bedenken, dass der Verkäufer eher bereit ist, eine Garantie für die Finanzberichte zu übernehmen, wenn diese von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer geprüft wurden. In Abb. 1 auf der vorangegangenen Seite haben wir die mögliche Logik und Korrelation zwischen den Arten von Finanzberichten, dem Grad der (Über-)Prüfung und dem Wortlaut der finanziellen Garantien, die in der Regel gegeben werden, zusammengestellt.

Je nachdem, welcher Finanzbericht vorliegt und welche Maßnahmen zur Risikominimierung ergriffen werden, sind die Prüfer beauftragt, unterschiedliche Prüfungen durchzuführen. Die vom Verkäufer zu leistenden finanziellen Garantien sind kein Ersatz für die (vom Käufer durchzuführende) finanzielle Due Diligence. Vielmehr bietet eine finanzielle Due Diligence die nötige Transparenz, die Versicherer für die Ausstellung bestimmter Garantien benötigen. Wirtschaftsprüfer nutzen im Rahmen dieser unterschiedlichen Finanzprüfungen das Konzept der Wesentlichkeit (siehe ISA 320), um die Bedeutung von Fehlern oder Auslassungen in Finanzberichten zu bewerten, wobei sowohl quantitative als auch qualitative Faktoren berücksichtigt werden müssen, um sicherzustellen, dass die Informationen für die Entscheidungsfindung der Nutzer relevant sind.

Die Folgen eines Verstoßes gegen die „True-and-Fair-View-Garantie“

Verstöße gegen die True-and-Fair-View-Garantie können, wie das folgende Beispiel veranschaulicht, Schadensersatzforderungen in beträchtlicher Höhe nach sich ziehen: Ein asiatischer Investor erwarb die Mehrheit der Aktien eines in Europa ansässigen Automobilherstellers. In seiner Entscheidungsfindung vertraute der Käufer auf die rechtliche Due Diligence sowie die von ihm durchgeführte Besichtigung der Produktionsstätte und die Garantien des europäischen Verkäufers (drei Bereiche für die Absicherung gegen Risiken).

Nach dem Abschluss der Transaktion wurde der Käufer auf nicht verbuchte Verluste und Verbindlichkeiten sowie auf insgesamt schlechte Buchführungspraktiken aufmerksam. Eine – finanzielle Missstände frühzeitig aufdeckende – finanzielle Due Diligence führte der Käufer nicht durch (vierter Bereich für Risikominimierung). Der Verkäufer gab in dem Kaufvertrag eine True-and-Fair-View-Garantie, ohne ausreichende Absicherung, da die Finanzdaten zuvor nicht geprüft worden waren. Im Rahmen einer Sachverständigenanalyse für das verbundene Handelsgericht ließ der Käufer mögliche Ansprüche aus dem Kaufvertrag prüfen, Beweise für einen Anspruch sammeln und den ihm entstandenen Schaden beziffern.

Eine Analyse aller Schadenspositionen half dem Käufer, im Sinne einer Schadensstrategie, die stärksten Positionen für seine Forderung auszuwählen. Eine enge Zusammenarbeit seiner Anwälte und Berater half dem Käufer, seine Forderung in Höhe von 37,5 Mio. EUR durch fundierte Fakten zu begründen. Auf dieser Grundlage forderte er eine entsprechende Kaufpreisanpassung.

Fazit

Obwohl Kaufverträge hauptsächlich von Anwälten aufgesetzt werden, gibt es eine Reihe wichtiger Aspekte, die von Wirtschaftsprüfern überprüft werden sollten. Hierzu gehören: die Bewertung der Qualität der Finanzdaten (Jahresabschluss, Zwischenbilanz, Management Accounts, Pro-forma Accounts, Carve-out), ob sie geprüft wurden oder nicht, und welche Art von Finanzgarantie der Verkäufer gibt („True and Fair View“ oder gar keine Garantie). Dies kann in Verbindung mit der im Kaufvertrag festgelegten Wesentlichkeitsschwelle (und De-minimis) das Gesamtrisiko der Transaktion erheblich beeinflussen. Wenn beispielsweise die Wesentlichkeitsschwelle und die Geringfügigkeitsschwelle zu hoch angesetzt wurden, können viele potenzielle Kaufpreisanpassungen aufgrund von W&I-Verletzungen nicht geltend gemacht werden. ■

Was Inanspruchnahmen verraten

Lehren für Jahresabschlussgarantien

Zwischen 12% und 24% aller Ansprüche aus Warranty-and-Indemnity-(W&I-) Versicherungspolizen betreffen Bilanzgarantien.¹ Das Münchner Team von Clyde & Co nutzt die enge Zusammenarbeit seiner M&A- und Claims-Experten, um häufige Fehler bei Bilanzgarantien zu identifizieren und daraus Lehren zu ziehen.

Von Eva-Maria Barbosa, Dr. Andreas Börner, Dr. Sven Förster und Adriaan Louw



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

Fallstudie eins: Bilanzierungsstandards in konsolidierten Abschlüssen

Häufig erstellt ein multinationaler Konzern mit Hauptsitz in Deutschland Einzelabschlüsse für jede Konzerngesellschaft und einen Konzernabschluss nach lokalen „Generally Accepted Accounting Principles“ (GAAP). Um den Konzern potenziellen internationalen Käufern zu präsentieren, erstellt der Konzern ein Financial Fact Book (FFB) mit den konsolidierten Zahlen nach IFRS. Die im FFB dargestellten Zahlen nach IFRS werden auch im Kaufvertrag garantiert.

Lokale GAAP können in verschiedenen Bereichen erheblich von IFRS abweichen. Während der Finanzberater des Käufers oder Verkäufers möglicherweise gewisse Anpassungen in deren Berichten vornimmt, um die Zahlen in Übereinstimmung mit IFRS darzustellen, werden diese Anpassungen häufig nur auf Konzernebene vorgenommen, während die Zahlen, die von den lokalen Tochtergesellschaften in den Konzernabschluss einbezogen werden, oftmals nicht vollständig an IFRS angepasst wer-

den. Darüber hinaus ist zu beachten, dass sich lokale GAAP auch auf die Gesetze und Praktiken eines bestimmten Landes beziehen. Daher unterscheiden sich die lokalen GAAP von Land zu Land.

Beispielsweise kann es zu erheblichen Unterschieden bei der Umsatzrealisierung kommen, da nach einigen lokalen GAAP eine Tochtergesellschaft Umsatzerlöse bei Versand des Produkts realisieren kann, während nach IFRS Umsatzerlöse erst bei Übertragung der Kontrolle auf den Kunden realisiert werden dürfen. Auch bei der Leasingbilanzierung bestehen häufig Unterschiede, da nach lokalen GAAP Operating-Leasingverhältnisse nicht bilanziert wurden, während nach IFRS die meisten Leasingverhältnisse gemäß IFRS 16 zu aktivieren waren. Auch bei der Bilanzierung latenter Steuern kommt es häufig zu Abstimmungsfehlern, da die lokalen GAAP für bestimmte temporäre Differenzen keine latenten Steuern anerkannten.

Diese lokalen Sachverhalte sind dem Ersteller des FFB nicht immer bekannt

Eine Umfrage aus dem Jahr 2023 deutet darauf hin, dass die hohen Anspruchszahlen nur die Spitze des Eisbergs sein könnten, da fast die Hälfte aller M&A-Transaktionen zu irgendeiner Form von Rechnungslegungs- oder Bilanzstreitigkeiten führt.² Obwohl viele dieser Streitigkeiten gütlich beigelegt werden, werden ungelöste Fälle in der Regel vertraulichen Schiedsverfahren zugeführt. Dies hat zur Folge, dass es nur wenige öffentlich zugängliche Daten zu Bilanzgarantieansprüchen gibt. Am besten ist es daher, aus der Erfahrung mit M&A- und W&I-Transaktionen (und den damit verbundenen Rechtsstreitigkeiten und Claims) die richtigen Lehren zu ziehen.

1) Z.B.: AIG M&A Claims Intelligence report 2023, S. 5; HWF Market Claims Study, S. 21; Marsh Global transactional risk insurance claims report 2023, S. 7.

2) Grant Thornton: M&A Dispute Survey, 2023.



ZU DEN AUTOREN

Eva-Maria Barbosa, Dr. Andreas Börner und Dr. Sven Förster sind als Partner und Adriaan Louw als Senior Associate im Münchner Büro von Clyde & Co tätig. Barbosa ist zudem Chair der globalen Corporate & Advisory Group von Clyde & Co. Gemeinsam beraten sie Mandanten aus der Versicherungsbranche bei einer Vielzahl von M&A-Versicherungen, bei der Bearbeitung von Schäden, bei gerichtlichen und schiedsgerichtlichen Verfahren der Streitbeilegung sowie bei Fragen des Versicherungsaufsichts- und Rückversicherungsrechts.

”

Durch eine klare Kommunikation und eine gründliche Due Diligence können Risiken frühzeitig erkannt und angemessen adressiert werden.

und führen unter IFRS zu einer Überbewertung von Umsatzerlösen und Vermögenswerten sowie zu einer Unterbewertung von Verbindlichkeiten. Diese Fehler werden oft erst nach dem Vollzug entdeckt, wenn der neue Gesellschafter jede Tochtergesellschaft durch die IFRS-Brille genauer betrachtet. Bei der Berücksichtigung von Konzernabschlüssen oder IFRS-Zahlen in einem FFB ist daher in der Due-Diligence-Phase das inhärente Anpassungsrisiko durch lokale GAAP-Zahlen zu berücksichtigen. Wenn die Zeit für eine gründliche Due Diligence der Anpassungen nicht ausreicht, sollten die Parteien dieses Risiko vorab diskutieren und die Risikoverteilung festlegen.

Fallstudie zwei: Herausforderungen bei Carve-out-Transaktionen und Bilanzierungsangaben

Wenn ein Unternehmen beschließt, bestimmte Geschäftsbereiche zu veräußern, die bisher nicht als eigenständiges Geschäft unter eigenständigen Gesellschaften betrieben wurden, wird der Verkäufer wahrscheinlich einen FFB erstellen, in dem die Zahlen des Carve-out-Geschäfts dargestellt werden. Der Kaufvertrag wird dann eine Garantie für die Gewinn-und-Verlust-Rechnung und die Bilanz des Carve-out-Geschäfts enthalten, wie sie im FFB dargestellt sind.

Das Prinzip mag einfach erscheinen: Der Verkäufer muss alle Aufwendungen offenlegen, die im Zusammenhang mit dem Betrieb des Carve-out-Geschäfts angefallen sind. In der Praxis ist diese Aufgabe jedoch von erheblicher Komplexität geprägt. Häufig ist der genaue Umfang des Carve-outs zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Kaufvertrags nicht klar und stellt eine bewegliche Zielmarke dar. Häufig fallen auch Aufwendungen auf

einer anderen Konzernebene an, die sich nicht ohne Weiteres einem bestimmten Geschäftsbereich zuordnen lassen. Wenn beispielsweise ein internationaler Konzern eine globale Marketingkampagne durchführt, Umstrukturierungsmaßnahmen vornimmt oder globale Kosten für Konzernfunktionen anfallen, erfordert die Zuordnung dieser Kosten zu einer einzelnen Geschäftseinheit gewisse subjektive Beurteilungen, Annahmen und Schätzungen. Diese inhärenten Beschränkungen werden in der Erstellungsgrundlage (Basis of Preparation) des FFB behandelt, sind aber oft in der Folge nach Vollzug ein Streitpunkt.

Es ist empfehlenswert, dass diese inhärenten Beschränkungen auch im Wortlaut der Garantie oder in der Erstellungsgrundlage der FFB, auf die sich die Garantie beziehen könnte, klargestellt werden. Beispielsweise könnte klargestellt werden, dass:

- ◆ die Gewinn-und-Verlust-Rechnung und die Bilanz des Carve-Out-Geschäfts in Übereinstimmung mit der genannten Erstellungsgrundlage erstellt wurden;
- ◆ die Gewinn-und-Verlust-Rechnung und die Bilanz des Carve-out-Geschäfts nicht die Aufwendungen darstellen, (a) die angefallen wären, wenn das Carve-out-Geschäft auf einer unabhängigen (standalone) Basis erfolgt wäre, oder (b), die das Carve-out-Geschäft nach dem Vollzug haben wird.

Dies unterstreicht die Bedeutung einer klaren Kommunikation und Einigung über die Grundlage für die Aufteilung und Offenlegung der Kosten und die möglichen Komplikationen, wenn sich der Umfang des Carve-outs während des Prozesses ändert.

Fallstudie drei: Ex-post-Korrektheit

Eine Bilanzgarantie ohne Wissenserklärung (z.B. „nach bestem Wissen des Verkäufers ...“) bedeutet nicht, dass sie kein subjektives Element enthält. Schließlich enthalten Jahresabschlüsse subjektive Elemente. Wenn ein Unternehmen einem Kunden im Geschäftsjahr 2023 Dienstleistungen erbringt und der Kunde diese Dienstleistungen bis zum Bilanzstichtag (31. Dezember 2023) noch nicht bezahlt hat, muss das Unternehmen die Forderungen nach lokalen GAAP häufig in seinem Abschluss ausweisen. Selbst wenn das Unternehmen zu einem späteren Zeit-

punkt im Geschäftsjahr 2024 feststellt, dass der Kunde bereits zum 31. Dezember 2023 insolvent und nicht in der Lage war, seine Schulden zu begleichen, und die Forderungen nun abgeschrieben werden müssen, bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass der Abschluss für das Geschäftsjahr 2023 fehlerhaft ist.

Häufig macht ein Käufer in einem solchen oder ähnlichen Fall einen Anspruch gegen den Verkäufer oder den W&I-Versicherer wegen Verletzung der Bilanzgarantie geltend, obwohl die Garantief Formulierung (wie zwischen Käufer und Verkäufer vereinbart) klarstellt, dass die Garantie nicht als harte Bilanzgarantie auszulegen ist. Der Abschluss kann dennoch mit dem HGB in Einklang stehen, da sich die Garantie auf die Einhaltung eines Bilanzierungsstandards und nicht auf die absolute Einbringlichkeit der Forderung bezieht.

Um eine Verletzung einer solchen Bilanzgarantie festzustellen, müsste eine Partei nicht nur einen objektiven Verstoß gegen eine gesetzliche Vorschrift nachweisen, sondern auch, dass ein sorgfältiger Kaufmann diesen Verstoß mit den ihm zum Stichtag zur Verfügung stehenden Kenntnissen hätte erkennen können. Das zweite Element mag etwas subjektiv erscheinen, aber der anwendbare Maßstab ist nicht der spezifische Kaufmann des Unternehmens, sondern ein allgemein sorgfältiger Kaufmann. Der Grundgedanke hinter einem solchen normativ-subjektiven Element ist, den Kaufmann, das Unternehmen und seine Stakeholder gleichermaßen zu schützen: Denn ein Kaufmann, der zu risikoscheu ist, kann seine Rolle nicht richtig ausfüllen und das Unternehmen kann nicht gedeihen. Handelt der Kaufmann umsichtig und kann er seine Entscheidung unter den gegebenen Umständen rechtfertigen, so hat er ceteris paribus seine gesetzliche Pflicht erfüllt.

Fazit

Abschließend lässt sich sagen, dass eine sorgfältige Vorbereitung und präzise Formulierung von Bilanzgarantien entscheidend sind, um potenzielle Streitigkeiten zu vermeiden. Durch eine klare Kommunikation und eine gründliche Due Diligence können Risiken frühzeitig erkannt und angemessen adressiert werden, wodurch alle Beteiligten besser geschützt sind und eine erfolgreiche Transaktion gewährleistet werden kann. ■

Who is who in M&A Insurance?

Partner im Portrait

Partner	Seite		Seite
Acquinox.....	50	Funk Gruppe.....	53
AIG Europe.....	51	HEUKING.....	53
Amaniki.....	51	Möhrle Happ Luther.....	54
Clyde & Co.....	52	Norton Rose Fulbright.....	54
Deloitte.....	52	WTW.....	55

ACQUINEX

Acquisition Insurance

Acquinox GmbH

Acquinox ist ein Managing General Agent ("MGA"), der spezialisierte M&A Underwriting-Dienstleistungen im Namen von Versicherern erbringt. Acquinox wurde 2017 mit dem Ziel gegründet, M&A-Versicherungsprodukte zugänglicher und unkomplizierter zu machen. Das DACH Team (Deutschland, Österreich und Schweiz) wird von Dr. Marco Niehaus geleitet, dessen wachsendes Team aus ausgewiesenen Spezialisten aus dem Markt sowie ehemaligen Anwälten aus internationalen Großkanzleien besteht.

Acquinox versichert Transaktionen in ganz Europa und hat sich auf die Bereitstellung von maßgeschneiderten Mergers & Acquisitions Versicherungsprodukten für kleine bis mittelgroße Transaktionen in ganz Europa spezialisiert. Dabei liegt der Fokus auf eine individualisierte Deckung, die die jeweiligen Interessen des Versicherten genau beleuchtet und auf dieser Basis für größtmögliche Absicherung sorgt. Auch das Claims-Handling steht bei Acquinox im Fokus und sorgt damit für eine umfassende und effiziente Absicherung der Versicherten.

Leistungen

- W&I-Versicherungen
- Steuerversicherungen
- Contingent Risks
- W&I | Contingent Risks Kombinationen

Service

- Erfahrene Experten für alle Sektoren
- Steuerexperten
- Claims Handling
- Maßgeschneiderte Prämienstrukturen

Know-how

- M&A/Real Estate Experten mit langjährigem Track Record
- Regelmäßiger Austausch auf Experten-Panels
- Veröffentlichungen zu den neuesten Entwicklungen
- Newsletter zu Marktentwicklungen

Standort in Deutschland

Frankfurt am Main



Adresse: Kaiserhofstr. 10,
60313 Frankfurt am Main
E-Mail: germany@acquinox.com
Web: www.acquinox.com

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/acquinox

Ihr Ansprechpartner



Dr. Marco Niehaus,
LL.M. (Cambridge), LL.M. Eur.
Geschäftsführer | Head of M&A DACH
Tel.: +49 69 5060 44702
Germany@acquinox.com



American International Group's (AIG) Wurzeln reichen bis in das Jahr 1919 zurück; heute gehören wir zu den größten globalen Versicherungsorganisationen. Als führender Spezialist für gewerbliche und private Versicherungslösungen verfügen wir über eines der umfassendsten Schaden- und Unfallversicherungsnetzwerke der Welt: in rund 70 Ländern bieten wir eine breite Palette von Versicherungsprodukten darunter Haftpflicht, Financial Lines, Property, Global Specialty, Crop Risk Services, Personal Lines sowie Accident & Health, an. In Deutschland sind wir seit 1946, mit Gründung der lokalen Niederlassung einer unserer Vorgängergesellschaften, aktiv. Heute sind wir Teil der AIG Europe S.A. mit Hauptsitz in Luxemburg. Von hier aus wird das Geschäft der AIG in der EMEA-Region gesteuert. Wir sind spezialisiert auf Versicherungsprodukte für lokale Unternehmen und multinationale Konzerne sowie spezifische Berufsgruppen wie Anwälte, Finanzberater, IT-Spezialisten, Versicherungsmakler etc. AIG entwickelt Versicherungslösungen, die auf die besonderen Bedürfnisse der jeweiligen Branchen oder Kundengruppen zugeschnitten sind.

AIG Europe S.A. – Direktion für Deutschland

Leistungen

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&ARisiken sowie Schadenfällen ist.

Schwerpunkte

Die AIG M&A-Spezialisten verfügen über mehrjährige Berufserfahrung sowohl im Investment-Banking, in der M&A-Beratung als auch in internationalen Wirtschafts- sowie Steuerkanzleien. Dies ermöglicht AIG, ein umfassendes und einzigartiges Leistungsspektrum bei der Absicherung von M&A-Transaktionen anzubieten.

Team

AIG hat in Deutschland das größte auf den M&A-Markt spezialisierte Team, mit 12 Mitarbeitern.

Mandate / Referenzen

In den letzten zwei Jahren konnten mehr als 200 Transaktionen erfolgreich begleitet werden.

Standorte

Frankfurt, München, Hamburg



Foto: © Gettyimages (Nancy Honey)

Adresse: Neue Mainzer Straße 46–50
60311 Frankfurt

Telefon: +49 69 97 113-0

Web: www.aig.de

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/aig

Ihr Ansprechpartner



Gunnar Harlacher
Head of M&A DACH
Tel.: +49 69 97113 741
gunnar.harlacher@aig.com



Amaniki

TAILORMADE UNDERWRITING

AMANIKI steht für Leidenschaft für das Underwriting. Die Gründerin ist eine der Pionierin auf dem M&A Versicherungsmarkt und vereint somit über 25 Jahren Erfahrung im Bereich M&A. Das internationale Team bietet Policen in ganz Europa und UK an. In Kürze kommen sogar Policen mit Versicherungsnehmern in Israel, Türkei, Dubai, Saudi-Arabien, Südafrika und der Schweiz hinzu. Wir haben Büros in Frankfurt und in London.

Im September wird AMANIKI ein Teil von Rising Edge werden. Beide haben Accredited Insurance (Europe) Ltd („AIEL“) als Kapazitätsgeber ist und können neben M&A Produkten über Rising Edge D&O Deckungen anbieten.

AMANIKI ist klein, aber fein. Wir vereinen langjährige Erfahrung im Underwriting in Deutschland, aber auch in ganz Europa. Das internationale Team verfügt über vielseitige Sprachkenntnisse und kennt dadurch die lokalen Gegebenheiten und Player.

Schwerpunkte

- W&I Versicherung
- Versicherung von Steuerrisiken
- Litigation Buy-outs
- D&O Run-off für Targets

Team

- 3 Underwriter
- 1 UW-Support
- 1 Office Manager
- 1 Office Dog

Standorte

Frankfurt am Main und London



Foto: © iudf1976/iStockphoto Ltd. – stock.adobe.com

Adresse: AMANIKI GmbH, Friedenstraße Nr. 7,
60311 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 8700 682 00

Web: www.amaniki.com

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/amaniki

Ihre Ansprechpartnerin



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

CLYDE&Co

Clyde & Co

Mit mehr als 5.500 Mitarbeitenden an weltweit knapp 70 Büros zählt Clyde & Co zu den weltweit führenden Wirtschaftskanzleien. Seit der Gründung im Jahr 1933 liegen unsere Stärken in den Sektoren, die den globalen Handel tragen: von Versicherungen, über Luft- und Schifffahrt, bis hin zu Energie und Rohstoffen sowie Handel und (Anlagen-)Bau.

In Deutschland beraten rund 70 Anwältinnen und Anwälte an unseren Standorten in Düsseldorf, Hamburg und München. Besonderes Ansehen genießen wir für unserer Beratung der Versicherungs- und Rückversicherungsbranche. Diese begleiten wir umfassend – von Konfliktlösung und Claims Handling über Produktentwicklung und Datenschutz/Cyber bis hin zu aufsichts- und vertriebsrechtlichen Themen sowie zu unternehmensbezogenen Projekten und Transaktionen. Nationale und internationale Versicherungskonzerne, MGAs und Makler vertrauen auf unsere Erfahrung.

Leistungen und Schwerpunkte

Mit den globalisierten und dynamischen Märkten des M&A-Geschäfts sind wir eng vertraut. Unsere fachbereichs- und jurisdiktionsübergreifende Beratung verbindet langjährige Erfahrung über das gesamte Spektrum von M&A-Projekten mit fundierter Kenntnis der Versicherungsbranche. Mandanten schätzen hier unsere innovative Herangehensweise und die individuelle Betreuung.

Unser integriertes und eingespieltes Team aus hoch spezialisierten anwaltlichen Beratern für M&A und Konfliktlösung wird ergänzt durch am Markt führende Spezialisten für Versicherungsrecht mit einem besonderen Fokus auf regulatorische und versicherungstechnische Risiken. Dies ermöglicht eine umfassende Risikobewertung und maßgeschneiderte Lösungen.

Mandate und Referenzen

Unser deutsches Team baut auf der Erfahrung aus mehr als 400 W&I-Projekten auf. Zudem haben wir die Abwehr oder Durchsetzung von mehr als 130 W&I-Schadensfällen begleitet.

Standorte

Düsseldorf, Hamburg und München sowie weitere 64 Standorte auf sechs Kontinenten



Adresse: Oberanger 32, 80331 München
Telefon: +49 89 244420 100
Web: www.clydeco.com

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/clydeco

Ihre Ansprechpartnerin



Eva-Maria Barbosa
 Partnerin, RA in
 Tel.: +49 89 244 420 101
eva-maria.barbosa@clydeco.com

Deloitte.

Financial Advisory – SPA and Dispute Advice

SPA and Dispute Advice bietet maßgeschneiderte Strategien, um Konfliktsituationen ganzheitlich zu lösen.

Streitigkeiten können durch eine Vielzahl verschiedener Ursachen entstehen. Oftmals werden Auseinandersetzungen durch signifikante Ereignisse im Unternehmen, durch tiefgreifende Veränderungen im Markt, in der Branche oder durch Unstimmigkeiten hinsichtlich der im Kaufvertrag vereinbarten Finanzaspekte nach einer Unternehmensübernahme hervorgerufen. Im äußersten Fall ist es nicht unüblich, dass M&A Konflikte dieser Art vor ein Schiedsgericht gebracht werden, um die entstandenen Ansprüche durchzusetzen. Wir begleiten Sie bei der Schadensquantifizierung auf dem Weg zu einer optimalen und ganzheitlichen Streitbeilegung.

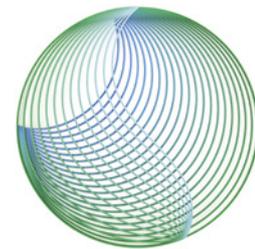
Ebenso können Versicherungsansprüche Unternehmen vor geschäftliche Herausforderungen stellen, deren Ausmaß sich nur schwer abschätzen lässt. Vorfälle wie Cyberangriffe, Naturkatastrophen, Brände oder Schäden durch höhere Gewalt führen regelmäßig zu Konflikten mit der Versicherung, insbesondere in Bezug auf die Höhe der Kompensation. In-

folgedessen kann es zu schwerwiegenden wirtschaftlichen Schäden kommen, die mit kostenintensiven und reputationsschädigenden Rechtsstreitigkeiten verbunden sein können. Unser Ziel ist es, mit einem koordinierten Ansatz und einer strategischen Verhandlung eine höchstmögliche Kompensation und eine zügige Abwicklung Ihrer Ansprüche zu erzielen.

Leistungen und Schwerpunkte

Der Fokus von Deloitte's SPA and Dispute Advice liegt auf den Themen:

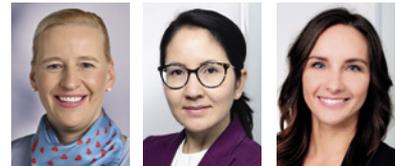
- **SPA Advisory:** Beratungsdienstleistungen für Unternehmenskaufverträge, inkl. Strukturierung der Kaufpreismechanismen, Finanz- und Rechnungslegungsdefinitionen, Buchhaltungsgarantien und Entschädigungen, Finanzaspekte der W&I-Ver einbarung, Rechnungsabschlüsse und Einspruchserklärungen.
- **Dispute Advisory:** Konzepte für optimale Streitbeilegung (als Schiedsgutachter oder Gutachter vor Gericht oder Schiedsgericht) in Post M&A Disputes, Shareholder-Streitigkeiten, Patent- und Lizenz-Konflikten (Intellectual Property), Investment-Streit-fällen.
- **Insurance Claims:** Schadenquantifizierung bei Versicherungsansprüchen, beispielsweise in Fällen von Betriebsunterbrechungen, Cyberangriffen, Umweltkatastrophen/ höherer Gewalt oder Bränden. Unterstützung bei den Verhandlungen mit der Versicherung.
- **Construction Claims:** Ansprüche im Bauwesen im Nachtragsmanagement, bei erhöhten Baukosten und Bauverzögerungen, Preis Anpassungsklauseln und Auftragsvergabeprozessen.



Deloitte GmbH – Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Adresse: Europa-Allee 91, 60486 Frankfurt
Web: www.deloitte.de

Ihre Ansprechpartner



Irina Novikova,
 Partner – SPA & Dispute Advice
 Tel.: +49 171 9039 591, irnovikova@deloitte.de

Gulnara Kalmbach,
 Director – SPA & Dispute Advice
 Tel.: +49 151 1430 4467, gkalmbach@deloitte.de

Zita Bevardi,
 Director – SPA & Dispute Advice
 Tel.: +49 151 1867 8439, zbevardi@deloitte.de



Funk ist mit über 1.650 Mitarbeitern an weltweit 37 Standorten Deutschlands größter inhabergeführter, unabhängiger Versicherungsmakler und Risk Consultant. Funk ist ein Unternehmen in der fünften Unternehmergeneration und kann auf 145 Jahre erfolgreiche Unternehmensgeschichte zurückblicken.

Das in Hamburg ansässige und aus Volljuristen bestehende Team berät weltweit Investoren und Verkäufer bei Unternehmens- und Immobilientransaktionen. Neben der Durchführung von Insurance Due Diligences und der Platzierung von Transaktionsversicherungen gehört auch die Post-Merger Integration des Zielunternehmens zum Full-Service Ansatz von Funk.

Zu unseren Kunden gehören neben Private-Equity Unternehmen auch strategische Investoren sowie Angehörige der beratenden Berufe.

Funk Gruppe

Leistungen

- Versicherungsmanagement
- Risikoanalyse und Beratung
 - Vertrags- und Schadenmanagement
 - Weltweite Services
 - Eigene Produktentwicklung
 - Strategiegelgespräche, Marktüberblick, News

Special Services

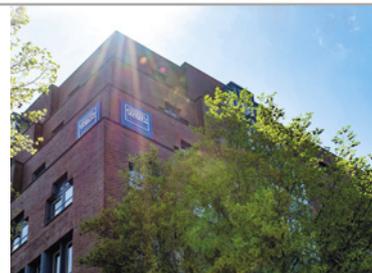
- Brandschutzberatung
- Forderungsabsicherung
- Cyber-Management
- M&A-Services
- Fuhrpark-Management
- Kundenschulungen

Risikomanagement

- Softwarelösung
- Business-Continuity-Management
- Total-Cost-of-Insurance
- Supply-Chain-Risikomanagement

Vorsorge

- Betriebliche Altersvorsorge
- Zeitwertkonten
- Betriebliche Krankenversicherung



Adresse: Valentinskamp 20, 20354 Hamburg
E-Mail: welcome@funk-gruppe.de
Telefon: +49 40 35914-0
Web: www.funk-gruppe.de

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/funk-group

Ihre Ansprechpartner



Benedict Prinzenberg, LL.M.
 Co-Head of Funk M&A Services
 Tel.: +49 40 35914-867
b.prinzenberg@funk-gruppe.de



Jan Wehkamp
 Co-Head of Funk M&A Services
 Tel.: +49 40 35914-584
j.wehkamp@funk-gruppe.de

HEUKING

Mit mehr als 400 Rechtsanwälten, Steuerberatern und Notaren an acht Standorten ist HEUKING eine der größten Wirtschaftskanzleien in Deutschland. Weltweit sind wir eng verbunden mit Top-Kanzleien und zudem exklusives deutsches Mitglied der World Services Group, einem globalen Netzwerk unabhängiger Kanzleien mit über 120 Mitgliedsfirmen in 150 Jurisdiktionen und mehr als 23.000 Berufsträgern.

HEUKING gehört zu den führenden M&A-Beratern in Deutschland. Unsere Expertinnen und Experten verfügen über umfassende Erfahrung bei nationalen und grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen sowie in allen Facetten des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, insbesondere bei Umstrukturierungen, Fusionen, Carve-outs, strategischen Allianzen und Joint Ventures.

Ein Team kompetenter und engagierter Anwältinnen und Anwälte begleitet Sie während sämtlicher Phasen der Transaktion und, soweit erwünscht, auch in steuerlicher Hinsicht. Durch unseren Full-Service-Ansatz sind wir in der Lage, notwendiges Branchen-Know-How in vielen Bereichen auch durch

HEUKING

Einbindung von Kolleginnen und Kollegen aus spezialisierten Bereichen darzustellen, die das operative Tagesgeschäft kennen.

Wir arbeiten in effizienten, mehrsprachigen Teams, die wir nach Branchenerfahrung und den Bedürfnissen unserer Mandatschaft zusammenstellen. Sie dürfen von uns zügige und lösungsorientierte Arbeit mit verbindlicher Kommunikation erwarten.

Standorte

Berlin, Chemnitz, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart

Referenzen

- Beratung der EP Corporate Group beim Einstieg in Stahlsparte der thyssenkrupp AG
- Beratung der Primepulse SE beim Verkauf der börsennotierten STEMMER IMAGING AG an den US-amerikanischen Private Equity-Investor MiddleGround
- Beratung der 1&1 Versatel GmbH / United Internet AG beim Erwerb von Glasfasernetzen in München, Frankfurt, Düsseldorf und Stuttgart von British Telecom / BT Germany
- Beratung des Private Equity Investors AUCTUS Capital Partners AG beim Erwerb der Petrol- und Bitumenlogistiksparte der HOYER Group
- Beratung der börsennotierte CANCOM SE bei Übernahme der K-Businesscom-Gruppe



Adressen: Georg-Glock-Str. 4, 40474 Düsseldorf
 Neuer Wall 63, 20354 Hamburg
 Prinzregentenstr. 48, 80538 München
E-Mail: info@heuking.de
Web: www.heuking.de

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/heuking-kuhn-luer-wojteck

Ihre Ansprechpartner



Boris Dürr,
 Tel.: +49 89 540 31-232, b.duerr@heuking.de

Dr. Jörg Schewe,
 Tel.: +49 40 35 52 80-63, j.schewe@heuking.de

Dr. Julius Wedemeyer, LL.M.,
 Tel.: +49 221 20 52-1, j.wedemeyer@heuking.de

MÖHRLE HAPP LUTHER

Möhrle Happ Luther ist eine multidisziplinäre Wirtschaftskanzlei mit Standorten in Hamburg, Berlin und Schwerin. Mehr als 450 kluge Köpfe setzen sich bei uns für den Erfolg unserer Mandantschaft ein. In Teams aus den Bereichen Steuerberatung, Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung, Consulting und IT-Consulting arbeiten wir nach dem Motto „gemeinsam exzellent“: Fachübergreifend begleiten wir nationale und internationale Unternehmen im Tagesgeschäft und bei komplexen Projekten. Wir beraten Familien- und mittelständische Unternehmen, vermögende Privatpersonen und Stiftungen ebenso wie Konzerne, kapitalmarktorientierte Gesellschaften und öffentliche Unternehmen. Möhrle Happ Luther ist Teil von Crowe Global, einem der Top-10-Beratungsnetzwerke weltweit.

Wir beraten Versicherungen, Versicherungsnehmer:innen und versicherte Personen bei der Ausgestaltung und dem Abschluss von W&I-Versicherungen und Steuerrisikoversicherungen. Besonderer Schwerpunkt unserer Arbeit ist die deckungs- und haftungsrechtliche Beratung. So unterstützen wir Versicherungen bei der Abwehr von Ansprüchen und bei der Einhaltung von Obliegenheiten aus

Möhrle Happ Luther

dem Versicherungsvertrag. Versicherungsnehmer:innen und versicherte Personen helfen wir bei der Abwehr, Geltendmachung und Durchsetzung von versicherungsrechtlichen Ansprüchen. Eine weitere Spezialexpertise ist das Versicherungssteuerrecht, insbesondere bei grenzüberschreitenden und internationalen Versicherungspolicen. Weitere Informationen auf www.mhl.de.

Leistungen

W&I- und Steuerversicherungen; Legal-, Tax- und Financial-Due-Diligence-Prüfung; Claims Handling.

Schwerpunkte

Arbeit & Outsourcing, Bewertungen, Crypto-Assets und Blockchain, D&O- und W&I-Insurance, Digitale Transformation, Datenschutz und Compliance, Familienunternehmen und Unternehmerfamilien, Finanzierung und Kapitalmarkt, Gesellschaftsrecht, Handelsrecht, Immobilien, Intellectual Property, Werbung und Medien, Kritische Infrastruktur & kommunale Wirtschaft, Life Science, M&A und Umstrukturierung, Nachhaltigkeitsberatung, Prüfung und Rechnungslegung, Sanierung, Restrukturierung und Insolvenz, Steuern, Vermögen und Nachfolge

Team

Mehr als 450 kluge Köpfe, davon 32 M&A-Expert:innen

Standorte

Hamburg, Berlin und Schwerin



Adresse: Brandstwierte 3, 20457 Hamburg
E-Mail: hamburg@mhl.de
Telefon: +49 40 85301-0
Web: www.mhl.de

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/moehrelehappluther

Ihre Ansprechpartner



Dr. Uwe Eppler
u.eppler@mhl.de



Patricia Herms
p.herms@mhl.de

NORTON ROSE FULBRIGHT

Mit unserem hochspezialisierten Team beraten wir zu allen Fragen rund um W&I-Versicherungen, unterstützen unsere Mandanten umfassend bei Underwritings sowie Claims, und sind geschätzter Sparringspartner besonders bei kritischen Entscheidungen rund um Deckungspositionen. Unser deutsches W&I-Team ist eingebunden in ein starkes globales Netzwerk, zählt zu den führenden im Markt und ist in der Versicherungsbranche bestens vernetzt. Darüber hinaus verfügt unser Team über umfangreiche Erfahrung in der Beratung des Versicherungssektors bei (strategischen) M&A-Transaktionen sowie zu gesellschaftsrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Themen.

An weltweit über 50 Standorten beraten wir mit über 3.500 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälten führende national wie auch international tätige Unternehmen. Mit mehr als 130 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälten in Deutschland verbinden wir die internationale Stärke der Kanzlei mit fundierten Kenntnissen des hiesigen Rechtsmarkts und begleiten unsere Mandanten bei inländischen als

Norton Rose Fulbright

auch grenzüberschreitenden Transaktionen, Projekten und streitigen Auseinandersetzungen.

Wir vertreten unsere Mandantinnen und Mandanten insbesondere in unseren anerkannten Branchenschwerpunkten Financial Institutions; Energy, Infrastructure and Resources; Consumer Markets; Transport; Technology sowie Life Sciences and Healthcare. Unsere globale Risk Advisory Group kombiniert diese umfassende Branchenerfahrung mit ihrem Fachwissen in rechtlichen und regulatorischen Bereichen sowie beim Thema Compliance und Governance. So können wir unseren Mandantinnen und Mandanten praxisorientierte Lösungen zu den rechtlichen und regulatorischen Risiken bieten, mit denen sie sich konfrontiert sehen.

Standorte in Deutschland

Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München



Foto: © Norton Rose Fulbright

Adresse (Frankfurter Büro):
 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt

Telefon: +49 69 505096 0
Web: www.nortonrosefulbright.com

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/nortonrosefulbright

Ihre W&I-Ansprechpartner



Dr. Heiko Bertelmann
 Partner | Gesellschaftsrecht/M&A
 Tel.: +49 40 970799 126, heiko.bertelmann@nortonrosefulbright.com



Tino Duttiné
 Partner | Steuerrecht
 Tel.: +49 69 505096 350, tino.duttine@nortonrosefulbright.com



WTW

WTW bietet datengesteuerte, evidenzbasierte Lösungen in den Bereichen Mitarbeitende, Risiko und Kapital. Wir nutzen die globale Sichtweise und das lokale Fachwissen unserer Mitarbeitenden in 140 Ländern und Märkten, um Unternehmen dabei zu helfen, ihre Strategie zu schärfen, die Widerstandsfähigkeit ihrer Organisation zu verbessern, ihre Mitarbeitenden zu motivieren und ihre Leistung zu maximieren. In enger Zusammenarbeit mit unseren Kunden decken wir Chancen für nachhaltigen Erfolg auf und bieten Perspektiven, die Sie weiterbringen.

Unser Angebot für M&A

Damit Ihre Transaktionen Erfolge werden, steht Ihnen das M&A Corporate Risk and Broking Team von WTW entlang des gesamten Transaktionsprozesses und auch danach aktiv zur Seite – mit Due-Diligence-Tätigkeiten sowie individuellen Versicherungslösungen, die wir an Ihren Anforderungen ausrichten – mit kombinierter Expertise in den Bereichen M&A, Risikomanagement, Underwriting und Brokerage – und das nicht nur in Deutschland, sondern bei Bedarf auch weltweit.

Leistungen

- Vor der Transaktion klären wir die betrieblichen Risiken des Targets (DD), Risiken aus möglichen Garantieverletzungen aus dem SPA (W&I) oder sonstigen Transaktionsrisiken (wie Tax oder sogenannte Contingent Risk Deckungen).
- Während der Transaktion implementieren wir alle Versicherungen, die für das SPA oder bis zum Closing relevant sind, wie oben beschrieben, aber auch inkl. entsprechender Deckungen bei einem IPO, oder neu zu installierender betrieblicher Deckungen.
- Nach der Transaktion stellen wir das Versicherungsportfolio zukunftssicher auf und helfen bei Bedarf, dieses nachhaltig zu managen.

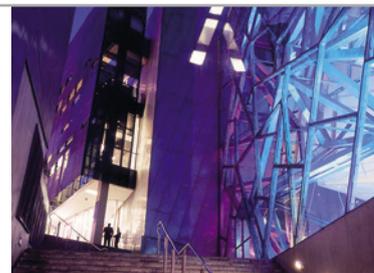
Darüber hinaus unterstützen Sie unsere HR-Experten im Rahmen von Transaktionen in allen Themen rund um das Personalmanagement und die Organisationskultur.

Referenzen

Wir nennen Ihnen gerne auf Anfrage Projekte und Kunden sowohl aus Deutschland als auch international (ausschließlich von unseren Kunden freigegebene Referenzen). Sprechen Sie uns an.

Standorte

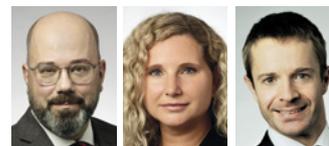
Bremen, Frankfurt, Hamburg, Hannover, Köln, München, Reutlingen, Wien, Wiesbaden



Adresse: Ulmenstraße 30, 60325 Frankfurt
Telefon: +49 69 1505-50
Web: www.wtwco.de

Social Media: LinkedIn:
www.linkedin.com/company/wtwcompany

Ihre Ansprechpartner



Robert Engels
 Head of M&A DACH, Corporate Risk and Broking;
 Tel.: +49 69 8484 55 1294; robert.engels@wtwco.com

Janin Kauffmann
 Director, M&A DACH, Corporate Risk and Broking;
 Tel.: +49 69 848455 1282; janin.kauffmann@wtwco.com

Volker Eichhorn
 Director, M&A DACH, Corporate Risk and Broking;
 Tel.: +49 69 8484 55 1281; volker.eichhorn@wtwco.com

Kapitalmarkt Plattform
GoingPublic
 Börse – Finanzierung – Wachstum

Unternehmer
 Edition
 Finanzierung – Nachfolge – Vermögen

Impressum Special „M&A Insurance“ (7. Jg.), Sep. 2024

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

Gesamtleitung: Markus Rieger, rieger@goingpublic.de

Redaktionsleitung: Stefan Preuß

Bildredaktion: Robert Berger, Andreas Potthoff

Bilder: stock.adobe.com (siehe jeweiliger Bildnachweis); Unternehmensbilder

Titelbild: © BillionPhotos.com – stock.adobe.com

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Eva-Maria Barbosa, Max Bäumer,
 Dr. Heiko Bertelmann, Dr. Andreas Börner, Dr. Michael R. Drill; Boris Dürr,
 Robert Engels, Dr. Sven Förster, Marcel Giessler, Gulnara Kalmbach,
 Janin Kauffmann, Susanne Kind, Adriaan Louw, Patrick Müller,
 Dr. Marco Niehaus, Irina Novikova, Benedict Prinzenberg, Ingo Schleis,
 Jan Wehkamp

Interviewpartner: Dr. Uwe Eppler, Dr. Thomas Mannsdorfer, Julia Monsech

Gestaltung: Robert Berger, Andreas Potthoff

Lektorat: Benjamin Eder

Gesamtleitung: Markus Rieger,
 Tel.: 089-2000339-0, rieger@goingpublic.de

Kundenbetreuung Unternehmereedition: Nina Sterr,
 Tel.: 089-2000 339-30, sterr@goingpublic.de
 Gültig ist die Preisliste Nr. 2 vom 1. Januar 2013.

Erscheinungstermine GoingPublic 2024: 23.3. (1/2024), 29.4. (Special „Corporate Finance Recht“), 10.6. (Special „Mitarbeiterbeteiligung“), 29.6. (2/2024), 2.9. (Special „M&A Insurance“), 14.9. (3/2024), 9.10. (Special „Kapitalmarkt Österreich“), 19.10. (Special „Reporting Trends“), 14.12. (4/2024 inkl. Sonderteil „Kapitalmarkt Schweiz“)

Erscheinungstermine Unternehmereedition 2024: 1/24 Unternehmensnachfolge (22.3.) • Spezial „Investoren im Mittelstand“ (17.5./ Update: 22.11.) • Spezial „Mitarbeiterbeteiligung“ (10.6.) • 2/24 Unternehmensfinanzierung (21.6.) • 4/23 Unternehmensverkauf (20.9.) • 4/24 Unternehmervermögen (13.12.)

Preise: Einzelpreis 9,80 EUR

Abonnementverwaltung: abo@unternehmeredition.de, Tel.: 089-2000 339-0

Druck: Druckerei Joh. Walch GmbH & Co KG, Augsburg

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

Nachdruck: © 2024 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.

Datenschutz: Der Schutz Ihrer Daten ist uns wichtig. Es gilt die Datenschutzerklärung der GoingPublic Media AG, ebenfalls abrufbar auf unserer Website www.goingpublic.de/datenschutz.

ISSN 2190-2364 (Unternehmereedition), ISSN 1435-3474 (GoingPublic Magazin), ZKZ 74988 (Unternehmereedition), ZKZ 64983 (GoingPublic Magazin)



NORTON ROSE FULBRIGHT

Quality | Unity | Integrity

Norton Rose Fulbright is a global law firm. We provide the world's preeminent corporations and financial institutions with a full business law service. We have more than 3000 lawyers and other legal staff based in more than 50 cities across Europe, the United States, Canada, Latin America, Asia, Australia, the Middle East and Africa.

nortonrosefulbright.com