



Philipp von Braunschweig, LL.M.  
RECHTSANWALT UND PARTNER  
BEI POELLATH, München

## Markttrends im W&I-Versicherungsmarkt und ihre Auswirkungen auf die M&A-Vertragspraxis

Gewährleistungs- und Freistellungsversicherungen (*Warranty and Indemnity Insurances*) sind seit vielen Jahren fester Bestandteil der M&A-Transaktionspraxis. Hierbei werden Risiken des Zielunternehmens, die Gegenstand von Garantien (*Warranties*) und Freistellungen (*Indemnities*) der Verkäufer sind, durch eine spezielle, transaktionsbezogene W&I-Versicherung abgedeckt. Im wirtschaftlichen Ergebnis tritt die Haftung der Versicherung ganz oder teilweise an die Stelle der eigenen Haftung der Verkäufer. Jedoch ist aus Käufersicht der vollständige Ausschluss der Eigenhaftung des Verkäufers nicht unproblematisch.

Üblicherweise werden W&I-Versicherungen heute als Käufer-Policen ausgestaltet, d.h. der Versicherer verpflichtet sich gegenüber dem Käufer, für die Garantien und Freistellungen des Verkäufers aus dem Unternehmenskaufvertrag (*Sale and Purchase Agreement, SPA*) einzustehen. Somit obliegt es dem Erwerber, die W&I-Versicherung abzuschließen. Allerdings wird im Rahmen von Bieterverfahren die W&I-Versicherungslösung in aller Regel bereits vom Verkäufer vorbereitet. Ein vom Verkäufer beauftragter (aber bei Zustandekommen der Versicherung im Regelfall vom Käufer zu bezahlender) Versicherungsmakler holt hierzu bereits auf Basis des verkäuferseitigen Muster-SPA unverbindliche Angebote von Versicherern ein und fasst diese in einem *Non-Binding Indications (NBI) Report* zusammen, der den Bietern im Datenraum zugänglich gemacht wird.

### Ziel: Ausschluss der Eigenhaftung des Verkäufers

Die gewünschte Haftungsabschottung des Verkäufers wird dabei wie folgt erreicht: Im SPA gibt der Verkäufer, wie im unversicherten Unternehmenskauf, Garantien und Freistellungen gegenüber dem Käufer ab, die Haftung des Ver-

käufers wird dabei jedoch im Regelfall, d. h. für die Garantien zum operativen Geschäftsbetrieb und meist auch für die Steuerfreistellung (nicht aber für Rechtsmängel und ähnliche sogenannte *Fundamental Warranties*) auf einen minimalen Betrag (*Cap*) beschränkt. Mit zunehmender Zahl von Anbietern auf dem W&I-Versicherungsmarkt sind die Anforderungen an die Eigenhaftung der Verkäufer in den letzten Jahren immer weiter zurückgegangen. Zwar enthalten die W&I-Versicherungspolizen im Verhältnis zwischen Versicherer und Käufer Bagatellregelungen (*de-minimis*; in der Regel aktuell bei etwa 0,1 % des Transaktionswertes) und Freibeträge (in der Regel zwischen 0,25 % und 0,5 % des Transaktionswertes) aber eine Eigenhaftung des Verkäufers wird von den Versicherern (und im aktuellen Marktumfeld auch von den Käufern) nicht mehr gefordert, sodass der im SPA vereinbarte Cap im Regelfall bei EUR 1,00 liegt. Ansprüche, die den Cap übersteigen, kann der Käufer dann nur gegen die Versicherung, nicht gegen den Verkäufer selbst, geltend machen, so dass die Differenz zwischen Cap gemäß SPA und Freibetrag gemäß W&I-Police somit vom Käufer selbst getragen wird.

Zahlt eine Versicherung an den Geschädigten aufgrund eines von einem Dritten verursachten Schadens, steht dem Versicherer grundsätzlich ein gesetzlicher Regressanspruch (sog. Subrogation) gegen den Schädiger zu. Um die gewünschte Haftungsabschottung für den Verkäufer zu erreichen, muss daher sichergestellt werden, dass der Käufer mit dem Versicherer den Ausschluss der Subrogation vereinbart. Eine entsprechende Verpflichtung des Käufers gegenüber dem Verkäufer ist Bestandteil des SPA; in der Praxis ist der Ausschluss der Subrogation unproblematisch, weil bereits in den Standard-Bedingungen der W&I-Versicherer enthalten.

Aus Käufersicht ist der vollständige Ausschluss der Eigenhaftung des Verkäufers nicht unproblematisch, denn der Wegfall des Haftungsrisikos mag sich bei manchem Verkäufer nachteilig auf die Sorgfalt bei der Abgabe der Garantien und Zusammenstellung der Vertragsanlagen (*Disclosure Exhibits*) auswirken. Immerhin hat die Versicherungslösung für den Käufer den Vorteil, dass er einen (im Regelfall) solventen Schuldner für seine Garantie- und Freistellungsansprüche hat und Streitige Verhandlungen über Kaufpreiseinbehalte, Bürgschaften und Escrows im Regelfall überflüssig werden. Im aktuellen Marktumfeld, das nach wie vor als „Verkäufermarkt“ beschrieben werden kann, ist es jedenfalls in Bie-

terverfahren zum Standard geworden, dass die Verkäufer von vornherein auf einer vollständigen Absicherung der Transaktion durch eine W&I-Versicherung unter Ausschluss der Eigenhaftung bestehen.

### **Durchbrechung der Haftungsabschottung bei Vorsatz**

Die Abschottung des Verkäufers von jeglicher Haftung ist jedoch nicht lückenlos. Denn im Garantiekatalog des SPA kann eine Haftung des Verkäufers für vorsätzlich unrichtige Angaben weder wirksam ausgeschlossen noch wirksam beschränkt werden. Haftungsbeschränkende Regelungen aller Art (Cap, Verweis auf die Inanspruchnahme der W&I-Versicherung, Verkürzung der gesetzlichen Verjährung etc.) müssen im SPA stets mit einer ausdrücklichen Ausnahme für die Vorsatzhaftung versehen werden, da anderenfalls ein Risiko bestünde, dass die haftungsbeschränkenden Regelungen insgesamt (also auch hinsichtlich nicht vorsätzlichen Handelns) unwirksam sein können. Ebenso ist auch in der W&I-Police ein Ausschluss der Subrogation für vorsätzliches oder arglistiges Handeln des Verkäufers nicht möglich.

Trotz der Haftungsbeschränkung auf Vorsatz ist allerdings für den Verkäufer und seine Berater Vorsicht bei der Formulierung der Garantien geboten: Macht der Verkäufer ohne vorherige Sachverhaltserkundigungen Angaben „ins Blaue hinein“, kann dies unter bestimmten Voraussetzungen von der Rechtsprechung als vorsätzliches Handeln angesehen werden, d.h. insoweit ließe sich weder die Haftung nach dem SPA noch die Subrogation durch den Versicherer wirksam ausschließen. Das Risiko einer Vorsatzhaftung für Angaben „ins Blaue hinein“ lässt sich reduzieren, indem Garantien im SPA ausdrücklich unter den Vorbehalt positiver Kenntnis des Verkäufers (unter ausdrücklichem Ausschluss von Erkundigungspflichten) gestellt wird; die entsprechenden Klauseln werden im angelsächsischen Sprachgebrauch als *Knowledge Qualifiers* bezeichnet.

Naturgemäß sind Garantien mit *Knowledge Qualifiers* für den Käufer von eingeschränktem Wert, denn positive Kenntnis des Verkäufers von der Unrichtigkeit einer Garantie wird vielfach nicht vorliegen oder jedenfalls im Streitfall nicht zu beweisen sein. Auch hierfür können W&I-Versicherer neuerdings im Rahmen

einer sogenannten Enhancement-Vereinbarung zur Versicherungspolice Lösungen anbieten: für eine Vielzahl typischer Garantien (jedoch nicht für alle Garantien) können Versicherer ein sogenanntes *Knowledge Scrape* anbieten, d. h. die betreffende Garantie wird, auch wenn sie von Verkäufern nur mit *Knowledge Qualifier* abgegeben wird, so versichert als wäre sie kenntnisunabhängig abgegeben worden. Vor diesem Hintergrund fordern Verkäufer in Bieterverfahren zunehmend die Einschränkung von Garantien auf positive Kenntnis mit der Maßgabe, dass der Käufer mit der Versicherung ein *Knowledge Scrape* vereinbaren möge. Nachteilig hieran ist, dass *Knowledge Scrapes* zu nicht unerheblichen Erhöhungen der Versicherungsprämien (in der Marktpraxis um bis zu 10 %) führen, denn die kenntnisunabhängige Versicherung von Garantien, die der Verkäufer selbst nur kenntnisabhängig abgibt, bedeutet für den Versicherer natürlich ein erhebliches und schwer kontrollierbares Zusatzrisiko.

### **Sonstige Enhancements**

Zu den umstrittenen Verhandlungspunkten in unversicherten Unternehmenskäufen gehören unter anderem auch der Schadensbegriff (insbesondere die Einbeziehung mittelbarer Folgeschäden und entgangenen Gewinns) sowie die Verjährungsfristen. Angesichts der Begrenzung der Eigenhaftung des Verkäufers für die Garantien zum operativen Geschäftsbetrieb (und meist auch für die Steuerfreistellung) auf einen minimalen Cap sind Verkäufer häufig bereit, eine weite Schadensdefinition und großzügige Verjährungsfristen zu akzeptieren. Schließlich ist die wirtschaftliche Relevanz dieser Klauseln im Wesentlichen auf die sogenannten *Fundamental Warranties* (wie z.B. rechtliche Existenz der Zielgesellschaft und lastenfreies Eigentum an den verkauften Anteilen) beschränkt, für die im Regelfall eine Eigenhaftung bis zu 100 % des Kaufpreises vereinbart wird, da die Versicherungssumme zur vollständigen Abdeckung dieser Garantien zumeist nicht ausreicht. Für vorsätzlich unrichtige Garantien lässt sich im Regelfall ohnehin weder der gesetzliche Umfang des Schadensersatzes reduzieren noch lassen sich die gesetzlichen Verjährungsfristen verkürzen.

Gleichwohl lässt sich in jüngster Zeit beobachten, dass Verkäufer teilweise enge Schadensbegriffe und sehr kurze Verjährungsfristen vorgeben, da die W&I-

Versicherer mittlerweile in der Lage sind, auch hierfür *Policy Enhancements* anzubieten. Hierbei ist der Versicherer bereit, Gewährleistungen auch über die im SPA vorgesehenen Fristen hinaus (bis zum Ablauf einer längeren, in der Versicherungspolice vereinbarten, Frist) abzudecken und auch für im SPA ausgeschlossene Folgeschäden und entgangenen Gewinn aufzukommen. Auch diese *Enhancements* sind allerdings meist mit nicht unerheblichen Prämienzuschlägen verbunden, sodass die Sinnhaftigkeit einer Verkürzung von Verjährungsfristen und Einengung des Schadensbegriffs im SPA im Einzelfall von den Parteien abgewogen werden müssen.

### **Umgang mit identifizierten Risiken, Haftungsausschlüssen und DD-Findings**

Noch vor einigen Jahren waren W&I-Versicherungslösungen in der M&A-Praxis mit Unsicherheiten und Zeitverzögerungen verbunden, da das Angebot an Versicherern begrenzt war und Versicherer regelmäßig auf einer zusätzlichen Due-Diligence- (DD-) Prüfung (jedenfalls zu ausgewählten Themen) bestanden, die zeitlich der DD-Prüfung des Käufers nachgelagert war. Mittlerweile beschränkt sich die versicherungsseitige Prüfung im Wesentlichen darauf, dass die Rechtsberater des Versicherers die DD-Berichte der Käufer-Berater im Hinblick auf die darin identifizierten Risiken überprüfen. Soweit in den DD-Berichten konkrete Risiken mit hoher Eintrittswahrscheinlichkeit benannt werden, führt dies im Regelfall zu Haftungsausschlüssen oder -einschränkungen in der Versicherungspolice. Dies gilt insbesondere für identifizierte Steuerrisiken. Insoweit spielt also der Versicherer den Ball an die SPA-Vertragsparteien zurück, sodass diese das identifizierte Risiko entweder einpreisen oder durch eine unversicherte Garantie oder Freistellung mit Eigenhaftung des Verkäufers abdecken müssen.

Auch für identifizierte Risiken sind mittlerweile Versicherungslösungen im Markt erhältlich, allerdings einzelfallbezogen und nach gründlicher Risikoprüfung durch die Versicherung. Übliche Versicherungsprämien für die Abdeckung bekannter Steuerrisiken können z.B. zwischen 5 % und 10 % des versicherten Risikos liegen; wird allerdings die Eintrittswahrscheinlichkeit im Tax-DD-Bericht als hoch eingestuft ist eine separate Versicherung im Regelfall nicht möglich. Ähnliche Lösungen werden z.T. für Risiken aus einzelnen Rechtsstreitigkeiten angeboten,

dies jedoch zu nicht unerheblichen Kosten (zumeist ein niedriger bis mittlerer zweistelliger Prozentsatz des versicherten Prozessrisikos). Weitere Bereiche, für die z.T. im Rahmen von Standard-W&I-Policen keine Deckung möglich ist, aber im Einzelfall eine Erweiterung eine Deckung verhandelt werden kann, sind insbesondere Umwelt- und Produkthaftung. Hier ist, ähnlich wie teilweise auch bei der Deckung für Steuerrisiken, zu beachten, dass häufig die Einbeziehung von Auslandssachverhalten in bestimmten Jurisdiktionen problematisch werden kann. Nicht versicherbar sind weiterhin sogenannte *Leakage*-Garantien in Bezug auf Mittelabflüsse aus der Zielgesellschaft an die Verkäuferseite sowie Verhaltenspflichten (*Covenants*) des Verkäufers zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug; insoweit sieht das SPA üblicherweise eine betragsmäßig unbegrenzte Eigenhaftung des Verkäufers vor.

Grundsätzlich gilt, dass W&I-Versicherer nur solche Risiken versichern, die Gegenstand der Käufer-DD waren. Die früher häufige Praxis von Bietern, aus Zeit- oder Kostengründen den Umfang der DD einzuschränken und sich zu den nicht abgedeckten Themenfeldern ausschließlich auf die Garantien zu verlassen, funktioniert somit im Rahmen eines W&I-Konzeptes nur eingeschränkt:

Befindet der Versicherer den DD-Prüfungsumfang zu einzelnen Themen als dünn oder sind Bereiche gänzlich von der DD ausgeschlossen, droht eine Einschränkung der Police mit der Folge, dass die fraglichen Themen entweder eingepreist oder durch eigene Haftungen des Verkäufers abgedeckt werden müssen. Gleiches gilt, wenn der Käufer mit seinen DD-Providern Wesentlichkeitsschwellen vereinbart, die oberhalb der in der Police vorgesehenen De-Minimis-Grenze liegen.

Praktische Relevanz hat die Thematik auch für die Einbeziehung kleinerer Auslandstochtergesellschaften in die Legal- und Tax-DD. Hier muss im Vorhinein mit den Versicherern geklärt werden (d.h. vom Versicherungsmakler bei den Versicherern angefragt werden), inwieweit Risiken bei unwesentlichen Tochtergesellschaften auch ohne DD-Prüfung durch lokale Berater mitversicherbar sind. In jüngster Zeit ist hier eine erhöhte Flexibilität der Versicherer zu beobachten, in dem ein sogenanntes *Blind Spot Cover* für Auslandstochtergesellschaften mit geringem Anteil am Gesamtumsatz der Unternehmensgruppe angeboten wird.

### **Preistrends und separate Höherversicherung für *Fundamental Warranties***

Der starke Wettbewerb unter Versicherern hat dazu geführt, dass die Versicherungsprämien über Jahre rückläufig waren und sich aktuell auf günstigem Niveau stabilisiert haben. Übliche Versicherungsprämien liegen je nach Transaktionsvolumen aktuell etwa zwischen 1 % und 1,5 % der Versicherungssumme (*Policy Limit*). Bei einem marktüblichen *Policy Limit* von z.B. 30 % des Transaktionswertes (*Enterprise Value*) liegt die Prämie somit zwischen etwa 0,3 % und 0,5 % des *Enterprise Value*. Bei kleineren Transaktionen gelten zum Teil fixe Mindestprämien. Verschiedene übliche aber gesondert zu vergütende Enhancements lösen zusätzliche Kosten aus, die zwischen 10 und 20 % der Prämie liegen können. Hinzu kommt ein pauschalierter Ersatz der Anwaltskosten des Versicherers durch den Käufer (regelmäßig zwischen 5 % und 10 % der Prämie), der im Regelfall auch bei Nichtzustandekommen der Transaktion zu entrichten ist. Teilweise verlangen Versicherer zusätzlich bei Nichtzustandekommen der Transaktion Break-up-Fees zur Deckung ihres eigenen Aufwandes.

Zunehmend werden von Versicherern separate Höherversicherungen nur für *Fundamental Warranties* bis zur Höhe des vollen Kaufpreises angeboten (bzw. wird von den Verkäufern der Abschluss einer solchen Höherversicherung durch den Käufer verlangt). Die Kosten hierfür können aktuell bis zu 0,2 % des Transaktionswertes betragen, sodass, wenn keine Rechtsmängelrisiken erkennbar sind, häufig aus Kostengründen auf den Abschluss einer solchen Höherversicherung verzichtet wird.

### **Fazit**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass W&I-Versicherungen im aktuellen Marktumfeld mehr denn je eine preisgünstige, hochstandardisierte und schnelle Lösung sein können, die die früher üblichen anwaltlichen Verhandlungs-Schlachten zu Garantien und Haftungen stark verkürzen, die Risiken des Verkäufers minimieren und gleichzeitig Bürgschaften und Sicherheitseinbehalte überflüssig machen, da der Käufer mit dem W&I-Versicherer einen (im Regelfall) finanzkräftigen Schuldner hat.

Der starke Wettbewerb unter den W&I-Anbietern hat darüber hinaus zu kreativen Lösungen auch für die vielen noch verbliebenen Problemkreise geführt. Teilweise sind diese Lösungen allerdings mit erhöhten (und je nach Versicherer zum Teil sehr unterschiedlichen) Kosten verbunden. Nicht nur Haftungsausschlüsse des Versicherers sondern auch die einzelnen angebotenen *Enhancements* zu bestimmten Vertragsklauseln unterscheiden sich nicht unerheblich von Versicherer zu Versicherer.

Mehr denn je ist daher die frühzeitige Einbindung eines Versicherungsmaklers durch den Verkäufer und eine detaillierte Abfrage der einzelnen Bedingungen verschiedener Versicherer auf Basis konkreter Vertragsklauseln aus dem verkäuferseitigen SPA-Entwurf entscheidend für eine erfolgreiche W&I-Versicherungslösung. Die umfassende Aufbereitung der unterschiedlichen unverbindlichen Angebote der Versicherer durch den Makler im Rahmen eines *NBI Reports*, der den Kaufinteressenten im Datenraum zur Verfügung gestellt wird, ist daher mittlerweile zum Standard in Bieterverfahren geworden.

Philipp von Braunschweig@pplaw.de

---

#### **Über den Autor:**

*PHILIPP VON BRAUNSCHWEIG ist Partner bei POELLATH ([www.pplaw.com](http://www.pplaw.com)) und seit über 25 Jahren auf Buy-out-Transaktionen für Private Equity-Fonds, Unternehmer und Beteiligungsgesellschaften spezialisiert. Im aktuellen JUVE-Handbuch ist er zum zweiten Mal in Folge unter den 28 „führenden Beratern“ für Private Equity-Transaktionen in Deutschland aufgeführt. Neben seiner anwaltlichen Tätigkeit ist er Praxisdozent und Vorsitzender des Executive Board des Master-Studiengangs Wirtschaftsrecht an der Universität Münster.*