

Betriebs Berater



7 | 2016

Recht | Wirtschaft | Steuern

15.2.2016 | 71. Jg.
Seiten 385–448

DIE ERSTE SEITE

Prof. Dr. Bernd Stibi, WP/StB

Sir David wurde erhört: Nach dem neuen Leasingstandard erfolgt die Bilanzierung von Nutzungsrechten beim Leasingnehmer

WIRTSCHAFTSRECHT

Dr. Lars Teigelack, RA, und **Dr. Christian Dolff**, LL.M., RA

Kapitalmarktrechtliche Sanktionen nach dem Regierungsentwurf eines Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetzes – 1. FimanoG | 387

Dr. Tim Kaufhold, RA

Stapled Insurance bei Private Equity-Transaktionen in Deutschland | 394

STEUERRECHT

Clemens Petersen, StB, **Axel Ortjohann**, StB, und **Bogdan Hinz**, StB

Abspaltung zu Null – Antrag auf Buchwertfortführung beim verbleibenden Gesellschafter? | 405

Andreas Patzner, RA/StB, und **Frank Wiese**, RA

Besteuerung des Verfalls von Knock-out-Produkten im Lichte der neueren Rechtsprechung | 409

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Jens Berger, CPA, und **Dr. Hendrik Nardmann**, WP

IFRS 16 – der neue Leasingstandard und seine Auswirkungen auf Unternehmen | 425

ARBEITSRECHT

Dr. Bettina Scharff, RAin/FAinArbR

Beteiligungsrechte von Arbeitnehmervertretungen bei Umstrukturierungen auf Unternehmens- und Betriebsebene | 437

Dipl.-Kfm. Dr. Tim Kaufhold, RA

Stapled Insurance bei Private Equity-Transaktionen in Deutschland

Transaktionen können daran scheitern, dass zwischen Erwerber und Veräußerer keine Einigkeit über einzelne Garantien oder einen Kaufpreiseinbehalt zur Absicherung von Ansprüchen aus Garantien (*Escrow*) erzielt wird. Eine mögliche Lösung in dieser Situation ist die Übertragung des Risikos der Inanspruchnahme aus den Garantien an einen Versicherer über eine Gewährleistungsversicherung gegen Zahlung einer Versicherungsprämie, üblicherweise als *Warranty & Indemnity Insurance* bezeichnet. Stellt der Veräußerer potentiellen Erwerbern im Rahmen eines M&A-Prozesses ein mit einem Versicherer vorab abgestimmtes unverbindliches Angebot über den Abschluss einer Versicherung für Ansprüche aus den Garantien des Unternehmenskaufvertrages zur Verfügung, wird von *Stapled Insurance* gesprochen. Dieser Beitrag erläutert *Stapled Insurance*, insbesondere bei Private Equity-Transaktionen.

I. Gewährleistungsversicherungen bei Private Equity-Transaktionen in Deutschland

War das Interesse an Gewährleistungsversicherungen Anfang des Jahrtausends noch verhalten¹, haben sich Gewährleistungsversicherungen mittlerweile auch in Deutschland zu einem häufig eingesetzten Instrument bei M&A-Transaktionen entwickelt.² Infolgedessen und aufgrund des gestiegenen Wettbewerbs zwischen den Versicherern sind auch die Versicherungsprämien in den vergangenen Jahren stark gesunken.³

Die Verhandlung des Unternehmenskaufvertrages und dabei insbesondere der Garantien ist wesentlicher Bestandteil einer M&A-Transaktion. Erwerber und Veräußerer streiten regelmäßig neben einzelnen Garantien über den *Escrow*. Im Fall des Abschlusses einer Gewährleistungsversicherung werden gegen Zahlung einer Versicherungsprämie die Risiken entweder im Rahmen einer Käufer- oder einer Verkäufer-Police an den Versicherer übertragen.

Bei einer Käufer-Police schließt der Erwerber die Versicherungspolice ab, d.h. er schließt mit der Versicherung einen eigenständigen Vertrag, auf dessen Grundlage der Versicherer die Haftung für Ansprüche aufgrund von Garantieverletzungen übernimmt. Im Unterschied dazu sichert eine Verkäufer-Police den Veräußerer vor der Inanspruchnahme aus den Garantien ab.⁴ Käufer-Policen decken damit im Unterschied zu Verkäufer-Policen auch vorsätzliche oder grob fahrlässige Falschangaben in Garantieerklärungen des Verkäufers ab.⁵ Die versicherungsrechtliche Einordnung von Käufer- und Verkäufer-Policen ist nicht Gegenstand dieses Beitrags und im Schrifttum bereits hinreichend erörtert.⁶

Gegenwärtig werden überwiegend Käufer-Policen abgeschlossen. Finanzinvestoren haben als Veräußerer ein besonderes Interesse an Käufer-Policen, da sie keinen *Escrow* zur Sicherung von Ansprüchen aus Garantien hinnehmen möchten. Der Erwerber hat mit dem Versicherungsunternehmen einen solventen Schuldner und

verzichtet im Fall einer Käufer-Police in der Regel auf einen *Escrow*. Zudem akzeptiert er regelmäßig einen sehr geringen Haftungshöchstbetrag⁷ im Unternehmenskaufvertrag. Selbst wenn es ihnen in den Verhandlungen gelingt, dass auf einen *Escrow* verzichtet wird, schütten Finanzinvestoren in der Regel einen Betrag, in dessen Höhe sie nach dem Unternehmenskaufvertrag potentiell in der Haftung stehen, nicht an ihre Investoren aus. Sie möchten es unbedingt vermeiden, im Fall der Inanspruchnahme aus einer Garantie Geld von ihren Investoren zurückholen zu müssen, das sie zuvor ausgeschüttet haben.

Bei einer Direktausschüttung ist die interne Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals (*internal rate of return* – IRR) für Finanzinvestoren in der Regel höher.⁸ Zwar zieht der Erwerber die Versicherungsprämie, die er für die Käufer-Police zu zahlen hat, regelmäßig vom Kaufpreis ab. Häufig ist der IRR trotz Abzug der Versicherungsprämie vom Kaufpreis aber höher, da der Erwerber auf einen *Escrow* verzichtet bzw. ein geringerer Betrag beim Finanzinvestor für etwaige Garantieansprüche zurückgehalten werden muss und deshalb ein höherer Betrag direkt an die Investoren des Private Equity-Fonds ausgeschüttet werden kann.

II. Stapled Insurance

Aus Sicht von Finanzinvestoren als Veräußerer haben Käufer-Policen in der Regel einen positiven Einfluss auf ihren IRR. Deshalb versuchen sie als Veräußerer in M&A-Prozessen zunehmend, den Erwerber dazu zu bewegen, eine Käufer-Police abzuschließen. Im Rahmen von *Stapled Insurance* stellt der Veräußerer potentiellen Erwerbern dabei ein unverbindliches Angebot zum Abschluss einer Gewährleistungsversicherung zur Verfügung.⁹ Die unverbindlich angebotene Käufer-Police ist dabei regelmäßig mit dem Verkäuferentwurf des Unternehmenskaufvertrages abgestimmt, da der Veräuße-

1 Vgl. *Grossmann/Mönlich*, NZG 2003, 708, 712.

2 Anders noch *Hundertmark/Paul*, in: *Eilers/Koffka/Mackensen*, *Private Equity*, 2. Aufl. 2012, S. 471, die den Abschluss von Gewährleistungsversicherungen noch als eher selten ansehen; so auch *Mannsdorfer*, INF 2011, 181, 182.

3 Vgl. z.B. *Stilken*, *Börsen-Zeitung* Nr. 112, 14.6.2014, 9. Der Verfasser kann diese Entwicklung ebenfalls bestätigen. Zur aktuellen Höhe der Prämien vgl. Abschn. III.

4 Auf die Unterschiede zwischen Käufer- und Verkäufer-Policen soll im Rahmen dieses Beitrags nicht weiter als notwendig eingegangen werden. Vgl. dazu näher z.B. *Franz/Keune*, *VersR* 2013, 1371, 1372 f.; *Grossmann/Mönlich*, NZG 2003, 708, 710 f.; *Hasselbach/Reichel*, ZIP 2005, 377, 377 f.; *Hiort*, CFL 2012, 127, 128 f.; *Kränzlin/Otte/Fassbach*, BB 2013, 2314, 2315.

5 Vgl. z.B. *Franz/Keune*, *VersR* 2013, 1371, 1373.

6 Für Käufer-Policen wird eine Einordnung als Vermögensschadenversicherung oder Betriebsunterbrechungsversicherung diskutiert. Die Verkäufer-Police wird als Haftpflichtversicherung nach den §§ 100 ff. VVG eingeordnet. Vgl. z.B. *Franz/Keune*, *VersR* 2013, 1371, 1374; *Hasselbach/Reichel*, ZIP 2005, 377, 377; *Mannsdorfer*, INF 2011, 181, 184 f.; *Metz*, NJW 2010, 813, 814.

7 Vgl. näher dazu unten unter Abschn. IV. 2.

8 Vgl. auch *De Ridder*, *M&A Review* 2001, 498, 500; *Franz/Keune*, *VersR* 2013, 1371, 1372; *Walker/Mannsdorfer*, *M&A Review* 2012, 207, 207.

9 Vgl. auch *Oberbracht*, *Corporate und M&A* 2015 – Sonderedition 2015, 26, 27.

rer den Prozess zum Abschluss der Gewährleistungsversicherung schon zuvor eingeleitet hat. Eine solche Käufer-Police im Rahmen von Stapled Insurance wird deshalb auch „*Seller flip-over Buyer-Police*“ genannt.¹⁰

Stapled Insurance setzt den Abschluss einer Käufer-Police voraus. Der Abschluss von Verkäufer-Policen ist keine Alternative zu Stapled Insurance, da der Erwerber in diesem Fall nicht auf einen Escrow verzichten würde. Gegenüber dem Erwerber bliebe der Veräußerer bei Abschluss einer Verkäufer-Police vollständig in der Haftung.

III. Stapled Insurance im M&A-Prozess

Bei strukturierten M&A-Prozessen erfolgt die Ansprache der Versicherungen durch die Investmentbank bzw. den M&A-Berater des Veräußerers bereits in einem frühen Stadium der Transaktion. Die Versicherungen werden üblicherweise nicht direkt, sondern über einen Versicherungsmakler kontaktiert. Er tritt mit verschiedenen Versicherungen in Kontakt. Die Versicherungen haben inzwischen spezielle Teams für die Bearbeitung von Gewährleistungsversicherungen bei M&A-Transaktionen aufgebaut. Insbesondere durch die Einstellung von Personen, die mit M&A-Prozessen vertraut sind (Rechtsanwälte mit entsprechender Berufserfahrung¹¹ sowie erfahrende M&A-Berater) als sog. *Underwriter*, ist es den Versicherungen gelungen, schneller abschlussfähig zu sein. In der Vergangenheit waren insbesondere lange Bearbeitungszeiten bei den Versicherungen ein Grund für das Scheitern des Abschlusses einer Gewährleistungsversicherung. Mittlerweile kennen die Versicherungen aber die Dynamik von M&A-Prozessen und sind darauf eingestellt. Die Mitarbeiter der Versicherung bzw. deren rechtliche Berater erhalten Zugang zum Datenraum. Sie prüfen selbstständig die relevanten Dokumente, um die potentiellen Risiken abschätzen zu können. Ziel der Veräußererseite ist es, die unverbindlichen Versicherungsangebote gemeinsam mit dem Verkäuferentwurf des Unternehmenskaufvertrages in den Datenraum einzustellen.

Finanzinvestoren erwarten von potentiellen Erwerbern, dass sie den Abschluss einer Gewährleistungsversicherung akzeptieren. Es wird klar kommuniziert, dass nur Angebote, die den Abschluss einer Käufer-Police hinsichtlich der Garantien beinhalten, überhaupt in Erwägung gezogen werden. Wirtschaftlich wird die Versicherungsprämie vom Veräußerer getragen. Sie wird vom Kaufpreis abgezogen, was im Unternehmenskaufvertrag ausdrücklich erwähnt werden kann, aber nicht muss.

Der Erwerber verhandelt die Käufer-Police mit dem Versicherer parallel zur Verhandlung des Unternehmenskaufvertrages mit dem Veräußerer. Da die Käufer-Police auf die Garantien im Unternehmenskaufvertrag verweist, führen Änderungen des Unternehmenskaufvertrages regelmäßig auch zu Änderungen der Versicherungspolice. Der Versicherer lässt sich in dieser Phase auch den Due Diligence-Bericht des Erwerbers zur Prüfung aushändigen. Die Versicherungspolice wird üblicherweise zwischen Käufer und Versicherungsunternehmen kurz vor der Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrages abgeschlossen.

Die Kosten von Käufer-Policen im Rahmen von Stapled Insurance sind nicht höher als bei anderen Käufer-Policen, liegen also gegenwärtig bei 1% bis 2,5% der Deckungssumme¹² bei üblichem Selbstbehalt.¹³ In der Vergangenheit scheiterte der Abschluss einer

Gewährleistungsversicherung bei Transaktionen neben mangelnder Flexibilität durch lange Bearbeitungszeiten bei den Versicherungen oft auch aufgrund hoher Kosten. Gesunkene Kosten sowie die Professionalisierung auf Seiten der Versicherer haben Gewährleistungsversicherungen und speziell Stapled Insurance immer häufiger werden lassen. In Zukunft sollten zudem aufgrund der gesunkenen Mindestprämien¹⁴ Gewährleistungsversicherungen bzw. Stapled Insurance auch für Transaktionen mit Volumina, bei denen früher eine Gewährleistungsversicherung nicht in Betracht gezogen wurde, eine Alternative werden.

IV. Inhalt einer Käufer-Police im Rahmen von Stapled Insurance

1. Umfang der Versicherung

Inhaltlich unterscheidet sich eine Käufer-Police im Rahmen von Stapled Insurance nicht von einer Käufer-Police, die ein Erwerber selbst initiiert.¹⁵ In der Regel sind nicht alle Garantien im Unternehmenskaufvertrag vollständig versichert, sondern nur teilweise oder ggf. eingeschränkt. Ob und inwieweit die jeweiligen Garantien des Unternehmenskaufvertrages versichert sind, wird regelmäßig in einer Anlage zur Versicherungspolice aufgeführt. Beispielsweise werden einzelne Garantien, die im Unternehmenskaufvertrag objektiv abgegeben werden, nur eingeschränkt für den Fall der positiven Kenntnis und ggf. der grob fahrlässigen Unkenntnis der Veräußerer bzw. des Managements versichert.¹⁶

Bei Stapled Insurance ist die Versicherung im Ausgangspunkt in der Regel bereit, die Garantien zu versichern, die im Verkäuferentwurf des Unternehmenskaufvertrages enthalten sind. Der Erwerber versucht in den Verhandlungen mit dem Veräußerer regelmäßig, weitere oder weitergehende Garantien gewährt zu bekommen. Ist er erfolgreich, muss er wiederum mit der Versicherung darüber verhandeln, ob diese weiteren oder weitergehenden Garantien auch über die Käufer-Police versichert werden können. Einige spezielle Garantien wie beispielsweise Garantien zur Angemessenheit von Pensionsrückstellungen oder Garantien hinsichtlich des zukünftigen Erreichens von Budget- und/oder Umsatzzahlen sind gar nicht oder nur schwer versicherbar. Die Versicherung von Freistellungen ist vom Einzelfall abhängig. Einige Versicherungen versichern standardmäßig auch eine einfache Freistellung für Steuern vor dem Vollzug der Transaktion mit. Jedenfalls erhöht sich bei Versicherung von Freistellungen die Versicherungsprämie.

Die Haftungsausschlüsse im Rahmen von Stapled Insurance unterscheiden sich nicht von Haftungsausschlüssen in sonstigen Käufer-

10 Vgl. *Oberbracht*, Corporate und M&A 2015 – Sonderedition 2015, 26, 27.

11 Vgl. auch *Kränzlin/Otte/Fassbach*, BB 2013, 2314, 2316.

12 Ähnlich auch *Hiort*, CFL 2012, 127, 130; *Kränzlin/Otte/Fassbach*, BB 2013, 2314, 2315, und *Oberbracht*, Corporate M&A 2015, 26, 27. *Franz/Keune*, VersR 2013, 1371, 1375, geben als durchschnittliche Prämie noch 3–6% der Deckungssumme an. Letztere Werte kann der Verfasser nicht bestätigen.

13 Zum Selbstbehalt vgl. unten unter Abschn. IV. 2.

14 Die Mindestprämien liegen gegenwärtig bei ca. 50 000 Euro.

15 Bei Transaktionen ohne Stapled Insurance initiieren Erwerber oftmals selbstständig Käufer-Policen, um im Bieterverfahren ein attraktives Angebot ohne Escrow und mit geringer Haftungshöchstgrenze machen zu können.

16 Für die Kenntnis bzw. grob fahrlässige Unkenntnis der Veräußerer wird in der Praxis auf die Kenntnis bzw. grob fahrlässige Unkenntnis der Geschäftsführer/Vorstände und teilweise auch der zweiten Führungsebene des zu veräußernden Unternehmens abgestellt (*Seller's Best Knowledge*).

Policen. Üblich ist insbesondere der Ausschluss der Haftung im Fall positiver Kenntnis.¹⁷

2. Haftungshöchstgrenze, Selbstbehalt und Deckungssumme

Wird im Rahmen von Stapled Insurance eine Käufer-Police abgeschlossen, sieht der Unternehmenskaufvertrag üblicherweise eine im Vergleich zur Situation ohne Gewährleistungsversicherung niedrige Haftungshöchstgrenze vor, z.B. 1% des Unternehmenswertes (*Enterprise Value*). Die darüber hinausgehende Haftung (ab der Haftungshöchstgrenze bis zur Deckungssumme) wird zwischen dem Erwerber und dem Versicherer in der Käufer-Police vereinbart.

Die maximale Haftung des Veräußerers gemäß dem Haftungshöchstbetrag im Unternehmenskaufvertrag entspricht in der Regel dem Selbstbehalt des Erwerbers in der Käufer-Police.¹⁸ Für den Erwerber ist so eine lückenlose Inanspruchnahme bei entweder dem Veräußerer oder der Versicherung bis zur Deckungssumme der Käufer-Police gewährleistet.

Der Selbstbehalt des Erwerbers ist für die Versicherung wichtig. Für den Erwerber soll ein Anreiz bestehen, eine sorgfältige Due Diligence durchzuführen.¹⁹ Aus Sicht der Versicherung soll auch der Veräußerer zumindest in Höhe eines Betrages, der dem Selbstbehalt des Erwerbers nach der Käufer-Police entspricht, nach dem Unternehmenskaufvertrag haften. Der Veräußerer soll ein eigenes Interesse an der Richtigkeit der Garantieerklärungen haben und sie sorgsam prüfen und verhandeln.²⁰ Ansonsten könnte der Veräußerer sogar den Anreiz haben, umfangreiche Garantien zu gewähren, um dadurch einen höheren Kaufpreis zu erlangen, ohne dass sich dadurch für ihn das Risiko erhöhen würde.

3. Rechtswahl

Aus Sicht des Erwerbers sollte darauf geachtet werden, dass der Unternehmenskaufvertrag demselben nationalen Recht unterliegt wie der der Käufer-Police zugrunde liegende Versicherungsvertrag.²¹ Dadurch wird das Risiko minimiert, dass die Auslegung identischer Begriffe oder Vertragsklauseln in beiden Verträgen zu unterschiedlichen Ergebnissen führt.

V. Stapled Insurance und die Versicherung von Managementgarantien

Bei Private Equity-Transaktionen fordern Finanzinvestoren sowohl als Erwerber als auch als Veräußerer vom Management regelmäßig die Abgabe eigenständiger Garantien, die als selbstständige Garantieversprechen nach § 311 Abs. 1 BGB ausgestaltet sind.²² Handelt es sich um operative Garantien und werden sie anstelle von Garantien im Unternehmenskaufvertrag in einem eigenständigen Dokument²³ abgegeben, lassen sich diese Garantien ebenso wie Garantien im Unternehmenskaufvertrag versichern. Für die Versicherung dieser Garantien gilt nichts anderes als für die Versicherung von Garantien im Unternehmenskaufvertrag. Die Versicherung von Managementgaran-

tien funktioniert ebenfalls als Stapled Insurance. Diese Konstellation kommt in der Praxis durchaus vor. Neben dem Unternehmenskaufvertrag wird dann auch das Dokument, das die Managementgarantien enthält, in den Datenraum eingestellt. Die vorherigen Ausführungen zur Versicherung von Garantien im Unternehmenskaufvertrag lassen sich entsprechend übertragen.

Das Management ist grundsätzlich nur bereit, für Garantien gegenüber den Erwerbern entsprechend einer Quote, die seiner Beteiligung am Unternehmen entspricht, zu haften. Haftet das Management im Außenverhältnis mit einer höheren Quote oder sogar alleine, lässt es sich üblicherweise im Innenverhältnis von den anderen Veräußerern für den Fall der Inanspruchnahme aus den Garantien für die über die Haftung nach der Beteiligungsquote hinausgehende Haftung freistellen.

VI. Zusammenfassung

1. Gewährleistungsversicherungen als Käufer-Policen im Rahmen von Stapled Insurance haben sich zu einem üblichen Instrument in M&A-Prozessen und insbesondere bei Private Equity-Transaktionen in Deutschland entwickelt.
2. Aufgrund der Professionalisierung der Versicherungsunternehmen sowie der gesunkenen Kosten ist mit einem weiteren Wachstum der abgeschlossenen Versicherungspolicen zu rechnen, insbesondere im Rahmen von Stapled Insurance.
3. Durch eine Käufer-Police lässt sich trotz eines sehr geringen Haftungshöchstbetrags des Veräußerers eine der Höhe nach marktübliche Absicherung für Garantieansprüche des Erwerbers auch ohne Escrow erreichen.
4. Es lassen sich operative Garantien des Managements, die anstelle operativer Garantien im Unternehmenskaufvertrag abgegeben werden und die als selbstständige Garantieversprechen nach § 311 Abs. 1 BGB ausgestaltet sind, über eine Käufer-Police im Rahmen von Stapled Insurance versichern.

Dipl.-Kfm. Dr. Tim Kaufhold ist Rechtsanwalt bei P+P Pöhlath + Partners in München. Er studierte Rechtswissenschaften sowie Volks- und Betriebswirtschaftslehre in Bonn, Lausanne (HEC) und Frankfurt/Main. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind die rechtliche Beratung bei M&A- und Private Equity-Transaktionen, insbesondere auch bei Management Buy-Outs.



¹⁷ Vgl. z. B. *Hasselbach/Reichel*, ZIP 2005, 377, 378.

¹⁸ Vgl. auch *Metz*, NJW 2010, 813, 815.

¹⁹ Vgl. auch *Herrmann*, in: Beckmann/Matusche-Beckmann, Versicherungsrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2015, § 39, Rn. 162.

²⁰ *Metz*, NJW 2010, 813, 815.

²¹ Vgl. dazu auch *Franz/Keune*, VersR 2013, 1371, 1375; *Grossmann/Mönlich*, NZG 2003, 708, 710.

²² Vgl. *Hohaus/Kaufhold*, BB 2015, 709, 710f.

²³ In der Praxis wird dieses Dokument z. B. als *Warranty Deed* oder als *Management Representation Deed* bezeichnet.