

W&I Versicherungen im M&A-Prozess: Schutzmechanismen zur Risikominderung



Nadine Hitschke,
Rechtsanwältin/
Associate Corporate Law,
ROSE & PARTNER Rechtsanwälte
Steuerberater PartGmbH



Dr. Ronny Jänig, LL.M. (Durham),
Partner, Rechtsanwalt/
Fachanwalt für Handels- und
Gesellschaftsrecht,
ROSE & PARTNER Rechtsanwälte
Steuerberater PartGmbH

1. Einleitung

Im Rahmen von Mergers & Acquisitions (M&A) versuchen Käufer und Verkäufer die jeweils eigene Rechtsposition möglichst umfangreich abzusichern. Dies geschieht in der Praxis durch ein häufig sehr komplexes Geflecht aus Garantien und Freistellungen im Unternehmenskaufvertrag. Diese Garantien und Freistellungen bergen jedoch für beide Seiten Risiken. Die Praxis versucht zunehmend, diese mit Hilfe von sogenannten Transaktionsversicherungen (Warranty & Indemnity Insurances (W&I)) abzusichern.

Der folgende Beitrag gibt einen Überblick über den Einsatz und die Funktionsweise von W&I-Versicherung im Rahmen des M&A-Prozesses und beleuchtet die zentralen Aspekte und Risiken.

2. Garantien und Freistellungen in Unternehmenskaufverträgen

Unternehmenskaufverträge beinhalten meist eine präzise Risikoaufteilung zwischen Verkäufer und Käufer. Für

bestimmte ausdrücklich erklärte Garantien und Freistellungen übernimmt der Verkäufer die Haftung. Zu den wesentlichen Garantien zählen die sogenannten Fundamentalgarantien (z. B. zur Eigentümerschaft von Rechten), Bilanzgarantien („Zahlenwerk“) und operative Garantien (z. B. wesentliche Vertragsbeziehungen, Personal, Compliance, geistiges Eigentum).¹ Freistellungen sind vertragliche Vereinbarungen, bei denen eine Partei die Verpflichtung übernimmt, die andere Partei von bestimmten finanziellen Risiken oder Haftungen freizuhalten und zu entschädigen, falls diese eintreten.

Umfang und Dauer dieser Verkäuferhaftung werden im Verlauf der Verhandlungen individuell von den Parteien angepasst. Verkäufer sind zur Minimierung ihrer Post-M&A-Risiken meist daran interessiert, die Garantieanzahl zu beschränken und Haftungshöchstgrenzen sowie die Verjährungsfristen möglichst gering zu halten. Käufer hingegen streben tendenziell eine breite Absicherung mit möglichst wenig Freistellungsverpflichtungen an.

¹ Krause/Uwase, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 9, 6. Auflage 2021, § 52, Rn. 174.

Risiken, die nicht durch die Garantien erfasst sind, verbleiben beim Käufer und können bei diesem zu unerwarteten Kosten führen. Häufig besteht der Käufer daher auf zusätzliche Sicherheiten, um seine Ansprüche bei Garantieverletzungen tatsächlich durchsetzen zu können. Dies geschieht etwa durch Hinterlegung eines Kaufpreisteils auf einem Treuhandkonto, Bankgarantien oder Garantien durch eine übergeordnete Gesellschaft des Verkäufers.

3. Grundlegendes zur W&I-Versicherung

Die W&I-Versicherung dient in erster Linie der Minimierung der beschriebenen Risiken aus Garantien und Freistellungsverpflichtungen im Zuge von M&A-Transaktionen. Vor großvolumigen Unternehmensverkäufen wird in der Regel eine umfangreiche Analyse des Unternehmens durch den Käufer durchgeführt (sogenannte Due Diligence). Im Fokus stehen dabei die wirtschaftlichen, rechtlichen, steuerlichen und finanziellen Verhältnisse oder auch die Einhaltung von Compliance und Umweltvorschriften.

Im Unternehmenskaufvertrag gibt der Verkäufer basierend auf den Ergebnissen der Due Diligence-Prüfung Garantien und Freistellungserklärungen ab. Der Käufer ist darauf angewiesen, dass vor allem die Garantien korrekt sind, da er andernfalls finanzielle Verluste erleiden könnte.

Hier setzt die W&I-Versicherung an, wobei Versicherungsnehmer sowohl Verkäufer als auch Käufer sein kann.

3.1 Verkäuferseitige W&I-Versicherung (Verkäuferpolice)

Eine Verkäuferpolice schützt den Verkäufer vor Ansprüchen, die der Käufer aufgrund von Garantieverletzungen nach dem Abschluss des Deals geltend macht. Dies kann in der Praxis einen sauberen Exit beschleunigen, da der Verkäufer sein langanhaltendes Risiko von

Garantieverletzungen weitergegeben hat. Insbesondere Private-Equity-Verkäufer schätzen diesen Vorteil, da sie so schneller aus ihren Investments aussteigen können.²

3.2 Käuferseitige W&I-Versicherung (Käuferpolice)

Bei einer käuferseitigen W&I-Versicherung übernimmt die Versicherungsgesellschaft das Risiko des Käufers, wenn sich nach der Transaktion herausstellt, dass eine Garantie verletzt wurde. Die Käuferpolice ist somit als Eigenschadenversicherung einzuordnen und hat sich inzwischen in der Praxis als Regelfall von W&I-Versicherungen etabliert, nachdem lange Zeit die Verkäuferpolice den Markt dominierte.³

Der Käufer kann sich im Fall einer Käuferpolice direkt an die Versicherungsgesellschaft wenden und eine Entschädigung verlangen. Anders als bei der Verkäuferpolice muss der Käufer dem Versicherer lediglich die Garantieverletzung und seinen Schaden darlegen.⁴ Eine rechtskräftige (schieds-)gerichtliche Feststellung des Anspruchs des Käufers gegen den Verkäufer ist nicht erforderlich.⁵ Das Ziel besteht darin, die finanzielle Belastung für den Käufer zu minimieren und gleichzeitig sicherzustellen, dass der Verkäufer nicht nachträglich mit Schadensersatzforderungen konfrontiert wird.

4. Vorteile der W&I-Versicherung im M&A-Prozess

W&I-Versicherungen bieten sowohl Käufern als auch Verkäufern zahlreiche Vorteile, die sie zu einem unverzichtbaren Werkzeug in der M&A-Praxis machen. Durch die Einbeziehung einer W&I-Versicherung können potenziell strittige Garantiefragen schneller gelöst werden, was die Verhandlungsposition verbessert, und den Abschluss des Unternehmenskaufvertrages beschleunigt.

Die W&I-Versicherung ermöglicht es dem Verkäufer, erhebliche Haftungsrisiken, die traditionell mit der Abgabe von

Übersicht: Due Diligence Bereiche	
Finanzielle Due Diligence:	Diese Prüfung analysiert die finanzielle Lage des Unternehmens, einschließlich Bilanzen, Cashflow, Verbindlichkeiten und Forderungen. Ziel ist es, ein umfassendes Bild der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens zu erhalten.
Rechtliche Due Diligence:	Hier wird untersucht, ob das Unternehmen in rechtlichen Auseinandersetzungen involviert ist, ob es alle gesetzlichen Vorschriften einhält und ob wesentliche Verträge bestehen, die zukünftige Verpflichtungen schaffen könnten.
Steuerliche Due Diligence:	Diese Prüfung befasst sich mit der steuerlichen Situation des Unternehmens, insbesondere potenziellen Risiken aus vergangenen Steuerperioden und der Einhaltung der steuerlichen Vorschriften.
Operative und technische Due Diligence:	Hierbei wird geprüft, ob das Unternehmen seine operativen Prozesse effizient führt und ob mögliche technische oder infrastrukturelle Schwachstellen bestehen.

Abb. 1: Übersicht: Due Diligence Bereiche

Quelle: ROSE & PARTNER Rechtsanwälte Steuerberater PartGmbH

Garantien verbunden sind, effektiv auf die Versicherungsgesellschaft auszulagern. Hierbei werden fast ausschließlich selbständige Garantien vereinbart.⁶ Dies sind solche, aufgrund dessen der Garantiegeber verschuldensunabhängig auf das positive Interesse haftet.

Für den Käufer bietet die W&I-Versicherung den Vorteil, dass er sich bei einer Garantieverletzung direkt an die Versicherung wenden kann, ohne auf den Verkäufer (und dessen finanzielle Ressourcen) angewiesen zu sein. Die Durchsetzung von Post-M&A-Ansprüchen wird dem Käufer hierdurch erleichtert. Insbesondere bei internationalen Deals oder bei Verkäufern, die nach der Transaktion nicht mehr greifbar sind oder aufgelöst werden, ist dies von wesentlicher Bedeutung.

5. Inhalt der W&I Police

Der Versicherungsschutz einer W&I-Police beginnt oft bei einem Selbstbehalt des Versicherungsnehmers und umfasst typischerweise eine Deckungssumme von 10 bis 50% des Unternehmenswertes.⁷ Abhängig von der Art der Police kann der Käufer bei der in der Praxis dominierenden käuferseitigen W&I-Versicherung Ansprüche entweder direkt gegenüber der Versicherung geltend machen oder der Verkäufer Rückgriff auf die Versicherung nehmen, falls Ansprüche gegen ihn

bestehen. Häufig wird indes der Versicherungsschutz für bestimmte Risiken in der W&I-Police ausgeschlossen. Dazu zählen typischerweise Risiken aus steuerlichen Sachverhalten, aus Sachverhalten, die in der Due Diligence offengelegt wurden sowie aus Sachverhalten, die bereits bei Abschluss des Vertrages als besonders risikobehaftet angesehen wurden.

Die Prämien für diese Versicherungen variieren zwischen 0,65% und 2,5% der Versicherungssumme.⁸ Sie sind abhängig von Faktoren wie der Transaktionsgröße und den übernommenen Risiken, und in einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld durchaus gerechtfertigt. Da W&I-Versicherungen nicht alle Risiken abdecken (s. o.) ist eine sorgfältige Prüfung des Versicherungsvertrags zur Identifizierung von Regelungslücken unumgänglich. Zudem erfordert die Erstellung einer maßgeschneiderten W&I-Police enge Zusammenarbeit zwischen den Beteiligten (siehe Ziffer 6.3) und kann zeitaufwendig sein. Der W&I-Prozess sollte daher frühzeitig in die Transaktionsverhandlungen integriert werden.⁹

6. Bedeutung der Due Diligence im M&A-Prozess und die W&I Versicherung

Ausgangspunkt der W&I-Versicherung ist, wie eingangs bereits ausgeführt wurde,

² Daghles/Haßler, GWR 2016, 455, 456.

³ Picot, Münchener Anwaltshandbuch GmbH-Recht, 5. Auflage 2023, § 21, Rn. 204.

⁴ Franz/Jakobs, VersR 2014, 659, 664.

⁵ Hoenig/Klingen, NZG 2016, 1244, 1244.

⁶ Becker/Mallmann, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 7, 6. Auflage 2020, § 134, Rn. 4.

⁷ Grädler/Fritsche/Beilborn, GWR 2018, 464, 464.

⁸ Picot, Münchener Anwaltshandbuch GmbH-Recht, 5. Auflage 2023, § 21, Rn. 203.

⁹ Grossmann, Mönlich, NZG 2003, 708, 711.



die Analyse des Unternehmens durch den Käufer (Due Diligence). Ziel dieser Due Diligence-Prüfung ist es, die vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Unternehmensinformationen zu verifizieren und potenzielle Risiken zu identifizieren.

6.1 Phasen der Due Diligence-Prüfung

Die Due Diligence Prüfung unterteilt sich inhaltlich typischerweise in vier Bereiche: finanzielle, rechtliche, steuerliche und operative/technische Due Diligence¹⁰. Je nach der Ausgestaltung des zu verkaufenden Unternehmens werden diese vier Bereiche unterschiedlich detailliert geprüft.

Die Due Diligence-Prüfung ist nicht nur für die Vertragsverhandlungen entscheidend, sondern hat auch direkten Einfluss auf die W&I-Versicherung. Dessen Ergebnisse haben erhebliche Auswirkungen auf den Umfang und die Ausgestaltung einer W&I-Versicherung. Der W&I-Versicherer kommt daher bereits während der Verhandlungen über den Unternehmenskaufvertrag ins Spiel.¹¹ Die Versicherungsgesellschaft wird die Ergebnisse der Due Diligence genau prüfen, um zu entscheiden, welche Risiken die Transaktion hervorruft und welche ausgeschlossen werden können.¹² Bekannte Risiken, die durch die Due Diligence-Prüfung aufgedeckt wurden, werden in der Regel von

der Deckung ausgeschlossen (siehe auch Ziffer 5.).

6.2 Relevanz der Due Diligence für die Versicherungsprämie

Die Ergebnisse der umfassenden Due Diligence-Prüfung beeinflussen nicht nur den Kaufpreis. Sie haben auch maßgeblichen Einfluss auf die Höhe der Prämie und die Versicherungsbedingungen.¹³ Je umfassender und „sauber“ die Due Diligence Prüfung durchgeführt wurde, desto geringer fällt in der Regel die Risikoeinschätzung der Versicherungsgesellschaft aus. Dies führt typischerweise zu günstigeren Konditionen.

Trotz W&I-Versicherung bleibt der Verkäufer bei M&A-Transaktionen für vorsätzliche Falschangaben, wie „Angaben ins Blaue hinein,“ haftbar. Zwar wird gemäß § 86 VVG der Forderungsübergang auf den W&I-Versicherer häufig ausgeschlossen,¹⁴ doch greift dies nicht bei Vorsatz, weshalb der Verkäufer im eigenen Interesse auf sorgfältige Offenlegungen und wohl formulierte Garantien und Freistellungen achten sollte.

6.3 Rolle der Berater und Versicherer in der Due Diligence

Berater, wie etwa Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer,

spielen eine entscheidende Rolle im Due Diligence-Prozess. Sie analysieren die vom Verkäufer bereitgestellten relevanten Dokumente und Daten und präsentieren die Ergebnisse sowohl dem Käufer als auch der Versicherungsgesellschaft. Die Versicherer setzen häufig eigene Due Diligence-Experten ein oder arbeiten mit Beratern zusammen, um sicherzustellen, dass die herausgearbeiteten Risiken angemessen bewertet werden.¹⁵

Die transparente Durchführung des Due Diligence Prozesses in enger Abstimmung mit dem W&I-Versicherer bzw. dessen eigener Ausarbeitung ist daher für alle Beteiligten besonders wichtig. Nur so kann sichergestellt werden, dass die W&I-Police auf die identifizierten Risiken passgenau zugeschnitten ist.

7. Fazit

Im M&A-Prozess haben sich W&I-Versicherungen zu einem unverzichtbaren Werkzeug etabliert. Durch eine Übertragung von Haftungsrisiken an Versicherer ermöglichen sie für Verkäufer einen „sauberen Exit“ und für Käufer eine zusätzliche Absicherung von Transaktionsrisiken. Eine gut abgestimmte W&I-Versicherung stärkt die Verhandlungsposition beider Parteien und erhöht die Sicherheit und Effizienz im M&A-Prozess.

Für die Ausgestaltung der W&I-Police ist der Due Diligence-Prozess entscheidend. Der Prozess sollte daher transparent durchgeführt werden, um eine passgenaue Abstimmung der Garantien und Freistellungen auf die W&I-Police zu gewährleisten.

Es bleibt weiter abzuwarten, wie sich der W&I-Versicherungsmarkt entwickeln wird. Womöglich wird die W&I-Versicherung eine „Jedermanns-Versicherung“, wie es heute die D&O-Versicherung ist, die ebenfalls einmal über den Atlantik nach Deutschland kam. ■

¹⁰ Vogt, DStR 2001, 2027, 2027.

¹¹ Picot, Münchener Anwaltshandbuch GmbH-Recht, 5. Auflage 2023, § 21, Rn. 204.

¹² Hoenig/Klingen, NZG 2016, 1244, 1248.

¹³ Picot, Münchener Anwaltshandbuch GmbH-Recht, 5. Auflage 2023, § 21, Rn. 203.

¹⁴ Wegener/Stüben, NZG 2024, 1354.

¹⁵ Mönlich, NZG 2003, 708, 712.