

Aus dem Inhalt ...

Die Entwicklung von Transaktionsversicherungen (POSI, W&I etc.) in Deutschland

Haftung gegenüber Dritten bei fehlerhaften Gutachten – Überblick zur deutschen und österreichischen Rechtslage

Rechtsprechung/Gesetzgebung: Italien: Der trivalente Impfstoff verursacht keinen Autismus

Mexiko: Produkthaftungsrecht im Aufbau



PHi | Haftpflicht international – Recht & Versicherung

Die Entwicklung von Transaktionsversicherungen (POSI, W&I etc.) in Deutschland

von Sebastian Klapper, LL.M., Frankfurt a. M.

Der Autor ist Geschäftsführer der FINLEX GmbH in Frankfurt. sebastian.klapper@finlex.de

1 Marktüberblick Deutschland

1.1 Kapitalmarkt

1.2 M&A-Markt

2 Regulatorische Landschaft

2.1 Prospekthaftung

2.2 Haftung aus Kaufverträgen

2.3 Vergleich der Haftungsrisiken bei Dual-Track-Verfahren

3 Absicherung von Prospekt- sowie Garantie- und Freistellungsansprüchen

3.1 Entwicklung der POSI: Von der Prospekt- zur Börsengangversicherung

3.2 Entwicklung der W&I-Versicherung

4 Fazit

Der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle sowie die strategische Ausrichtung des Geschäfts mit Zu- und Verkäufen birgt für Unternehmen und die handelnden Personen bekannterweise nicht nur Chancen, sondern auch große Risiken. Möchte sich ein Unternehmen bspw. von einem Teilbereich trennen, werden daher oft beide Wege – der mögliche Verkauf von Anteilen über die Börse oder der potenzielle privatrechtliche Verkauf an ein anderes Unternehmen – parallel vorbereitet und geprüft, um sich am Ende für die beste dieser Varianten entscheiden zu können. Man spricht dann von einem Dual-Track-Verfahren.¹ Bei großer Einflussnahme von Beteiligungsunternehmen (Private-Equity-Gesellschaften, Finanzinvestoren) wird mitunter von einem Tripple-Track-Verfahren gesprochen, also der Prüfung des Verkaufs der Anteile über den Kapitalmarkt (Börsengang), an einen anderen Marktteilnehmer (M&A-Track² bzw. Trade Sale) oder an eine andere Beteiligungsgesellschaft (Secondary oder Tertiary Buy-out).³

Dieser Beitrag beschreibt die aktuelle Situation am Kapital- und M&A-Markt, beleuchtet die jeweiligen Haftungsrisiken und zeigt die Entwicklungen in der Versicherung prospektpflichtiger Wertpapieremissionen sowie von M&A-Transaktionen der letzten Jahre auf.

1 Marktüberblick Deutschland

Allgemein ist ein Anstieg der Aktivitäten um das Thema Kapital- und M&A-Markt (deutscher Transaktionsmarkt) seit der Finanzmarktkrise in Deutschland sehr deutlich erkennbar.⁴ Die Unternehmen stehen vor einer Vielzahl von Herausforderungen und müssen sich im internationalen Kontext mit Wettbewerbern aus der ganzen Welt messen. Oft wird in diesem Zusammenhang überlegt, Teile des Unternehmens gewinnbringend über den

Kapitalmarkt oder privatrechtlich abzustößen oder neue Teile und Geschäftsbereiche hinzuzukaufen, um insgesamt den Unternehmenswert (Enterprise Value) zu steigern. Die Beweggründe auf Erwerberseite bestehen meist im Gewinnen von Know-how, Marktzugängen, Kunden etc., also neuen Expansionsmöglichkeiten; oder aber um dem Thema Nachfolgeregelung frühzeitig zu begegnen. Die möglichen Gründe auf Veräußererseite sind meist durch den Profitabilitätsgedanken getrieben oder ergeben sich durch Exit-Szenarien⁵ der Eigentümer.

1.1 Kapitalmarkt

Im Jahr 2015 wurden 24 neue Unternehmen an der Frankfurter Börse gelistet, davon allein 18 im Prime Standard⁶. Es war damit das beste Primärmarktjahr seit 2007. Zum Vergleich: 2004 waren es noch 19 Börsengänge.⁷ Das Emissionsvolumen lag 2015 bei insgesamt rund EUR 7 Mrd., 2014 waren es noch EUR 4 Mrd.⁸ Im Hinblick auf das Volumen schafften die Covestro AG mit EUR 1,5 Mrd., die Deutsche Pfandbriefbank AG mit EUR 1,16 Mrd. und die Scout24 AG mit EUR 1,02 Mrd. die größten Börsendebüts im Jahr 2015. Ob dieser Trend 2016 fortgesetzt werden kann, ist noch ungewiss. Nicht jeder Börsengang ist erfolgreich. Zum einen können die erwarteten Emissionserlöse mangels Investoreninteresse ausbleiben, zum anderen können auch gelistete Unternehmen zeitnah insolvent gehen.⁹ Bis März 2016 waren aufgrund volatiler Aktienmärkte nur zwei erfolgreiche Börsengänge in Deutschland zu verzeichnen. „Der Kursrutsch an den Börsen im Januar und Februar, der Absturz des Ölpreises, anhaltende geopolitische Unsicherheiten und aufkommende Konjunktursorgen haben den Markt für Börsengänge nach einem starken Abschlussquartal 2015 in den ersten

Monaten des neuen Jahres deutlich gebremst“, sagte E&Y-IPO-Experte Martin Steinbach der Börse-Online.¹⁰ Sollte eine Beruhigung der Märkte eintreten, stehen Pressemeldungen zufolge bereits mehrere Börsenkandidaten in den Startlöchern.¹¹

1.2 M&A-Markt

Der Markt für Fusionen und Übernahmen mit Beteiligung deutscher Unternehmen (deutscher M&A-Markt) hat in den vergangenen Jahren ein starkes Wachstum erlebt. 2014 war als viertes Jahr in Folge ein „Boomjahr“. Der andauernde Trend bei Übernahmen und Fusionen wurde allerdings im Jahr 2015 etwas gedämpft.¹³ Die Anzahl der M&A-Transaktionen ist seit Beginn des Jahres im Vergleich zum Vorjahreszeitraum gesunken (s. Grafik 1).¹⁴

2 Regulatorische Landschaft

Nachfolgend sollen die (haftungs-) rechtlichen Rahmenbedingungen für die Bereiche Kapitalmarkt- und Unternehmenstransaktionen näher beleuchtet werden.

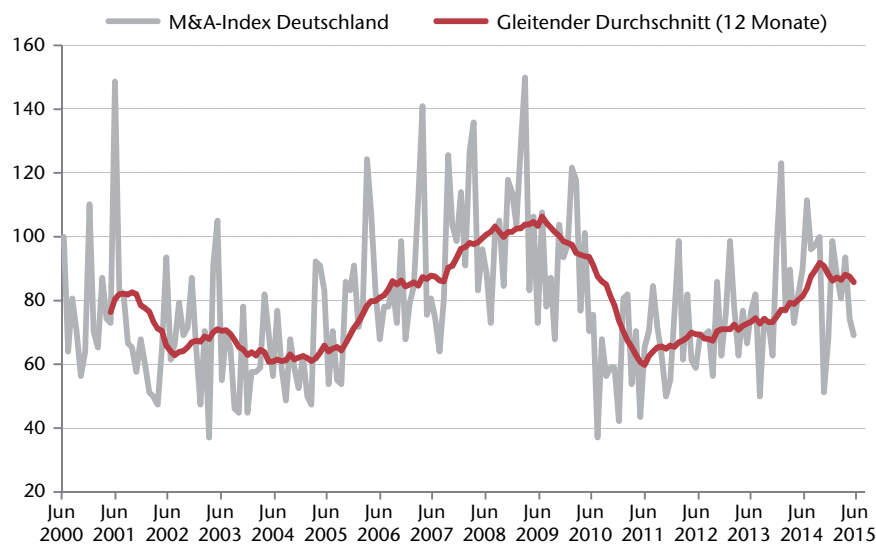
2.1 Prospekthaftung

2.1.1 Prospektpflicht

Wer im Inland Vermögenswerte öffentlich zum Verkauf anbietet, unterliegt der Verpflichtung, dafür ein entsprechendes Verkaufsprospekt zu erstellen, um Anleger über Chancen und Risiken ihres Investments zu informieren.¹⁵ Die Wertpapiere, die an einer Börse gehandelt werden sollen, benötigen ein sog. Börsenzulassungsprospekt. Das dafür notwendige Prospekt wird in § 5 ff. Wertpapierprospektgesetz (WpPG) entsprechend definiert.

Der Prospektbegriff ist dagegen bei der zivilrechtlichen Haftung (s. u. 2.1.3) nicht eindeutig definiert. Neben dem gängigen Emissionsprospekt wird außerbörslich oft ein sog. Placement Memorandum bzw. Offering Circular verwendet, das ebenfalls eine (vereinfachte) Informationsquelle für mögliche Anleger darstellt und im Hinblick auf den Umfang eben nicht mit einem Börsenzulassungsprospekt zu verglei-

Grafik 1 – M&A-Index Deutschland



Quelle: Zephyr-Datenbank, Bureau van Dijk, Berechnung ZEW

chen ist. In der Praxis wird man bei Werbemaßnahmen und Veröffentlichungen, bei denen eine zivilrechtliche Prospekthaftung infrage steht, deshalb ausdrückliche Haftungseinschränkungen (sog. Disclaimer) als zulässig und notwendig ansehen können. Der Verfasser sollte darauf achten, dass an entsprechender Stelle darauf hingewiesen wird, dass diese Veröffentlichungen eben keinen Anspruch auf umfassende Darstellung der wertbildenden Faktoren enthalten und bestmöglich noch ausdrücklich auf das eigentliche Prospekt verweisen.¹⁶

2.1.2 Spezialgesetzliche Prospekthaftung

Die börsengesetzliche Prospekthaftung, die nach dem 1. Juli 2012 neu in das WpPG eingefügt wurde, findet sich in den §§ 21 ff. WpPG wieder und setzt voraus, dass die im Prospekt für die Beurteilung der Wertpapiere wesentlichen Angaben unrichtig oder unvollständig sind. Die Haftungsnorm entspricht vom Wortlaut der Haftung nach dem gleichzeitig aufgehobenen § 44 Börsengesetz (BörsG) a. F. Damit lassen sich die bisherige Rechtsprechung sowie das einschlägige Schrifttum, jedenfalls seit dem 3. Finanzmarktförderungsgesetz von 1998, im Wesentlichen auf die neue Haftungsnorm nach dem WpPG übertragen.¹⁷

- 1 Eilers/Koffka/Mackensen: *Private Equity, Unternehmenskauf Finanzierung Restrukturierung Exitstrategien*, München, 2. Aufl. 2012, 590.
- 2 *Mergers & Acquisitions (M&A) ist der englische Ausdruck für Fusionen und Übernahmen und ein Sammelbegriff für Unternehmenstransaktionen, bei denen sich Gesellschaften zusammenschließen oder den Eigentümer wechseln.*
- 3 Eilers/Koffka/Mackensen: a. a. O. (Fn. 1), 590.
- 4 Ebenda, 2.
- 5 Ebenda, 589 ff.
- 6 *Prime Standard ist im regulierten Börsensegment der Frankfurter Wertpapierbörse der Teil, der die höchsten Transparenzstandards und Zulassungspflichten hat und gleichzeitig die Voraussetzung für die großen Indizes (DAX, MDAX, SDAX etc.) darstellt.*
- 7 Pressestelle der Deutschen Börse.
- 8 Ebenda.
- 9 *So auch die Hess AG oder jüngst die Insolvenz der Modelfirma Steilmann, die erst wenige Monate zuvor ihr Börsendebut feierte.*
- 10 <http://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/Viele-Aspiranten-sind-hier-startklar-1001119254>.
- 11 Ebenda.
- 12 Angermann M&A International AG: *M&A Monitor*, 1. Halbjahr 2015 (Quellen hierfür sind insbesondere *Merger Market*, *M&A Review*, *Bundeskartellamt*, *Finance Magazin* etc.).
- 13 ZEW-ZEPHYR M&A-Index, der die Entwicklung weltweit abgeschlossener Fusionen und Übernahmen seit Beginn des Jahres 2000 abbildet.
- 14 Ebenda.
- 15 S. a. Ellenberger, *Prospekthaftung im Wertpapierhandel*, Berlin 2001, 11 ff.
- 16 Groß, *Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungsverordnung und zum Wertpapierprospektgesetz*, München, 5. Aufl. 2012, § 25 WpPG, Rn. 7.
- 17 Buck-Heeb, *Kapitalmarktrecht*, § 5 III.; vgl. auch Leuring, *Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung*, NJW 2012, 3.

An den Tatbestandsmerkmalen hat sich insofern nichts Entscheidendes geändert. Beim öffentlichen Vertrieb von Vermögensanlagen wird nach Einführung der Gesetzesänderung unterschieden, ob es sich um Wertpapiere handelt oder nicht. Im ersten Fall greift das WpPG, im zweiten Fall bis zum 31. Mai 2012 das Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) und nach dem Inkrafttreten der neuen Gesetzeslage nun das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG).¹⁸ Die Haftung aus Verkaufsprospekten ist entsprechend der Börsenhaftung ausgestaltet und in den §§ 20 - 22 VermAnlG notiert. Die Überprüfung des Wertpapier- oder Verkaufsprospekts (gem. § 30 Abs. 3 BörsG a. F.), was zuvor durch die Zulassungsstelle der Börse erfolgte, wurde zwecks Umsetzung europarechtlicher Vorgaben nun der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) übertragen.¹⁹ Die Bundesanstalt entscheidet über die Billigung nach Abschluss einer Vollständigkeitsprüfung des Prospekts einschließlich einer Prüfung der Kohärenz und Verständlichkeit der vorgelegten Informationen, nicht aber über dessen Richtigkeit.²⁰

Eine Verschärfung stellt dagegen die fehlende Übernahme der Sonderregelung zur Verjährung dar. Haftungsansprüche wegen fehlerhaften oder fehlenden Prospekts folgen nun den allgemeinen Verjährungsvorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuches (BGB), §§ 195, 199 BGB. Nach der alten Gesetzeslage verjährten Ansprüche spätestens nach drei Jahren. Durch die Aufhebung dieser Sonderregelung könnten es nach aktueller Gesetzeslage maximal zehn Jahre sein.²¹

Bei den Haftungsadressaten steht der Emittent als Herausgeber der Wertpapiere und damit als Prospektverantwortlicher in der Verschuldungshierarchie ganz oben, gefolgt von der Emissionsbank als weiterer Prospektverantwortlichen sowie den Prospektveranlassern und den Zulassungsantragsstellern, sofern entsprechende Sorgfaltspflichten verletzt wurden.²²

2.1.3 Zivilrechtliche Prospekthaftung

Beim öffentlichen Angebot von Finanzprodukten, die nicht über gesetzlich geregelte Fallkonstellationen gelöst werden, greift gemäß der Zweigleisigkeit der Prospekthaftung die zivilrechtliche Prospekthaftung. Sie ist von der höchstrichterlichen Rechtsprechung im Wesentlichen in Weiterführung des Gedankens einer Vertrauenshaftung aus „culpa in contrahendo“ i. S. von § 311 Abs. 2, 3 und § 241 Abs. 2 BGB entwickelt worden und wird deshalb auch allgemein-zivilrechtliche oder bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung genannt.²³

Auch diese Prospekthaftung sieht als Voraussetzung den Prospektmangel, sprich die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben im Prospekt.²⁴ Allerdings gilt als wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Verschuldensmaßstab. Während bei der spezialgesetzlichen Prospekthaftung nur für grobe Fahrlässigkeit oder Vorsatz gehaftet wird, geht man nach h. M. bei der zivilrechtlichen Prospekthaftung von der Anwendung aller Verschuldensmaßstäbe aus, demnach besteht bereits ab leichter Fahrlässigkeit eine Haftung.²⁵

§ 25 Abs. 2 WpPG enthält eine Konkurrenzregel, bei der neben den gesetzlichen Ansprüchen nur solche weitergehenden Ansprüche unberührt bleiben, die aufgrund von Verträgen oder unerlaubten Handlungen erhoben werden. Soweit die spezialgesetzliche Haftung nicht anwendbar ist, besteht Raum für die zivilrechtliche Prospekthaftung.²⁶

2.2 Haftung aus Kaufverträgen

Haftungsrisiken beim Unternehmenskauf treffen eine Vielzahl von Beteiligten in einer M&A-Transaktion: den Verkäufer („Seller“), das Unternehmen („Target“) selbst, den Käufer („Buyer“) sowie die gesetzlichen Vertreter dieser Parteien und deren Berater (Anwälte, M&A-Berater, Banken etc.).

Im direkten Verhältnis zwischen dem Verkäufer und dem Käufer, also den Parteien des Kaufvertrags, ist bedeu-

18 Leuering, a. a. O. (Fn. 17), 3 ff.

19 Ebenda., 3; seit dem 1.6.2012 §§ 26 ff. WpPG.

20 Müller/Steup, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 33 Rn. 80.

21 Groß, a. a. O. (Fn. 16), § 21 WpPG, Rn. 91.; vgl. auch Leuering, a. a. O. (Fn. 17), 3.

22 Groß, a. a. O. (Fn. 16), 431.

23 Assmann/Schütze, Hdb. des Kapitalanlage-rechts, München, 4. Aufl. 2015, § 6 Rn. 1.

24 Lenenbach, Kapitalmarktrecht und kapital-marktrelevantes Gesellschaftsrecht, Köln, 2. Aufl. 2015, Rn. 9.28; s. hierzu auch Abschnitt C. I. 1.1.3.

25 Vgl. Assmann/Schütze, a. a. O. (Fn. 23), § 7 Rn. 146; sowie in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung, 54 ff.; Analogieverbot der privilegierten spezial-gesetzlichen Haftung aufgrund der speziell zugeschnittenen Haftungstatbestände.

26 Lenenbach, a. a. O. (Fn. 24), Rn. 9.24

tend, dass grundsätzlich das gesetzliche Haftungs- und Gewährleistungsregime des BGB (§§ 433 ff. BGB) zwar gelten würde, aber meist in der Praxis – unter Ausschluss dieser Normen – ein eigenes vertragliches Haftungskonzept im Kaufvertrag vereinbart wird. Die allgemeinen Regeln für Kaufverträge werden einer komplexen Unternehmenstransaktion mit dem Bedürfnis nach Interessenausgleich per se einfach nicht gerecht.²⁷

Im Wesentlichen geht es um das Identifizieren gegenwärtiger und zukünftiger Risiken und die Allokation dieser Risiken zur entsprechenden Vertragspartei. Die Haftung des Veräußerers ist – neben dem Kaufpreis – dabei einer der wichtigsten Verhandlungspunkte.²⁸ Grundsätzlich werden dabei die folgenden Risikoarten unterschieden:

- **Erkannte und quantifizierbare Risiken**
Diese werden i. d. R. bereits bei der Kaufpreisfestlegung durch z. B. Abschläge vom Kaufpreis entsprechend berücksichtigt.

- **Erkannte, aber nicht quantifizierbare Risiken**
Davon gibt es verschiedene Ausprägungen. Bei der Unternehmensprüfung („Due Diligence“) ist z. B. ein mögliches Risiko identifiziert worden, von dem man aber noch nicht sicher weiß, ob bzw. mit welcher Wahrscheinlichkeit und in welcher Höhe sich das Risiko materialisieren wird. Man unterscheidet grundsätzlich verschiedene Abstufungen, die später auch Auswirkungen auf die Versicherbarkeit gemäß der Risikoeinstufung (s. Grafik 2 unter 3.2) haben (z. B. vermutete Umweltverschmutzungen im Boden, anhängige Verfahren mit ungewissem Ausgang etc.). Hierfür werden vom Verkäufer i. d. R. entsprechende Freistellungen verlangt.

- **Unbekannte Risiken**
Gegen unbekanntes Risiko wird sich der Käufer i. d. R. durch Garantien und Gewährleistungen des Verkäufers absichern wollen. Der Käufer wird immer argumentieren, dass er für ein mangelfreies Unternehmen bezahlt und niemals auf Basis

einer wirklich „allumfassenden“ Unternehmensprüfung eine passende Unternehmensbewertung abgeben konnte.

Ist die vom Verkäufer abgegebene Garantie (bspw. im Hinblick auf die Richtigkeit von steuerlichen Vorgängen oder die Belastungsfreiheit von Geschäftsanteilen) fehlerhaft, haftet der Verkäufer dem Käufer gegenüber grundsätzlich aus dieser vertraglichen Garantie. Der Käufer kann somit vom Verkäufer Schadensersatz verlangen – z. B. eine nachträgliche Kaufpreisanpassung. Sofern der Kaufvertrag jedoch einen Sachverhalt nicht abdeckt, bleibt dem Käufer noch, direkt gegen den Verkäufer oder ggf. sogar Dritte vorzugehen und diese für (behauptete) Mängel außervertraglich in Haftung zu nehmen.²⁹

Die Abgabe uneingeschränkter Garantien ist für den Verkäufer meist ein Drahtseilakt: Dabei gilt: Je komplexer das Unternehmen, desto schwieriger. Dabei geht es auch um die Kenntnis der Parteien zu bestimmten Zeitpunkten. Um die Frage, ob „nach bester Kenntnis“ eben nur die „positive“ Kenntnis oder auch die „grob fahrlässige Unkenntnis“ bedeutet, wird oftmals heftig gerungen.³⁰ Nach Festlegung der zu garantierenden Eigenschaften durch den Verkäufer und der Bedeutung der Kenntnisfrage ist zu entscheiden, auf welchen Zeitpunkt die Garantien abgegeben werden sollen. In Betracht kommen hier der Abschluss des Kaufvertrags („Signing“) und der Zeitpunkt der Übertragung der Vermögenswerte („Closing“). In der Praxis kann, aufgrund von z. B. kartellrechtlichen Überprüfungen, einige Zeit zwischen diesen Zeitpunkten vergehen. Der Käufer wird immer darauf achten, dass unabdingbare Umstände entsprechend zum Signing und zum Closing garantiert werden.

2.3 Vergleich der Haftungsrisiken bei Dual-Track-Verfahren

Wie eingangs erwähnt, sind bei einem Dual-Track-Verfahren (Kapitalmarkt- und M&A-Prozess parallel) Synergien nutzbar. Diese ergeben sich im Wesentlichen durch z. B. einheitliche Daten-

²⁷ So z. B. bei Nacherfüllung; vgl. Thiäner/Rodorff, *Haftungen beim Unternehmenskauf*, azur 02/09, S. 172.

²⁸ Vgl. Thiäner/Rodorff, a. a. O. (Fn. 27), S. 172.

²⁹ Eilers/Koffka/Mackensen, a. a. O. (Fn. 1), 124.

³⁰ Vgl. Thiäner/Rodorff, a. a. O. (Fn. 27), S. 172.

räume, vereinheitlichte Prozessschritte, intensivere rechtliche Ausarbeitungen, „besseren“ Wettbewerb etc. und können so zu einer gewünschten Erlösmaximierung (aus Verkäufersicht) führen. Für die Auswahl des Verfahrens sind dabei ebenso die Haftungsrisiken von wesentlicher Bedeutung.

Beim Vergleich der Haftungsrisiken ist auf die genaue Ausgestaltung des vertraglichen Haftungsregimes (z. B. Haftungsobergrenzen, Verjährung, Regeln zur Geltendmachung von Ansprüchen etc.) des M&A-Prozesses zu achten. Die Prospekthaftung ist gesetzlich verankert und kann nicht bzw. nur in bestimmten Randbereichen eingeschränkt werden. Der Wettbewerb (z. B. durch Bieterverfahren) und die derzeitige M&A-Marktsituation, die sich durchaus als verkäuferfreundlich darstellt, ermöglichen dagegen faktisch den Ausschluss von vielen Haftungsrisiken.³¹

3 Absicherung von Prospekt- sowie Garantie- und Freistellungsansprüchen

Durch den generellen Anstieg der Marktaktivitäten im Kapital- und M&A-Umfeld, die Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen und den gestiegenen Bedarf von Unternehmen und deren Managern an passende Absicherungsmöglichkeiten haben sich die Versicherungskonzepte in Deutschland entsprechend weiterentwickelt. Die Absicherung von Kapitalmarkt- und Transaktionsrisiken zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass aufgrund von zum Teil enger Zeitfenster der jeweiligen Maßnahme in einem oft sehr volatilen Marktumfeld ein Risikotransfer auch kurzfristig umgesetzt werden muss. Zudem sind solche Maßnahmen oft sehr komplex und erfordern eine maßgeschneiderte und bedarfsgerechte Absicherung der unterschiedlichen Interessengruppen. Nachfolgend soll diese Situation näher erläutert werden.

3.1 Entwicklung der POSI: Von der Prospekt- zur Börsengangversicherung

Mit der Aufnahme „fremden“ Kapitals und der damit einhergehenden Kontrolle, die auf Unternehmen damit ausgeübt wird, besteht zunehmend auch

ein starkes Interesse an passenden Risikotransfermöglichkeiten im kapitalmarktnahen Umfeld. Verstärkt wird dies durch die gestiegene Klagebereitschaft der Kapitalgeber, wenn es einmal nicht wie gewünscht läuft. Im Kern geht es dabei um die Absicherung von Vermögensschäden. Damit fallen die meisten betrieblichen Versicherungen hinsichtlich des passenden Risikotransfers weg. Zunächst könnte aufgrund des vordergründigen Vermögensschadens die Managerhaftpflicht-Versicherung („Directors & Officers Insurance“ – kurz: D&O) für den Risikotransfer in Betracht kommen. Diese bietet jedoch für Prospektrisiken keinen vollständigen Schutz. Die D&O-Versicherung ist eine Versicherung zugunsten Dritter und steht grundsätzlich nur den versicherten Personen zur Verfügung. Zudem unterliegt die D&O-Versicherung einem immanenten Änderungsrisiko durch jährliche Vertragsverlängerungen und Anpassungsrechte der Versicherer.

Mit einer entsprechenden Projektpolice hingegen kann man die Risiken aller Verantwortlichen, also auch der beteiligten Unternehmen, für die Prospektmängel absichern und hinsichtlich der Laufzeit auf die Dauer der Verjährung anpassen. Die separat zur Verfügung stehende Haftungsmasse wird so für dieses Projekt entsprechend „eingefroren“. Bislang wurde diese Versicherung vom Herausgeber der Wertpapiere, dem Emittenten (als Versicherungsnehmerin), abgeschlossen und ggf. durch Mitversicherung weiterer Prospekterlasser (z. B. Altaktionäre) ergänzt. Die Bezeichnung „POSI“ steht für „Public Offering of Securities Insurance“ und ist im Wesentlichen ein Absicherungskonzept gegen das Prospekthaftungsrisiko bei einer Kapitalmarktmission. Die POSI ist eine Haftpflichtversicherung, d. h., sie bietet entsprechenden Kostenschutz für die Prüfung der Haftpflichtfrage und Abwehr unberechtigter Ansprüche und befriedigt berechnete Ansprüche.

Dabei ist der erstmalige „Gang aufs Parkett“ (Börsengang/IPO – Initial Public Offering) für den Emittenten besonders risikoträchtig, da er sich hier auf einen bisher unbekanntem Weg be-

31 <http://www.mma-forum.eu/pdf/6-MMA-Forum-Vortrag-Oppenlaender.pdf>.

gibt. Nicht nur der IPO, sondern auch andere prospektpflichtige Kapitalmarktmaßnahmen, insbesondere der „SPO“ – Secondary Public Offering, Kapitalerhöhungen oder Fremdkapital-emissionen (Anleihen) unterliegen ferner dem Prospekthaftungsrisiko.

Aufgrund der aktuellen Rechtsprechung (u. a. Telekom/KfW-Urteil)³² und einer verschärften Gesetzeslage, insbesondere eine bis zu zehn Jahren dauernde Verjährungsfrist, werden heute vermehrt höhere Versicherungssummen von den Emittenten eingekauft.

Beim Beispiel eines Börsengangs wird deutlich, dass mehrere Parteien an einem solchen Projekt mitwirken und entsprechende Beiträge leisten. Kurzum: Es gibt eine Vielzahl von unterschiedlichen Interessengruppen („Stakeholder“) und damit auch Haftungsadressaten. Alle diese Parteien haben grundsätzlich den Wunsch, ihre Haftung so weit wie möglich zu vermeiden bzw. bestmöglich im Vorfeld auszuschließen. Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Berater u. a. liefern Teile für das Prospekt und lassen sich für eine mögliche Haftung entweder, wenn möglich, vom Emittenten freistellen oder verlangen eine entsprechende (separate) Versicherungslösung. Auch die die Emission begleitende Bank, als (Mit-)Prospektverantwortliche, lässt sich im Rahmen des Aktienübernahmevertrags („Underwriting Agreement“), soweit möglich, von etwaiger Haftung aus Prospektmängeln im Verhältnis zum Emittenten freistellen.

Durch die Aufnahme mehrerer Haftungsadressaten in einer Versicherungspolice (Projektpolice) ist eine entsprechende Harmonisierung der Interessenlagen notwendig. Der Erfolg eines solchen Vorhabens hängt im Wesentlichen davon ab, in welchem Umfang die verschiedenen Parteien in einem Vertrag berücksichtigt werden können, welche Risiken wirklich umfasst werden sollen (Identifizierung und Allokation der Risiken) und was die Versicherer letztendlich zu zeichnen bereit sind (Versicherungsmarkt). Dabei müssen die Interessen der Versicherten hinsichtlich der versicherungsvertraglichen Konstellation in den Bezugsrechten, der Fest-

legung der Reihenfolge von Versicherungsleistungen („Order of Payment“), Kenntnis- und Zurechnungsfragen, Obliegenheiten u. a. berücksichtigt und entsprechend geregelt werden.

3.2 Entwicklung der W&I-Versicherung

Bei der W&I-Versicherung³³ geht es um die Absicherung von Vermögens-einbußen infolge von Garantie- oder Gewährleistungsversprechen. Sowohl Käufer als auch Verkäufer einer Unternehmenstransaktion können eine W&I-Versicherung abschließen, die insbesondere dann eingreifen soll, wenn sich ein vom Verkäufer abgegebenes Garantieverprechen als unrichtig herausstellt. Versicherbar sind hauptsächlich unbekannte, durch Garantieverprechen abgedeckte Risiken. Bekannte Risiken, die üblicherweise Gegenstand von Freistellungen sind, können nur in Ausnahmefällen versichert werden.³⁴

Besondere Ausprägungen (Unterformen) der W&I-Versicherung für bekannte Risiken sind dabei:

- Tax Indemnity Insurance:
 - Absicherung gegen bekannte, aber noch nicht quantifizierbare Steuereffekte.
- Litigation Buy-out Insurance:
 - Absicherung gegen anhängige oder drohende Rechtsstreitigkeiten.
- Environmental Insurance:
 - Absicherung gegen bekannte, aber noch nicht quantifizierbare Umweltrisiken.
- Special Situation Insurance:
 - Absicherung gegen bekannte, bereits im Vorfeld identifizierte Risiken.

Da die Leistungspflicht des Versicherers bei erkannten Risiken weiterhin ungewiss ist, darf von einer Versicherung i. S. von § 1 Abs. 1 VAG ausgegangen werden. Die grundsätzliche Annäherung der Versicherer an solche Risiken wird z. B. mithilfe von gewissen Risikoeinstufungen hinsichtlich Schadenausmaß und dazugehöriger

³² BGH NZG 2011, 829; s. dazu auch Eilers/Koffka/Mackensen, a. a. O. (Fn. 1), 633.

³³ Steht für engl. „Warranty & Indemnity Insurance, oder auch Garantie- und Freistellungsversicherung.“

³⁴ S. 2.2.

³⁵ Vgl. hierzu CMS European M&A Study 2013, S. 16.

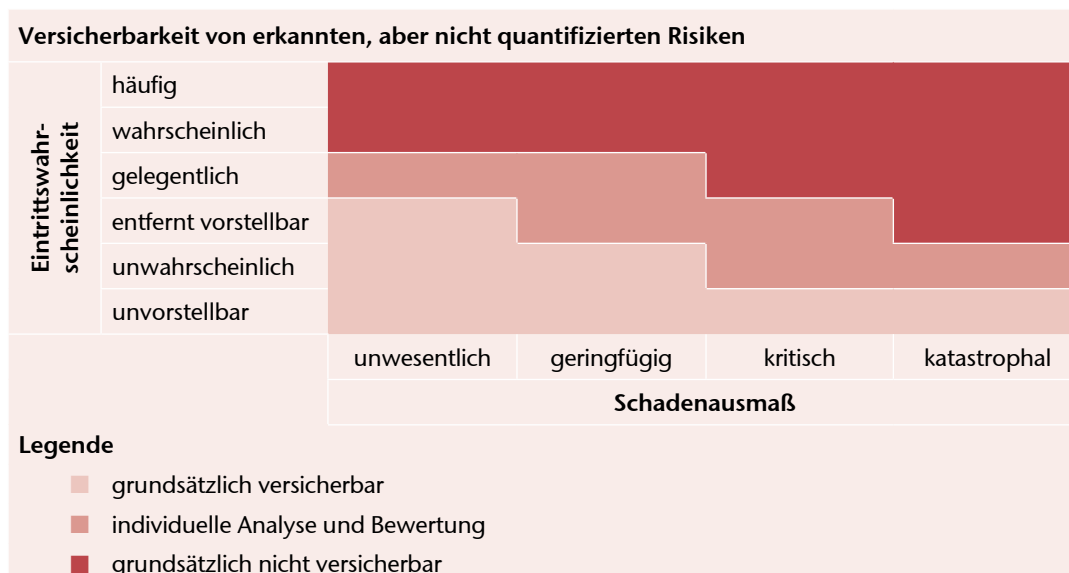
³⁶ Werlen/Mannsdorfer, Versicherung von Transaktionsrisiken, GesKR 2013, 3 ff.

³⁷ Die Mindestversicherungsprämie liegt dabei im Schnitt bei ca. EUR 100.000.

³⁸ Eilers/Koffka/Mackensen, a. a. O. (Fn. 1), 123.

³⁹ Werlen/ Mannsdorfer, a. a. O. (Fn. 36), 3 ff.

Grafik 2 – Versicherbarkeit von erkannten, aber nicht quantifizierbaren Risiken



Eintrittswahrscheinlichkeit vorgenommen. Die Grafik 2 verdeutlicht das anhand einer vereinfachten Darstellung.

Ziel einer W&I-Versicherung ist es, im „Schulterschluss“ zum Garantiekatalog des Verkäufers die daraus resultierenden unbekanntem Risiken auf den Versicherer zu übertragen. Auch wenn diese Versicherungsform ursprünglich für den Verkäufer erstellt wurde, wird heute die Mehrzahl der Verträge (ca. 70 - 80 %) vom Käufer abgeschlossen.³⁵ Der Hauptgrund hierfür ist wohl neben dem Direktanspruch des Käufers gegen den Versicherer auch die mögliche Mitversicherung einer (potenziellen) Arglist des Verkäufers. Ein vorsätzlich schädigendes bzw. absichtlich täuschendes Verhalten des Veräußerers kann dem Käufer als Versicherungsnehmer vom Versicherer nicht entgegengehalten werden.³⁶

Der Markt in Deutschland für eine solche Versicherungsform hat sich in den letzten Jahren zum Vorteil der Versicherungseinkäufer verändert. Es können heute geringere Aufgriffsschwellen („de minimis“, Selbstbehalte) oder Schwellenwerte („Treshholds“ oder „Baskets“) berücksichtigt werden. Die Versicherer können heutzutage insgesamt mehr Kapazitäten zu günstigeren Prämien (durchschnittlich kann mit Versicherungsprämien zwischen 1 % - 1,5 % der eingekauften Versicherungssumme gerechnet werden)³⁷ bereit-

stellen und haben sich aufgrund der gesammelten Erfahrung auch hinsichtlich der Abläufe im Underwriting-Prozess entsprechend verbessert.

Zuvor wurde die Versicherung oft als zu teuer, zu aufwendig, insbesondere hinsichtlich des Zeitrahmens für die Verhandlungen mit den Versicherern oder im Hinblick auf den Umfang als zu eng (z. B. kein Versicherungsschutz für zukunftsgerichtete Garantien, kein Schutz der Angemessenheit von Rückstellungen etc.) angesehen.³⁸

Wenngleich die Beweggründe für den Abschluss einer W&I-Versicherung unterschiedlicher Natur sind, war die Mehrzahl der in Deutschland abgeschlossenen Versicherungen bislang meist auf eine Art „Pattsituation“ der Vertragsparteien während der Vertragsverhandlungen zurückzuführen.³⁹ Aufgrund der Weiterentwicklung der Versicherungsbedingungen, neuer Marktteilnehmer und zunehmender Erfahrung im Umgang mit dem Produkt scheinen sich die Gründe für den Abschluss einer W&I-Versicherung sowie die Abschlussrate an sich zu mehren.

In vielen Fällen führt dies heute bereits in der Vorbereitung einer M&A-Transaktion dazu, dass der Verkäufer und deren gesetzliche Vertreter, also diejenigen, die (trotz Einschaltung diverser Berater) das wesentliche Haftungsrisiko tragen, sich damit befassen, wel-

che Haftungsszenarien in einer W&I-Versicherung abgebildet werden können. Schließlich kann mit einem sog. seller buyer flip, bei welcher auf Grundlage der vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Informationen die Rahmenbedingungen bereits vorverhandelt werden, am Ende auf den jeweiligen Käufer (als Versicherungsnehmer) zum Abschluss des Vertrags umgestellt werden.

4 Fazit

Beide Versicherungsformen haben sich in den letzten Jahren stark zum Vorteil für den Versicherungseinkäufer verändert und passen sich immer besser an die dynamischen Prozesse im Kapital- und M&A-Markt an. Dennoch gibt es weiterhin große Unterschiede bei der Qualität der Bedingungen oder dem Umgang mit Erwartungshaltungen der Beteiligten und den erforderlichen Underwriting-Prozessen. Eine genaue Analyse der Risiken und eine entsprechende Allokation dieser im Vorfeld ist deshalb genauso wichtig wie die spätere Umsetzung des Besprochenen. Denn jüngste Schadenfälle haben gezeigt, dass gerade die Kernpunkte, die einst zum Abschluss einer Versicherung bewogen haben, nicht immer ausreichend zwischen Versicherer und Versicherungsnehmer besprochen und dokumentiert wurden und nun ex post zu kontroversen, deckungsrechtlichen Auseinandersetzungen führen.