

M &amp; A IM VERSICHERUNGSMARKT

# Berührungsängste schwinden

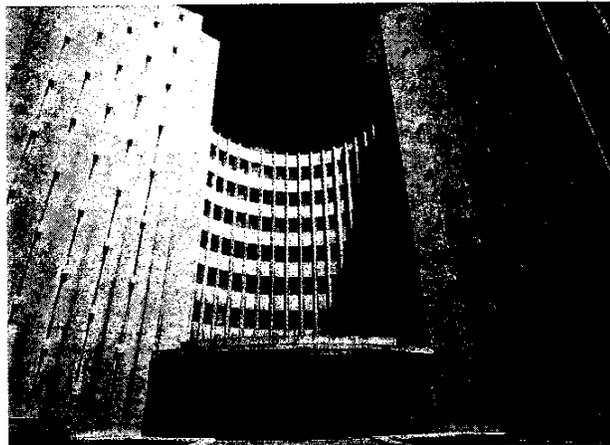
## Finanzinvestoren im deutschen Versicherungsmarkt

Cerberus scheitert in letzter Minute bei Gerling. JC Flowers glückt die Übernahme der WÜBA. Die Versicherungsindustrie ist für Private-Equity-Investoren nicht länger tabu, aber keine Branche für Anfänger. Die BaFin schaut sich Transaktionsstruktur und Erwerber sehr genau an.

Von Dr. Johannes Schulte und Sebastian Kost



Schmuckstück WÜBA gehört jetzt JC Flowers.



Cerberus ist bei Gerling knapp gescheitert.

**M**&A-Transaktionen galten in der deutschen Versicherungswirtschaft für Finanzinvestoren auf Grund der aufsichtsrechtlichen Komplexität als wenig attraktiv. Die Assekuranz war ein Closed Shop, der entweder von den großen deutschen Versicherern strategisch kontrolliert wurde oder durch die Rechtsform als Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit gegen Übernahmen weit gehend gefeit war.

Jetzt ist es Finanzinvestoren gelungen, in diese Phalanx einzudringen. Die JC-Flowers-Gruppe war Anfang 2005 der erste Finanzinvestor, der mit der WÜBA einen deutschen Versicherer übernahm. Jüngst hat die WÜBA im Rahmen einer Add-on-Akquisition die DARAG übernommen.

### Nicht ohne die BaFin

Die Absicht des unmittelbaren oder mittelbaren Erwerbs einer bedeutenden Beteiligung an einem Erst- oder Rückversicherer muss bei der BaFin angezeigt werden. Diese kann das Vorhaben untersagen, wenn der Anzeigende oder Geschäftsführer nicht zuverlässig ist oder aus anderen Gründen nicht den Ansprüchen einer soliden und umsichtigen Führung des Versicherungsunternehmens genügt.

Der Erwerber muss sich einer Finanzkraftprüfung unterziehen, in der er darlegt, dass er über geeignete und ausreichen-

de Mittel zur Umsetzung seiner geschäftlichen Pläne verfügt, um die Geschäfte des Versicherungsunternehmens weiterzuführen. Diese Prüfung steht einem überwiegend fremdfinanzierten Erwerb durch den Finanzinvestor nicht per se im Wege, solange der Erwerber insgesamt eine solide Kapitalbasis besitzt, Fremdmittel eingeschlossen.

Unter Umständen sind die Namen einzelner Investoren offen zu legen, und bei entsprechendem Einfluss müssen sich diese möglicherweise einer eigenen Finanzkraftprüfung unterziehen. Die hinter dem Akquisitionsvehikel unmittelbar oder mittelbar stehenden Private-Equity-Fonds dürften in der Regel jedoch über ausreichende Eigenmittel verfügen, um den Finanzkrafttest zu bestehen. Die Praxis hat aber gezeigt, dass sich die BaFin die finanzielle Situation der Erwerber und die Transaktionsstruktur insgesamt detailliert anschaut.

Die zur steuerlichen Optimierung häufig komplex ausgestalteten Akquisitionsstrukturen, teils mit Zwischengesellschaften offshore, müssen zudem in jedem Einzelfall daraufhin untersucht werden, ob der Entzug wirksamer Versicherungsaufsicht mit der Folge einer Untersuchung durch die BaFin zu befürchten ist.

Die Akquisitionsstruktur sollte auch so ausgestaltet werden, dass die Regeln einer zusätzlichen Beaufsichtigung von

Versicherungsunternehmen, die einer Versicherungsgruppe angehören, möglichst keine Anwendung finden. Nach diesen Regeln würde die finanzielle Situation des Targets nicht isoliert, sondern unter Berücksichtigung der Gruppenzugehörigkeit beurteilt werden. Ferner könnte die BaFin auch gruppeninterne Geschäfte wie Darlehen, Garantien, Kapitalanlagen und Kostenbeteiligungsvereinbarungen daraufhin untersuchen, ob sie mit den „Grundsätzen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters“ vereinbar sind. Das Akquisitionsvehikel sollte im Sinne des Versicherungsaufsichtsrechts weder eine Versicherungsholdinggesellschaft noch ein Versicherungsunternehmen eines Drittstaates (nicht EWR) sein.

Auch die Übertragung des gesamten Bestands von Versicherungsverträgen auf ein anderes Unternehmen (Asset-deal) muss von der BaFin genehmigt werden. Das übernehmende Unternehmen muss dabei über eine aufsichtsrechtliche Zulassung verfügen und Eigenmittel in Höhe der Solvabilitätsspanne nachweisen. Obwohl einzelne Vertragsverhältnisse übertragen werden, ist eine Zustimmung der Versicherungsnehmer nicht erforderlich.

#### **Umstrukturieren nach dem Closing?**

Soll das Wertschöpfungspotenzial des erworbenen Versicherers durch Umstrukturierungen gehoben werden, müssen bestimmte Maßnahmen mit der BaFin abgestimmt werden. Genehmigungspflichtig sind vor allem sämtliche Umwandlungen. Aber auch, wenn lediglich bestimmte Funktionen des

Versicherungsbetriebs ausgelagert werden sollen (z.B. Vertrieb, Rechnungswesen, Leistungsbearbeitung, Vermögensverwaltung), ist der Funktionsausgliederungsvertrag der BaFin vorzulegen.

Die den Unternehmenserwerb finanzierenden Banken verlangen regelmäßig, dass die Kreditverbindlichkeiten des Akquisitionsvehikels auf die operative Gesellschaft übertragen werden, z.B. mittels – vorwiegend von der BaFin genehmigungsbedürftiger – Verschmelzung (Debt Push-down). Diesem Vorgehen sind jedoch beim Erwerb eines deutschen Versicherers sehr enge Grenzen gesetzt. Nach Auffassung der BaFin ist die Aufnahme von Fremdmitteln grundsätzlich ein versicherungsfremdes Geschäft, das unzulässig ist. Nur ausnahmsweise soll die Kreditaufnahme gerechtfertigt sein, wenn sie Kapitalanlagen vorbereiten oder sichern soll. Einen möglichen Ausweg kann hier die Finanzierung mit nachrangigen Finanzierungsinstrumenten und Genussrechten bieten, die im Rahmen der Solvabilitätsbetrachtung aufsichtsrechtlich als Eigenmittel angesehen werden.

Auch bei Anlageentscheidungen sind deutsche Versicherer nicht frei. Sie sind in ein enges aufsichtsrechtliches Korsett, vor allem nach Maßgabe der Anlageverordnung, gezwängt.

Aus steuerlicher Sicht ist zu beachten, dass Organschaften mit Lebens- und Krankenversicherern als Organgesellschaft nicht zulässig sind. Gewinne oder Verluste dieser Versicherungsgesellschaften können daher, vorbehaltlich der Verfassungskonformität dieser Ungleichbehandlung, nicht mit Gewinn-



**Dr. Johannes Schulte** (links) ist Partner und **Sebastian Kost** (rechts) ist Rechtsanwalt bei der Kanzlei Hogan & Hartson Raue in München. [jschulte@hhlaw.com](mailto:jschulte@hhlaw.com)

nen oder Verlusten ihrer jeweiligen Muttergesellschaft verrechnet werden.

Die begonnene Konsolidierung des deutschen Versicherungssektors bietet Finanzinvestoren gute Chancen auf attraktive Investments. Eine sorgfältige Planung und Umsetzung bei rechtzeitiger Abstimmung mit der BaFin sind unabdingbar. Neben positiven Skaleneffekten können in der deutschen Versicherungswirtschaft weitere Wertsteigerungspotenziale gehoben werden, insbesondere durch das Aufbrechen verkrusteter Verwaltungsstrukturen, durch Produktinnovationen und durch Spezialisierung. Zukünftig dürften geänderte Eigenkapitalanforderungen durch Solvency II den Konsolidierungsdruck noch erhöhen, vor allem auf kleinere Versicherer. Finanzinvestoren, die sich frühzeitig im deutschen Versicherungsmarkt engagieren und mit den aufsichtsrechtlichen Besonderheiten vertraut machen, können sich entscheidende Wettbewerbsvorteile verschaffen. ◀

ANZEIGE

## ASCHENBACH KÜRN & KUTTRUFF

Corporate Finance Advisory

München - Lindau - Bielefeld - Shanghai

[www.aschenbach-partner.com](http://www.aschenbach-partner.com)