

M&A Forsikringer: Et værktøj til hurtigere, smidigere og mere omkostningseffektive transaktioner.

Takket være lavere forsikringspræmier, forsikringsprodukter med bredere dækninger og en mere smidig indtegningsproces, er M&A forsikringer i de seneste år blevet anvendt i langt højere udstrækning i forbindelse med nordiske virksomhedsoverdragelser.

Historie og geografi

M&A-forsikringer har eksisteret som begreb siden 1980'erne, men blev i begyndelsen kun brugt af sælgere som et finansielt instrument overfor de garantier, man afgav. Først i slutningen af 1990'erne begyndte M&A forsikringerne at blive brugt i situationer, hvor sælger var direkte uvillig eller ikke evnede at give den potentielle køber den efterspurgte beskyttelse mod fremtidige brud på garantier afgivet i forbindelse med overdragelsen. Siden midten af 2000 er produkterne udvidet til at omfatte forsikringer for kendte risici, som er blevet identificeret i forbindelsen med selve transaktionsforløbet, f.eks. skattestrukturer, miljøsituationer og andre former for tvister. Sideløbende med denne produktudvikling, efterspørges forsikringerne nu fra såvel sælger- som købersiden i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.

I de første år blev M&A-forsikringerne kritiseret for at være alt for dyre, for tidskrævende at indtegne og med et utilstrækkeligt dækningsomfang, jf. de traditionelle værktøjer som "escrows" og "deferred consideration". Et voksende antal udbydere blandt forsikringsselskaberne (fra 1-2 til de nuværende 10-11 stk.), har medført, at præmierne er faldet betydeligt samtidig med, at antallet af undtagelser er blevet betydeligt færre. Ydermere har såvel forsikringsmægler som forsikringsselskaber rekrutteret medarbejdere med M&A-baggrund, hvilket gør at forsikringsløsningerne i dag struktureres i overensstemmelse med den overordnede transaktionsproces og tidsramme.

M&A-forsikringer var i de tidlige år et udpræget angelsaksisk fænomen, og blev i stort omfang anvendt i Australien/New Zealand, Storbritannien og USA/Canada. I dag udgør Sydney, New York og London de centrale markeder for placeringen af M&A-forsikringer, dog har anvendelsen af produkterne nu spredt sig til hele verden og Europa (ekskl. Storbritannien) står for 20% af de tegnede forsikringer. Den globale vækst i anvendelsen af forsikringsløsninger er på ca. 20% om året.

Anvendelsen af M&A forsikringer har taget fart samtidig med at angelsaksiske aktører er gået ind på nye markeder. De har efterspurgt M&A-forsikringer for at komme ud over fastlåste standpunkter i transaktionsprocessen, og dermed har de åbnet de lokale aktøres øjne for de muligheder som forsikringsløsninger giver. Det tyske M&A-marked er de senere år blevet en stor bruger af forsikring, men også de nordiske lande ligger langt fremme. I Sverige forsikres ca. 10-15% af alle transaktioner, og blandt de transaktioner, der drives af Private Equity er det 30-40% i Danmark, og tilsvarende for Norge og Finland, anslås forsikringspenetrationen at være på 5-10%.

Hvad er M&A-forsikringens formål?

Ved virksomhedsoverdragelser afgiver sælger normalt et antal garantier for, at virksomheden er som beskrevet i købsaftalen, f.eks. korrekt bogføring, lovlige skattebetalinger, ingen miljøforhold osv. Hvis køberen – trods en gennemført due diligence – efterfølgende finder brud i en eller flere af de afgivne garantier, kan køberen rette et erstatningskrav mod sælger.

En M&A-forsikring tillader sælger at stille garantier, men i tilfælde af garantibrud træder forsikringsselskabet ind og overtager sagen. Dette gør det muligt for sælger at undgå "escrows" eller andre sikkerhedsstillelser i garantiens løbetid og derigennem får sælger adgang til hele købesummen straks ved overdragelsens gennemførelse.

Ovenstående beskrivelse handler om sælgers mest almindelige behov i forbindelse med en transaktion – at håndtere de *ukendte risici*, altså "skjulte fejl" i købsaftalens garantikatalog. Behovet opfyldes af en "Warranty & Indemnity"-forsikring (herefter kaldet W&I, og kendes også som "Reps & Warranties"). W&I forsikring omfatter ikke risici, som parterne er blevet opmærksomme på under transaktionsforløbet, her især under due

diligence-arbejdet. De væsentligste *kendte risici* er i praksis skatte- og miljøspørgsmål, men kan teoretisk set bestå af en hvilken som helst situation med juridisk risikoprofil.

Kendte risici er tidligere blevet henvist til forhandlingsbordet, og mange gange har det været det element, der fik en transaktionsproces til at gå i stå. I de seneste år har det været muligt at forsikre selv kendte risici – forudsat at sandsynligheden for, at risikoen materialiserer sig, er tilstrækkelig lav og at den underliggende risikovurdering er af tilstrækkelig høj kvalitet. I disse tilfælde vil en forsikring ofte udgøre den olie, som får transaktionsmaskineriet til at køre igen.

Hvem kan købe en M&A-forsikring?

Såvel køber som sælger. Idet der findes to hovedformer for W&I-forsikringer:

- **Sælgerforsikring:** Sælger er den forsikrede part, og der ydes dækning for de omkostninger, der opstår som følge af, at køber fremsætter et gyldigt krav om erstatning for garantibrud, ligesom de tilhørende sagsomkostninger er omfattede.
- **Køberforsikring:** Køber er den forsikrede part, og der ydes dækning for de omkostninger som opstår som følge af et garantibrud, ligesom de tilhørende sagsomkostninger er omfattede.

Sælgerforsikringen, som var den første løsning i markedet, er blevet mindre populær med årene, da sælgeren fortsætter med at være aftalemæssigt bundet i forhold til krav fra køberens side i tilfælde af garantibrud. Det betyder, at sælgeren forsat "står med risikoen", hvis det viser sig, at forsikringen af en eller anden grund ikke dækker garantibruddet.

Køberforsikringen udgør derfor i dag ca. 70-80 % af alle de forsikringer, der tegnes. Det indebærer også den fordel, at køber kan udvide forsikringsdækningen som foreslået af sælger – både for så vidt angår tid og beløb.

Det er dog fortsat mest almindeligt, at det er sælger ved en transaktion, der bringer spørgsmålet om forsikring på banen. Forsikringsmægleren og forsikringsselskabet kan da begynde at arbejde med sælger om at strukturere en køberforsikring og sidenhen i hensigtsmæssige etaper "skifte side" og begynde at arbejde med købersiden for at få de sidste detaljer i forsikringsaftalen på plads. Præmien for forsikringen kan betales af sælger, køber eller en kombination af begge.

Hvornår er det hensigtsmæssigt at anvende en M&A-forsikring?

M&A-forsikringer anvendes i dag af flere forskellige årsager, af såvel sælger- som købersiden. Oversigten nedenfor viser de mest almindeligt forekommende situationer, hvor det kan være hensigtsmæssigt at vælge en forsikringsløsning:

Sælgersiden	Købersiden
For at få et "clean exit", især Private Equity (PE)	For at udvide og forlange den sikkerhed som sælger er villig til at give for de stillede garantier – f.eks. hvis sælgeren er et PE-selskab eller sælger er i en presset finansiel situation
For at få en renere balance efter frasalg, særligt ved non-core virksomheder	For at komme med et attraktivt bud i tilbudsprocessen
For hurtigt at kunne fordele købesummen til investor (PE), geninvestere den eller formindske virksomhedens gældssætning	For at beskytte relationen med en sælger, som efterfølgende vil gå over til at blive nøgleperson i virksomheden efter aftaleindgåelsen
For at undgå at binde kapital i "escrow" eller i andre traditionelle værktøjer	For at øge sin tryghed ved en erhvervelse i et nyt land /jurisdiktion
For at maksimere købesummen ved at tilbyde en høj "warranty cap" til køberen	

Begge parter kan også vælge at anvende forsikringsløsninger som "olie i maskineriet" – for at få en afsporet transaktionsproces på sporet igen. Det gælder særligt for forsikringer, som omfatter kendte risici.

Med hensyn til *hvornår det under transaktionsprocessen* er hensigtsmæssigt at overveje en M&A-forsikring, er svaret "når som helst"! Det væsentligste er, at parterne begynder at undersøge muligheden for at tegne forsikring ca. 2-4 uger inden forventet underskrift af købsaftalen. Både forsikringsmægleren og forsikrings-selskaber er i stand til at håndtere så kort en tidsfrist er såvel.

Det er også muligt at tegne M&A forsikring "post-closing", om end med flere restriktioner i dækningen.

Hvordan tegnes M&A-forsikringen rent praktisk?

Processen med at tegne en M&A-forsikring er forenklet og gjort betydelig hurtigere i de seneste år, og løber derfor parallelt med den øvrige transaktionsproces. I modsætning til tidligere tiders opfattelse, betyder anvendelsen af en M&A-forsikring altså ikke en forsinkelse af selve transaktionen. Generelt kan man sige, at forsikringsløsningen kræver ca. 15-20 (bank)dage, men det kan ske betydelig hurtigere, hvis der er behov for det. Hvor meget tid der kræves, afhænger af transaktionens type og tidshorisont, ligesom forsikringsaftalens kompleksitet og antallet af forsikrings-selskaber, som er nødvendige for at afdække risikoen, spiller ind. Uanset tidshorisont, skal man igennem følgende skridt for at placere en køberforsikring (som eksempel):

1. Desktop study: Hvad kan man gøre og til hvilken pris?

Køber giver os (forsikringsmægleren) nogle basisfakta vedrørende transaktionen (dokumenter ikke nødvendige), fx target-selskabets geografiske placering og branche, forventet selskabsværdi og den ønskede forsikringssum. Baseret på vores mangeårige erfaring, kan vi give køber en indikation på hvilken holdning, vi kan forvente os fra forsikrings-selskaberne til at forsikre risikoen (muligt/delvist muligt/umuligt) og en anslået forsikringspræmie.

2. Kontakt til forsikringsmarkedet

Hvis køberen efter første skridt fortsat er interesseret i at strukturere en forsikringsløsning, indhenter vi indikationer hos de relevante forsikrings-selskaber. På dette tidspunkt har forsikrings-selskaberne behov for at få en oversigt over target-selskabet (fx et investment memorandum), de seneste reviderede årsafslutning/regnskaber, datarummets indholdsfortegnelse og de garantier som man forventer at lade indgå i købsaftalen. Som udgangspunkt skal sælgerens foreløbige garantier kommenteres af køber (mark-up).

3. Sammensætning af foreløbig rapport

Vi sammensætter de modtagne pris- og vilkårsindikationer modtaget fra forsikrings-selskaberne i en enkelt oversigt, hvilket gør de forskellige tilbud sammenlignelige, og kommer med en anbefaling til, hvilket forsikrings-selskab der bør vælges. Selskaberne skiller sig nemlig ud ved at have forskellig appetit for så vidt angår geografi og brancher, og har også forskellig kapacitet.

4. Forsikrings-selskabets risikobedømmelse

Når køber har valgt forsikrings-selskab, skal der gennemføres en mere detaljeret risikoanalyse. Udgangspunktet er ikke at gentage det arbejde, der allerede er foretaget i forbindelse med transaktionen. Forsikrings-selskabet har brug for at skabe sig et mere tilbunds-gående billede af risikoen og for at dykke dybere ned i specifikke spørgsmål (især med hensyn til kendte risici er der ofte brug for en ekspertudtalelse). Dette gøres ved at granske købsaftalen med tilhørende garantier, sælgers disclosure letter og købers due diligence (med fokus på juridiske, finansielle og miljørelaterede spørgsmål). Tredjeparts rådgivere holdes ikke juridisk ansvarlige. På dette tidspunkt udarbejder forsikrings-selskabet eventuelt et "expense letter" til dækning af dets omkostninger.

5. Forhandlinger om forsikringsvilkår og -præmie

Når forsikringselskabet har præsenteret et mere udførligt tilbud indeholdende forsikringsvilkår og -præmie, er det næste skridt for køber at indgå i en forhandling om disse punkter med hjælp fra os (forsikringsmægleren) og sine juridiske rådgivere. Eventuelle ændringer i transaktionsdokumentet skal meddeles forsikringselskabet på dette tidspunkt.

6. Gennemførelse af et "underwriters' call" om nødvendigt

Inden forsikringstalen underskrives, skal køber give forsikringselskabet den endelige version af transaktionsdokumenterne. Herudover afholdes evt. et "underwriters' call" mellem forsikringselskabet og køber og dennes rådgivere. Under telefonsamtalen, som typisk varer ca. 45-60 minutter, beder forsikringselskabet køber om at gennemgå motivering bagved transaktionen, beskrive det gennemførte due diligence-arbejde, beskrive transaktionsprocessen og forhandlingerne mellem køber og sælger, samt gennemgå eventuelle områder som forsikringselskabet har haft vanskeligt ved at få klarhed over i forbindelse med dets risikoanalyse. Det overordnede formål med samtalen er at give forsikringselskabet sikkerhed for, at transaktionen gennemføres på en professionel måde og med iagttagelse af "arms length" princippet.

7. Forsikringen underskrives

Forsikringsaftalen underskrives samtidig med købsaftalen. I den forbindelse beder forsikringselskabet også køber om at underskrive en "no claims warranty" – en bekræftelse på, at køber ikke har kendskab til skader på dette tidspunkt.

Hvad koster det at udtage M&A-forsikringer?

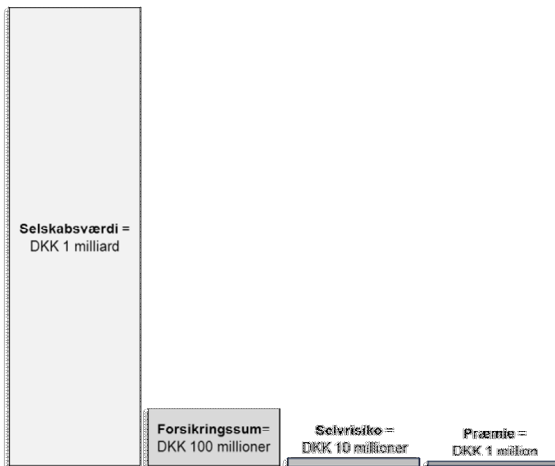
De totale omkostninger i forbindelse med en M&A-forsikringer består af 5 delelementer:

Hvad?	Hvor meget?
Forsikringspræmie	W&I: Ca. 1,0-1,5 % af forsikringssummen Kendte risici: Ca. 3,0-8,0 % af forsikringssummen
Selvrisiko	W&I: Ca. 0,5-1,0 % af virksomhedens værdi
Skat på forsikringspræmie	Danmark: 1,1 % af forsikringspræmien
Forsikringselskabets omkostninger for yderligere due diligence	Normalt begrænset til EUR 10 000, reduceret til 0 hvis forsikringen bliver placeret
Honorar til forsikringsmægleren	Normalt ca. 0,2-0,5 % af forsikringssummen

Forsikringspræmien påvirkes af et antal faktorer, hvor de vigtigste er forsikringsaftalens dækningsomfang og undtagelser, den valgte selvrisiko og forsikringssummen samt target-virksomhedens geografiske placering og branche. Som benchmark er forsikringssummen for de fleste transaktioner i størrelsesordenen 10 % til 30 % af virksomhedens værdi.

Selvriskoen er det beløb, som forsikringstager selv står på mål for – en forsikringsløsning dækker således kun den del af skaden, som overstiger selvriskoen. I forbindelse med en køberforsikring kan køber vælge selv at stå for selvriskoen, eller at forhandle med sælger om, at denne dækker selvriskoen i tilfælde af en skade.

Prisen for at tegne en M&A-forsikring kan vises ved en simpel illustration. Figuren nedenfor viser en transaktion med en virksomhedsværdi på DKK 1 mia., hvor 10 % af virksomhedsværdien skal forsikres med en W&I-forsikring som sikkerhed for de garantier som sælger stiller. Ved en skade på DKK 30 mio. vil forsikringstager modtage DKK 20 mio., (30-10=20).



For at bedømme om en M&A-forsikring er en omkostningseffektiv løsning, skal omkostningerne sammenholdes med omkostningerne forbundet med de alternative muligheder, der findes. En "escrow" løsning vil have en helt anden omkostningsstruktur – hvad koster det at have x antal millioner fastlåst på en konto i Y antal år?

I det ovenstående eksempel ville en "escrow" skulle være på fx. 100 mio. For en PE-fund vil omkostningerne forbundet med denne løsning måske nå op på 15 %, hvilket er ca. 10-15 gange beløbet for forsikringspræmien.

Hvordan ser skadesbilledet ud?

Indtil nu har der været relativt få skader i forbindelse med M&A forsikringer. For nyligt blev der foretaget en analyse af det europæiske marked, baseret på erfaringer fra de seneste 10 år. Undersøgelsen viser at der anmeldes en skade på 1 ud af 6 M&A forsikringer. Skadesprocenten for de nordiske lande ser endnu bedre ud, og kombineret med en høj standard for due diligence og velfungerende transaktionsprocesser er Norden en attraktiv region for forsikringselskaberne, hvilket afspejler sig i som udgangspunkt lavere forsikringspræmier.

Det er dog ikke alle skadesanmeldelser, der udvikler sig til egentlige skader, da nogle af dem ender med ikke at overstige selvriskoen, og i andre tilfælde kan der ikke påvises et garantibrud. Skadesanmeldelserne har derimod været forudsigelige i og med, at de fleste vedrører fra garantier relateret til skat og eller finansielle rapporter, og ca. 2/3 af skaderne er anmeldt indenfor de første 12 måneder efter købsaftalens indgåelse.

De offentligt tilgængelige statistikker over skader og udbetalinger fra forsikringselskaberne er yderst begrænsede, på grund af sagernes fortrolige karakter. Såvel forsikringsmæglere som forsikringselskaber stræber efter at opretholde et godt rygte for dette endnu relativt nye og nichebetonede marked, hvilket medfører en fleksibel og rationel adfærd i forbindelse med skader. Vi er i dag bekendt med et større antal skadestilfælde som er blevet behandlet hurtigt og hvor der er udbetalt store erstatninger. Oftest vælger den forsikrede part selv at drive forhandlingen med forsikringselskabet, men hvis det behøves og ønskes kan forsikringsmægleren lede arbejdet for den sikredes regning – dette i særdeleshed, når sagen involverer flere forsikringselskaber.

Den sikredes oplevelse af en skade, og håndteringen af denne, påvirkes i stor udstrækning af forsikringsaftalens formulering, i særdeleshed af undtagelserne. Derfor er det af stor vigtighed at være klar over disse, så forventningerne holdes på det rette niveau i tilfælde af garantibrud.

Grundprincippet for M&A-forsikringer er at være et spejl af købsaftalens garantier, men følgende undtagelser ses i dag ofte:

- Den forsikredes faktiske kendskab inden forsikringsaftalens ikrafttrædelse. Undtagelsen skal være begrænset til faktisk kendskab hos navngivne personer i sikredes interne transaktionsteam – sædvanligvis CEO og CFO. Undtagelsen bør altså ikke omfatte eksterne rådgivere.
- Bedrageri og bevidst tilbageholdelse af informationer
- Ændringer i transaktionsdokumenterne (først og fremmest i købsaftalen) som ikke meddeles til forsikringsselskabet
- Bøder og andre sanktioner, som ikke er forsikringsbare
- Skatteunddragelse
- Fremadrettede garantier

Om Willis

Willis er en global forsikringsmæglervirksomhed og risikorådgiver med virksomheder i 120 lande verden over med 400 kontorer, heraf 5 i Danmark, og med 20.000 ansatte.

M&A-aktiviteten drives indenfor rammerne af en verdensomspændende specialistgruppe med over 100 personer, med kompetence center i London, New York og Sydney. I løbet af 2012 har Willis placeret mere end 100 M&A-forsikringer og over 300 forespørgsler. Derudover har vi leveret mere end 700 risiko og forsikringsfokuserede due diligence opgaver til vores kunder.

Du er velkommen til at kontakte

Klaus Stubkjær Andersen på 88139565 eller ksa@willis.dk