

C/M/S/

Law . Tax

# CMS European M&A Study 2011



---

## Inhaltsverzeichnis

- 3\_ Einführung und Methodik
- 4\_ Zusammenfassung
- 6\_ Kaufpreisanpassung
- 10\_ Earn-out
- 12\_ Stichtag für Garantien
- 13\_ *De minimis* und Basket
- 16\_ Haftungshöchstgrenzen
- 18\_ Ausnahmen von Haftungshöchstgrenzen und Verjährungsfristen für Garantieansprüche
- 19\_ Verjährungsfristen für Garantieansprüche
- 20\_ Garantieansprüche und Kenntnis des Käufers
- 22\_ Closing-Bedingungen
- 23\_ MAC-Klauseln
- 24\_ Wettbewerbsverbote
- 25\_ Schiedsklauseln
- 26\_ Steuerliche Aspekte
- 27\_ Kontaktdaten

---

### Haftungsausschluss

Die Ergebnisse der Studie und/oder dieses Reports und die darin vorgestellten Schlussfolgerungen geben nicht notwendigerweise die Ansichten der Mitgliedssozialitäten von CMS, der Anwälte oder der Mitarbeiter wieder, die bei der Erstellung der Studie und/oder dieses Reports mitgearbeitet haben. Für die Studie und/oder diesen Report wurden 1.005 M&A-Transaktionen ausgewertet. Unvermeidlich bestehen zahlreiche Unterschiede zwischen den zugrunde liegenden Verträgen und den jeweils verhandelten Klauseln. Um die Ergebnisse vergleichen zu können, wurden individuelle Regelungen kategorisiert. Bei dieser Kategorisierung individueller Regelungen war ein bestimmter Spielraum an subjektiver Entscheidungsfreiheit notwendig. Obwohl der Studie und/oder diesem Report bestimmte Tendenzen entnommen werden können, hat jede Transaktion individuelle Merkmale, die nicht in die Studie und/oder diesen Report aufgenommen wurden und auf die nicht Bezug genommen wird. Deshalb unterliegen die Schlussfolgerungen der Studie und/oder dieses Reports einigen wichtigen Vorbehalten, die in der Studie und/oder diesem Report nicht ausdrücklich offengelegt werden.

Jeder, der sich auf diese Studie und/oder diesen Report stützt, tut dies auf eigenes Risiko. Der CMS-Verbund und seine Mitglieder schließen hiermit jegliche Haftung aus, die aus einem derartigen Verhalten resultieren könnte.

Das Urheberrecht an der Studie und/oder diesem Report steht CMS Legal Services EEIG („CMS EEIG“) zu. Jede Weitergabe oder Veröffentlichung der Studie und/oder dieses Reports bedarf der schriftlichen Zustimmung durch CMS EEIG. Die Studie und/oder dieser Report sind urheberrechtlich geschützt und dürfen ausschließlich für persönliche Zwecke verwendet werden. Jede Vervielfältigung, Verbreitung oder anderweitige Verwendung der Studie und/oder dieses Reports im Ganzen oder in Auszügen (zum Beispiel im Internet) bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch CMS EEIG. Falls die Ergebnisse der Studie und/oder dieses Reports mit der vorherigen schriftlichen Zustimmung von CMS EEIG verwendet werden sollten, muss CMS als Autor genannt werden.

Die Verwendung und Weitergabe dieser Studie und/oder dieses Reports unterliegen deutschem Recht. Gerichtsstand ist Frankfurt a. M., Deutschland.

# Einführung und Methodik

---

## Einführung

Wir freuen uns, Ihnen hiermit die CMS European M&A Study 2011 (die „Studie“) vorlegen zu können. Das ausgesprochen positive Feedback, das wir für unsere bisherigen Studien von M&A-Praktikern erhalten haben, war für uns sehr ermutigend. Für die tägliche M&A-Praxis ist die Studie eine wichtige Informationsquelle. Dies ist bereits unsere dritte Jahresstudie, sodass wir nun insgesamt mehr als 1.000 Transaktionen im Zeitraum von 2007 bis 2010 ausgewertet haben. Diese ereignisreichen Jahre waren durch eine Phase des Aufschwungs, gefolgt von der Finanzkrise und einer langsamen Konjunkturerholung geprägt. Von diesen Entwicklungen war auch der M&A-Markt betroffen, was nicht nur anhand des Volumens und der Anzahl der durchgeführten Transaktionen erkennbar ist, sondern auch anhand der Neuverteilung der Vertragsrisiken. Während in unserer letztjährigen Studie ein Käufermarkt zu erkennen war, enthält die diesjährige Studie erste Anzeichen dafür, dass sich das Blatt insoweit zugunsten der Verkäufer wendet, als diese zunehmend mehr Vertragsrisiken auf die Käufer abwälzen können. Die CMS European M&A Study 2011 gewährt Einblicke in rechtliche Regelungen von M&A-Verträgen, zieht Vergleiche zwischen Europa und den USA und identifiziert relevante Entwicklungen am Markt. Sie wertet M&A-Verträge von mehr als 1.000 Transaktionen aus, die sowohl nicht börsennotierte private als auch börsennotierte Unternehmen in Europa während des Zeitraums 2007–2010 betreffen. Rund 300 Transaktionen wurden für das Jahr 2010 ausgewertet. Mit der diesjährigen Ausgabe der Studie haben wir neue Entwicklungen analysiert wie z. B. die Tatsache, dass europaweit die Anzahl der nach dem sogenannten Locked-Box-Modell abgeschlossenen Verträge zugenommen hat. Außerdem waren Anzeichen des US-Einflusses auf europäische Deals erkennbar. So hat die Anzahl der Verträge leicht zugenommen, in denen es keine *de minimis*-Bestimmungen gibt und Garantieansprüche nur auf einer „Excess Only“-Basis geltend gemacht werden können. Erstmals wurden auch Steuerfreistellungsklauseln ausgewertet.

Die herangezogenen Vertragsdaten sind nicht öffentlich zugänglich und basieren auf vertraulich verhandelten Transaktionen, bei denen CMS die Käufer- oder Verkäuferseite beraten hat.



Thomas Meyding  
Head of CMS Corporate Group

## Methodik

Die Studie umfasst Vertragsabschlüsse, die entweder als Share Deal oder als Asset Deal strukturiert waren. Dies beinhaltet auch solche Transaktionen, bei denen der Verkäufer weniger als 100% des Kapitals der Zielgesellschaft hielt, sofern dies die gesamte Beteiligung des Verkäufers an der Gesellschaft darstellte. In der Studie wurden auch Immobilientransaktionen berücksichtigt, die den Verkauf oder die Akquisition nicht nur eines Grundstücks, sondern eines operativen Unternehmens betrafen wie z. B. eines Hotels, Krankenhauses, Einkaufszentrums oder eines ähnlichen Unternehmens. Transaktionen innerhalb einer Unternehmensgruppe wurden nicht in die Studie aufgenommen.

Zu Vergleichszwecken wurden die Daten vier europäischen Regionen zugeordnet. Die Staaten wurden folgendermaßen auf die verschiedenen Regionen aufgeteilt:

- Benelux: Niederlande und Belgien
- Mittel- und Osteuropa (MOE): Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Tschechische Republik, Ukraine und Ungarn
- Deutschsprachige Länder: Deutschland, Österreich und Schweiz
- Südeuropa: Italien und Spanien
- Frankreich und das Vereinigte Königreich werden jeweils als eigenständige Kategorien dargestellt.

Die in die Studie aufgenommenen Transaktionen umfassen sämtliche Branchen, einschließlich:

- Finanzen und Versicherungen
- Energiewirtschaft und sonstige Versorger
- Hotel und Freizeit
- Konsumgüter
- Technologie, Medien und Telekommunikation
- Infrastruktur und Projektfinanzierung
- Life Sciences
- Immobilien und Bauwesen

Vergleichsdaten aus den USA wurden der „2009 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study“ entnommen, die sich auf Transaktionen aus dem Jahr 2008 bezieht und vom Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee des Mergers & Acquisitions Committee erstellt wurde, der im Bereich Wirtschaftsrecht der amerikanischen Anwaltsvereinigung angesiedelt ist. Soweit nichts anderes angegeben wird, beziehen sich Prozentangaben (%) auf den prozentualen Anteil von Abschlüssen während der Vierjahresperiode zwischen 2007 und 2010. Bei Entwicklungen, die in Grafiken anhand einer roten Linie dargestellt sind, handelt es sich jeweils um einen linearen Trend.

# Zusammenfassung

---

## CMS European M&A Study 2011

2010 war für den M&A-Markt ein Jahr der Erholung. 2009 hatte überwiegend im Zeichen der Marktreaktion auf die Finanzkrise des Jahres 2008 gestanden. Zahlreiche Abschlüsse erfolgten zum Teil aufgrund einer wirtschaftlichen Zwangslage und waren durch verunsicherte Gläubiger oder Anteilseigner auf der Verkäuferseite initiiert worden. Die Risikoverteilung war infolge der Marktsituation verzerrt. Käufer konnten in einem eindeutigen Käufermarkt attraktive Chancen nutzen.

In der Vorjahresstudie waren 2009 im Vergleich zu den beiden Jahren zuvor noch zahlreiche Merkmale dieses Käufermarktes zu erkennen. So kamen wir u. a. zu folgenden Schlussfolgerungen:

- Haftungsbegrenzungen des Verkäufers hatten weiter zugenommen.
- Die Verjährungsfristen für allgemeine Garantien waren entweder sehr kurz oder hatten sich verlängert.
- Die Anzahl der Transaktionen mit einer Earn-out-Klausel war leicht angestiegen.
- Anpassungen auf Grundlage des Working Capital wurden von Käufern häufiger gefordert.

Im Verlauf von 2010 normalisierte sich die Situation am M&A-Markt etwas, was am deutlichsten in der höheren Transaktionszahl zum Ausdruck kam. Bei der Verteilung der Vertragsrisiken erkennen wir jedoch auch zunehmend Anzeichen dafür, dass entweder die für einen Käufermarkt sprechenden Trends nur marginal zunehmen oder aber, was wir für wahrscheinlicher halten, dass sich hier ein Gleichgewicht eingestellt hat bzw. dass es eine Entwicklung hin zu einem Verkäufermarkt gibt. Die Haftungshöchstgrenzen könnten sich weiter nach unten verschieben und die Verjährungsfristen für allgemeine Garantien kürzer werden. Finanzinvestoren sind 2010 wieder verstärkt in Erscheinung getreten, was ebenfalls für eine höhere Dynamik am M&A-Markt gesorgt hat. Diese Entwicklung dürfte tendenziell zu verkäuferfreundlicheren Vertragsregelungen führen.

## Wichtigste Erkenntnisse

- Kaufpreisanpassung: 2010 waren Klauseln zur Kaufpreisanpassung weniger weit verbreitet (35% gegenüber 48% in 2009).
- Locked-Box-Regelungen: Bedingt durch die gestiegenen Aktivitäten von Finanzinvestoren auf Verkäuferseite kam es verstärkt zum Einsatz von Locked-Box-

Regelungen in Kontinentaleuropa und insbesondere im deutschsprachigen Raum.

- Earn-outs: Die Fristen für Earn-out-Regelungen wurden kürzer, d. h. die Verkäufer setzten auf eine schnellere Rendite. So waren 65% solcher Earn-outs innerhalb von 24 Monaten zahlbar (gegenüber 51% in 2009).
- Garantiestichtage: Bei einem höheren Anteil der Abschlüsse war eine Wiederholung aller Garantien zum Vollzugstichtag (Closing) vorgesehen (67% gegenüber 60%).
- *De minimis* und Basket: Der Anteil der Abschlüsse mit einer *de minimis*-Klausel ist leicht zurückgegangen; es gab mehr Transaktionen mit Basket-Regelungen und noch mehr Abschlüsse, bei denen Garantieansprüche nur auf einer „Excess Only“-Basis geltend gemacht werden konnten, was möglicherweise auf einen allmählichen Trend hin zu US-Dealpraktiken hinweist.
- Haftungshöchstgrenzen: Der Anteil der Transaktionen mit einer Haftungshöchstgrenze von mehr als 50% des Kaufpreises ist gegenüber dem Spitzenwert der letzten beiden Quartale des Jahres 2009 zurückgegangen.
- Verjährungsfristen: Der Anteil der Transaktionen mit einer Garantie-Verjährungsfrist von mehr als 24 Monaten hat sich seit dem im zweiten Quartal 2009 erreichten Spitzenwert allgemein auf rund 27% eingependelt und ist dann im letzten Quartal 2010 spürbar zurückgegangen.
- Schiedsklauseln: Klauseln, die ein Schiedsverfahren als Streitbeilegungsmechanismus anstelle von Gerichtsverfahren vorschreiben, waren weniger weit verbreitet (32% in 2010 gegenüber 40% in 2009).

## CMS-Bewertung

- CMS betreute 2010 rund 300 Transaktionen, was gegenüber 2009 eine Steigerung um 25% darstellt. Es gibt deutliche Anzeichen dafür, dass die Aktivitäten auch Anfang 2011 weiter zunehmen. Die Verteilung der Vertragsrisiken bei Verkaufs- und Kaufverträgen dürfte sich wieder etwas zugunsten der Verkäuferseite verschieben. Wir rechnen für 2011 mit einer stärkeren Beteiligung von Finanzinvestoren und der Durchführung von mehr Bieterverfahren durch die Verkäufer.
- Es ist zwar unwahrscheinlich, dass die Risikoverteilung wieder die Standards von 2007 erreichen wird. Der stärkere Wettbewerb auf Käuferseite könnte jedoch automatisch dazu führen, dass Käufer trotz der Ernüchterung, die etliche Investoren als Folge der Finanzkrise von 2008 erlebten, mehr Risiken übernehmen.

## Unterschiede zwischen Europa und den USA

Die Studie lässt erneut deutliche kulturelle und aufsichtsrechtliche Unterschiede zwischen Europa und den USA erkennen:

- MAC-Klauseln sind in den USA wesentlich beliebter als in Europa. Sie wurden in 80% der Abschlüsse in den USA vereinbart, gegenüber nur 16% der Abschlüsse in Europa.
- Baskets sind in den USA nicht nur wesentlich häufiger, auch die Grundlage für die Schadensberechnung unterscheidet sich. In den USA gab es 2010 in 59% der Fälle Schadenersatz auf einer „Excess Only“-Basis (im Gegensatz zur „First Dollar“-Basis) im Vergleich zu 34% in Europa.
- Anpassungen auf Grundlage des Betriebskapitals bleiben in den USA das mit Abstand am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Sie kamen 2010 bei 77% aller Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten, im Gegensatz zu nur 20% in Europa.
- Basket-Schwellen sind in den USA allgemein niedriger als in Europa. So haben 89% der US-Abschlüsse eine Schwelle von weniger als 1% des Kaufpreises, während dies in Europa nur auf 49% zutrifft.

## Unterschiede innerhalb Europas

Die Studie zeigte auch signifikante Unterschiede bezüglich der Usancen und Praktiken innerhalb Europas auf. Hierzu gehören:

In Großbritannien:

- Das am häufigsten verwendete Kriterium für Kaufpreisanpassungen ist das Working Capital.
- *De minimis*- und Basket-Klauseln werden häufiger vereinbart als in den übrigen europäischen Ländern.
- Es gibt kaum Abschlüsse ohne Haftungshöchstgrenzen, und die Verjährungsfristen für Garantien sind allgemein kürzer als im übrigen Europa. Bei nur 17% der Abschlüsse betragen die Verjährungsfristen mehr als 24 Monate.

In den deutschsprachigen Ländern:

- Es gab einen deutlichen Anstieg bei Haftungshöchstgrenzen von bis zu 25% des Kaufpreises (42% in 2010 gegenüber 35% in 2009). Gleichzeitig war die Zahl der Abschlüsse mit einer Haftungshöchstgrenze von mehr

als 50% des Kaufpreises zurückgegangen (43% in 2010 gegenüber 57% in 2009), was einer Rückkehr zum Durchschnittswert des Zeitraums 2007–2009 entspricht (45%).

- Treuhandkonten wurden häufiger als Sicherheit für Garantieansprüche verwendet (25% in 2010 gegenüber 15% in 2009).
- Die häufigste Voraussetzung für das Closing war die kartellrechtliche Freigabe (30% aller Abschlüsse).

In Mittel- und Osteuropa (CEE):

- Abschlüsse mit Earn-out-Klauseln kommen ähnlich wie 2009 nur selten vor (8% der Abschlüsse).
- Schiedsverfahren sind nach wie vor das primäre Streitlösungsmittel (76% gegenüber der europäischen Norm von 33% in 2010).
- Wettbewerbsverbote kommen seltener vor als im übrigen Europa.

In Frankreich:

- Earn-out-Bestimmungen wurden öfter als in anderen Regionen vereinbart, nämlich bei einem Drittel aller Abschlüsse.
- Bei allen in der Studie erfassten Abschlüssen war eine Haftungshöchstgrenze festgelegt. Frankreich hatte zudem die meisten Abschlüsse mit niedrigen Haftungshöchstgrenzen: Bei nahezu 50% war die Haftung auf maximal 25% des Kaufpreises begrenzt.
- Verstärkt wurden Basket-Klauseln vereinbart, nach denen Schadenersatz auf „Excess Only“-Basis gewährt wird.

In Südeuropa:

- Die Anzahl der Earn-out-Abschlüsse hat deutlich abgenommen.
- Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Abschluss *de minimis*- und Basket-Bestimmungen enthielt, war hier im gesamteuropäischen Vergleich am geringsten.
- Treuhandkonten wurden nach wie vor nur selten als Mechanismus zur Sicherung von Garantieansprüchen eingesetzt.

In den Benelux-Ländern:

- Die Verjährungsfristen für Garantieansprüche wurden länger und betragen bei 50% aller Abschlüsse mehr als 24 Monate.
- Eine Finanzierungssicherung durch den Käufer war nur selten Bedingung für den Abschluss (nur 4%).
- Die Zahl der Fälle, in denen MAC-Klauseln ausgehandelt wurden, hat signifikant abgenommen.

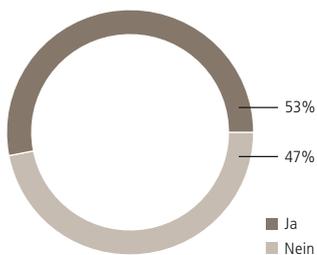
# Kaufpreisanpassung

In unserer letzten Studie hatten wir festgestellt, dass die Zahl der Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsklausel zurückgegangen war (2009: 48% gegenüber 2008: 61%). Im Jahr 2010 war dieser Rückgang sogar noch stärker ausgeprägt. Nur noch 35% der ausgewerteten Abschlüsse enthielten einen Mechanismus zur Kaufpreisanpassung. Dies steht in deutlichem Gegensatz zur Praxis in den USA, wo ein solcher Mechanismus in 79% der Abschlüsse enthalten ist.

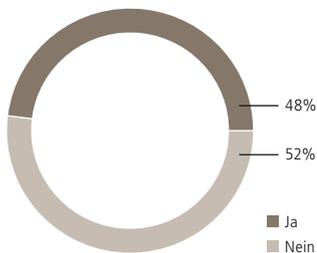
Die Gründe für diesen Rückgang sind zum Teil immer noch die gleichen wie im Jahr 2009, d. h., viele Transaktionen erfolgten möglicherweise in einer Krisensituation, was zu einem niedrigeren, aber festen Kaufpreis führte, der für beide Parteien akzeptabel erschien. Inzwischen gibt es aber insbesondere in Kontinentaleuropa einen neuen Trend: die zunehmende Verwendung von Locked-Box-Mechanismen.

## KAUFPREISANPASSUNG 2007-2010 ENTWICKLUNG: WENIGER TRANSAKTIONEN MIT KAUFPREISANPASSUNG NACH DER INSOLVENZ VON LEHMAN BROTHERS

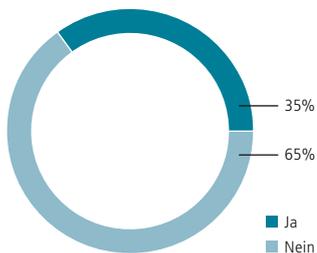
2007-2009



2009



2010



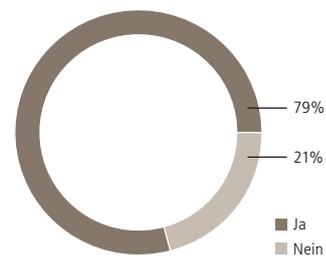
Rückkehr zur Normalität

100% = alle untersuchten Transaktionen

## KAUFPREISANPASSUNG EUROPA/USA EUROPA 2010



USA



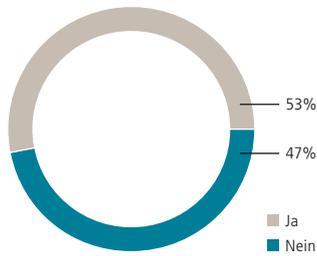
100% = alle untersuchten Transaktionen

Locked-Box-Mechanismen dienen dazu, einen festen Kaufpreis ohne eine auf eine Stichtagsbilanz bezogene Kaufpreisanpassung zu vereinbaren. Dieses Modell wird von Finanzinvestoren als Verkäufer klar favorisiert und setzt eine sorgfältige finanzielle Due Diligence durch den Käufer sowie ein stabiles Working Capital voraus. Käufer wollen in erster Linie sicherstellen, dass der Verkäufer keine Bar-mittel aus dem Zielunternehmen abzieht.

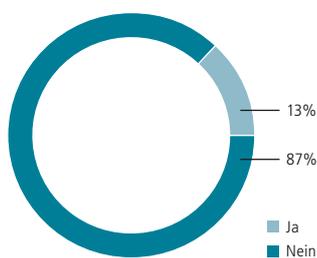
Im Jahr 2010 enthielten 29% der Abschlüsse ohne Kaufpreisanpassung einen Locked-Box-Mechanismus. Berücksichtigt man die höhere Anzahl der in 2010 getätigten Abschlüsse, stellt dies gegenüber 2009 einen deutlichen Anstieg dar. 2009 umfassten von den rund 47% der Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung nur 13% eine Locked-Box-Komponente.

### KAUFPREISANPASSUNG 2007–2010

2007–2009

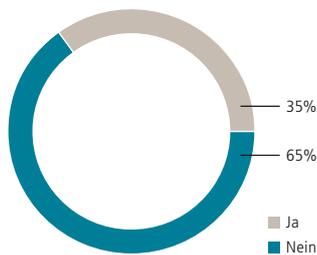


LOCKED BOX 2009

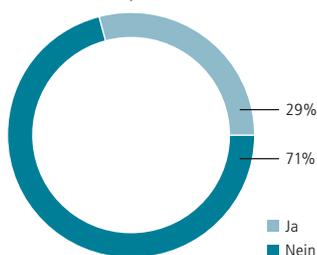


100% = alle untersuchten Transaktionen

2010

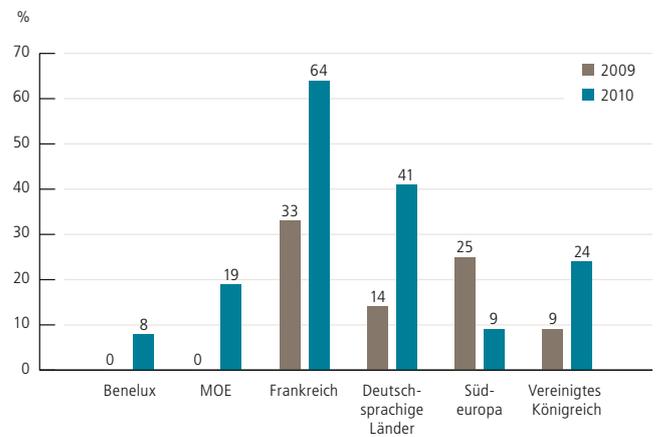


LOCKED BOX 2010



100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus

### LOCKED BOX 2009–2010

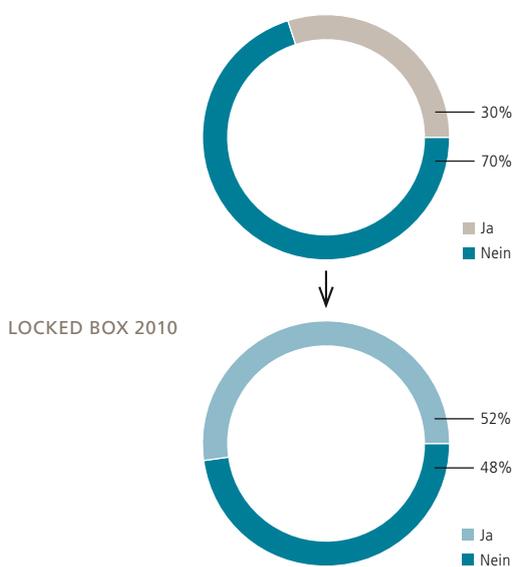


100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus

# Kaufpreisanpassung (Fortsetzung)

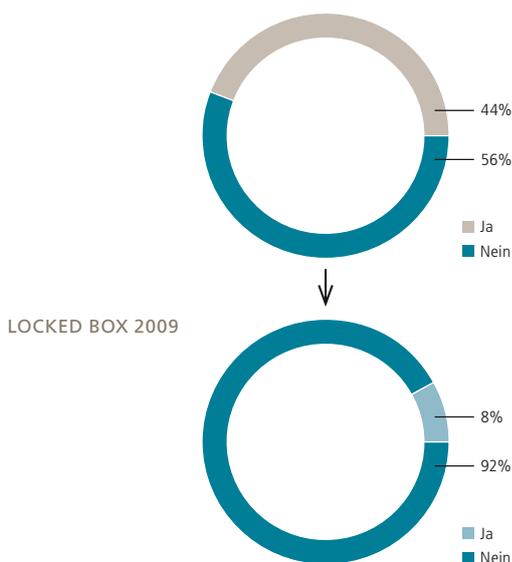
Besonders deutlich ist der Unterschied bei Transaktionen, an denen Finanzinvestoren beteiligt gewesen sind. Im Jahr 2010 enthielten von den 70% solcher Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung 52% einen Locked-Box-Mechanismus, verglichen mit 8% der entsprechenden Abschlüsse in 2009.

**KAUFPREISANPASSUNG 2010 BEI FINANZINVESTOREN**  
2010 FINANZINVESTOR ALS KÄUFER ODER VERKÄUFER



100% = Transaktionen mit Beteiligung eines Finanzinvestors

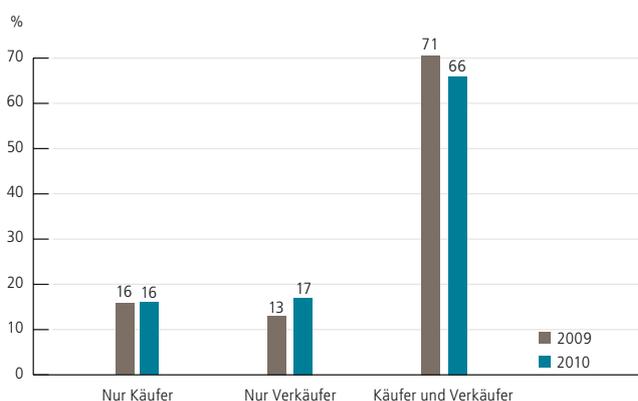
**KAUFPREISANPASSUNG 2007–2009 BEI FINANZINVESTOREN**  
2007–2009 FINANZINVESTOR ALS KÄUFER ODER VERKÄUFER



100% = Transaktionen mit Beteiligung eines Finanzinvestors

Wird eine Kaufpreisanpassung vereinbart, führt diese zumindest im Prinzip zu einem für Verkäufer und Käufer fairen Ergebnis. Das zeigt sich daran, dass die Kaufpreisanpassung 2009 bei 71% der Transaktionen beide Parteien begünstigen konnte, auch wenn dieser Anteil im Jahr 2010 leicht auf 66% zurückgegangen ist.

**KAUFPREISANPASSUNG 2009–2010**  
ANPASSUNG ZUGUNSTEN VON

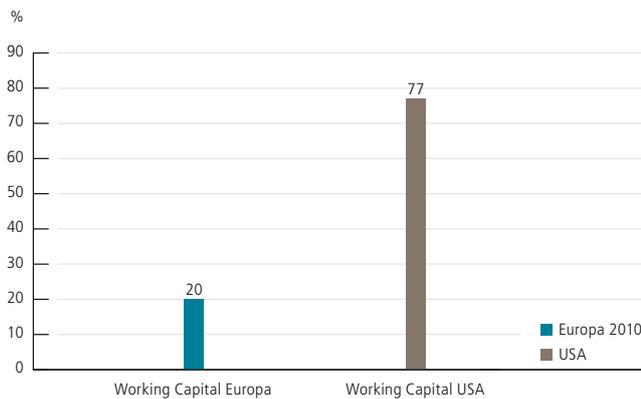


100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus

Im letzten Jahr hatten wir festgestellt, dass in den Fällen, in denen eine Kaufpreisanpassung vorgesehen war, als häufigstes Kriterium das Working Capital festgelegt wurde. Dieser Anteil war 2009 gegenüber dem Vorjahr deutlich auf 32% der relevanten Fälle angestiegen. In 2010 ist er auf 20% der Abschlüsse zurückgegangen, was sich teilweise aus der zunehmenden Beliebtheit von Locked-Box-Mechanismen erklärt. Dies steht im deutlichen Gegensatz zur Praxis in den USA, wo 77% der relevanten Abschlüsse eine Anpassung auf der Grundlage des Working Capital enthielten.

„Sonstige“ Anpassungsmechanismen sind nach wie vor weit verbreitet und machten in 2010 mit 23% den größten Anteil aus. Möglicherweise ist dies ein Hinweis auf eine differenzierte Vorgehensweise, bei der Käufer gezielt solche Wirtschaftsfaktoren heranziehen, die sich auf die Performance und den Unternehmenswert auswirken, wie z. B. Rohstoffpreise, verwaltetes Vermögen und Neukunden.

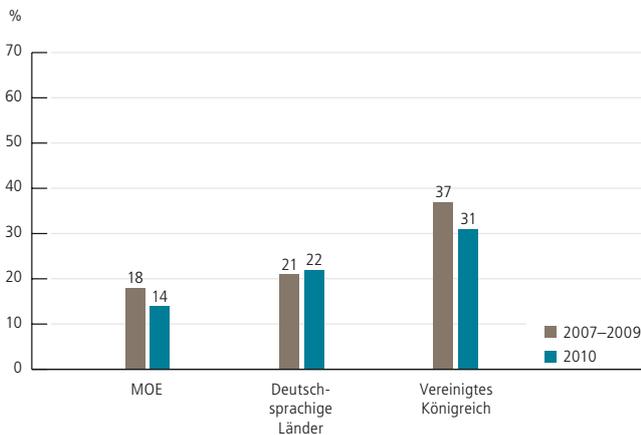
**KAUFPREISANPASSUNG EUROPA/USA**  
**WORKING CAPITAL ALS KRITERIUM FÜR DIE KAUFPREISANPASSUNG**



100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus

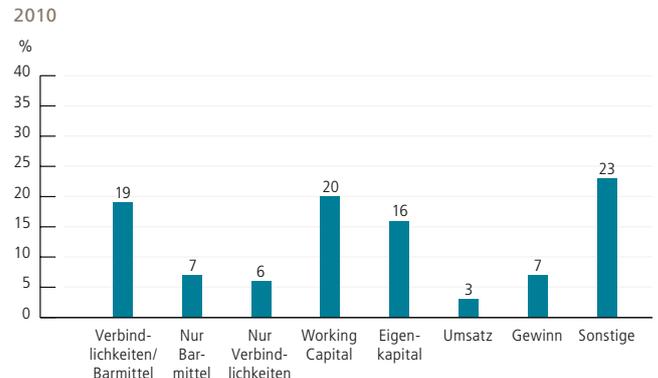
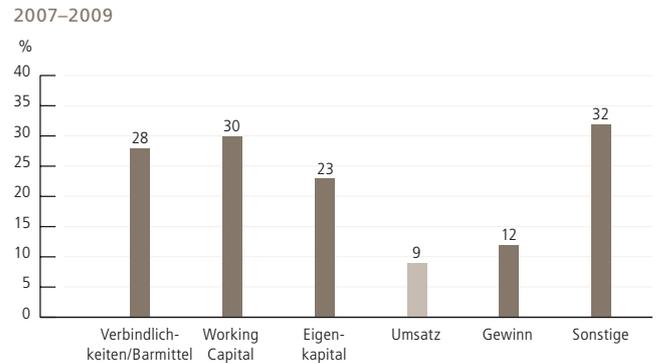
Working Capital ist im Vereinigten Königreich nach wie vor das häufigste Kriterium für eine Kaufpreisanpassung, wobei auch hier die Zahl der relevanten Abschlüsse in 2010 leicht zurückgegangen ist.

**KAUFPREISANPASSUNG 2007–2010**  
**ENTWICKLUNG IN EUROPA WORKING CAPITAL**



100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus

**KAUFPREISANPASSUNG**  
**GEWÄHLTE ANPASSUNGSKRITERIEN**



100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich  
 ■ 2009 erstmalig ausgewertet

# Earn-out

Ein Earn-out ist ein Mechanismus, bei dem ein Teil des Kaufpreises von der zukünftigen Entwicklung des Zielunternehmens abhängt. Sowohl die Zukunftschancen als auch das Risiko nach Erwerb des Zielunternehmens werden daher von Verkäufer und Käufer gemeinsam getragen.

Für den Verkäufer bietet der Earn-out eine Chance, den Verkaufserlös zu steigern. Auch für den Käufer hat er Vorteile, denn der Verkäufer (in der Regel Einzelgesellschafter) wird dazu motiviert, den Unternehmenserfolg während der Earn-out-Periode zu maximieren.

2009 bestanden die besonderen Herausforderungen des M&A-Marktes in der Unternehmensbewertung und der grundsätzlichen Unsicherheit über den weiteren Erfolg des Zielunternehmens unter schwierigen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen. In diesem Umfeld wurden kreative Kaufpreisregelungen zunehmend attraktiv. Käufer hatten die Sicherheit eines niedrigen garantierten Kaufpreises durch die Gestaltung als Earn-out, während Verkäufer die Möglichkeit hatten, von einer positiven Entwicklung nach dem Closing zu profitieren. Es ist daher nicht überraschend, dass es einen weiteren – wenn auch bescheidenen – Anstieg in der Anzahl der Abschlüsse mit Earn-out-Regelung im Jahr 2009 gab (18% aller Abschlüsse).

Anfang 2009 waren Earn-outs besonders beliebt und stiegen im ersten Quartal des Jahres auf 28%. Im Jahr 2010 hatte sich dieser Trend bei 15% stabilisiert. Abgesehen von dem Anfang 2009 erreichten Spitzenwert ist der Anteil an Earn-out-Abschlüssen im Zeitraum von 2007 bis 2010 trotz Finanzkrise relativ konstant geblieben.

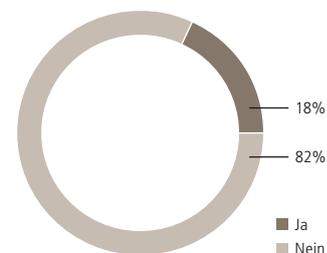
## EARN-OUT 2007–2010

ENTWICKLUNG: WENIGER TRANSAKTIONEN MIT EARN-OUT-KLAUSEL NACH DER INSOLVENZ VON LEHMAN BROTHERS

2007–2009



2009



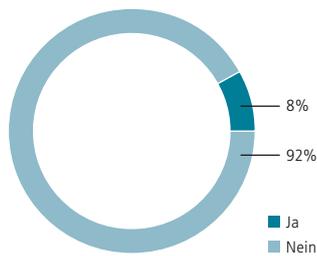
2010



100% = alle untersuchten Transaktionen

In der MOE-Region sind Earn-outs nach wie vor am wenigsten stark verbreitet. In den USA sind Earn-out-Klauseln hingegen durchweg beliebter und werden bei 29% der Abschlüsse vereinbart.

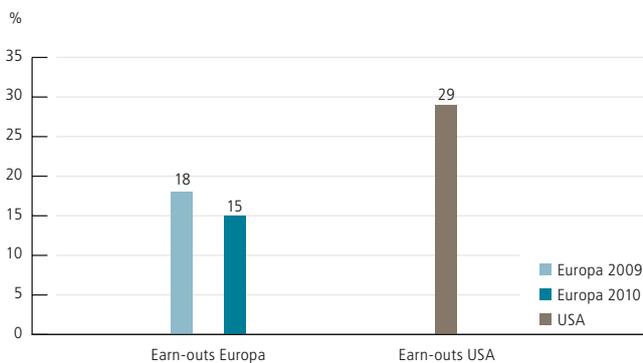
#### EARN-OUT IN MOE 2010



2010 erstmalig ausgewertet  
100% = alle Transaktionen in MOE

#### EARN-OUT EUROPA/USA

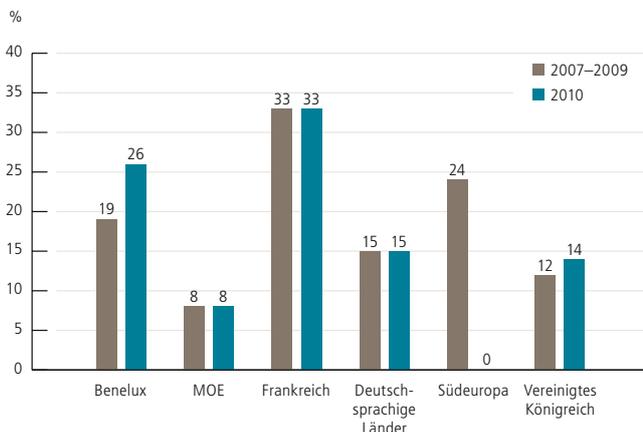
##### HÄUFIGKEIT VON EARN-OUT-KLAUSELN EUROPA/USA



100% = alle untersuchten Transaktionen

#### EARN-OUT 2007-2010

##### ENTWICKLUNG IN EUROPA

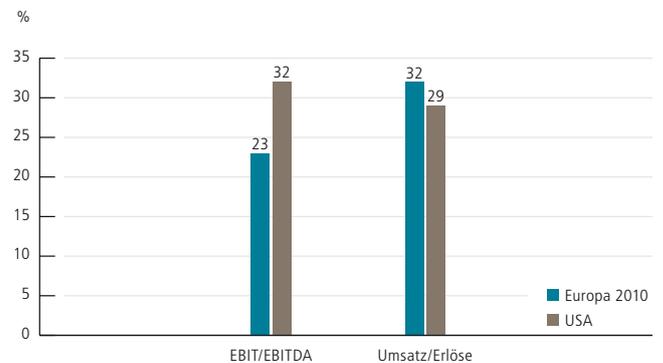


100% = alle untersuchten Transaktionen

Die relevanten Kriterien für den Earn-out festzulegen, ist meist Gegenstand intensiver Verhandlungen. Earn-out-Kriterien sind im Regelfall EBIT/EBITDA, Nettogewinn oder Umsatz. Sowohl in Europa als auch in den USA werden gewinnbasierte Merkmale (einschließlich EBIT/EBITDA) am häufigsten als Basis für die Earn-out-Berechnung verwendet, auch wenn es in Europa im Jahr 2010 einen Anstieg der umsatzbasierten Earn-out-Berechnungen gab (2010: 32% gegenüber 25% im Zeitraum 2007-2009).

#### EARN-OUT 2007-2010 EUROPA/USA

##### EARN-OUT-KRITERIEN EUROPA/USA

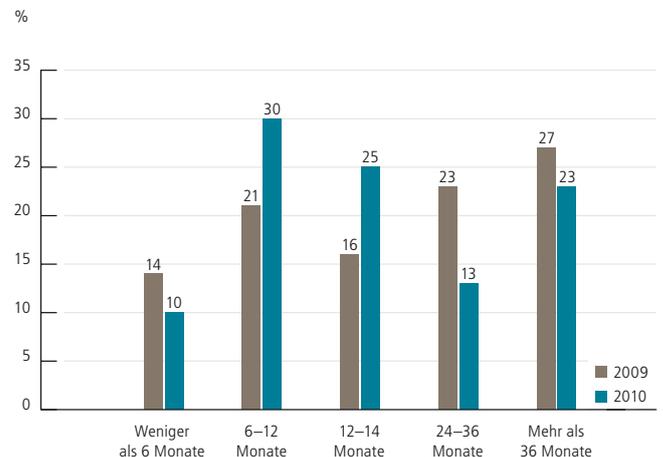


100% = alle untersuchten Transaktionen

Die Dauer des Earn-out ist ebenfalls bedeutsam. 2010 gab es hier eine deutliche Verschiebung hin zu kürzeren Earn-out-Perioden. So waren im Jahr 2010 z. B. 65% der Earn-outs innerhalb von 24 Monaten zahlbar, während dieser Anteil im Jahr 2009 bei 51% lag. Die Verkäufer strebten eine schnellere Rendite an.

#### EARN-OUT 2010

##### ZEITRÄUME FÜR DIE BEWERTUNG VON EARN-OUTS



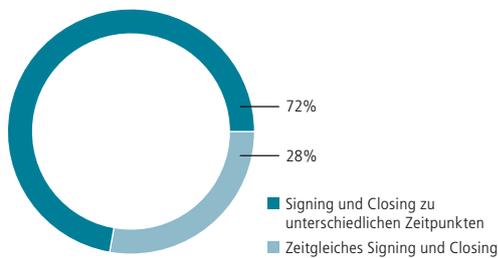
100% = alle Transaktionen mit Earn-out-Klausel

# Stichtag für Garantien

Bei Transaktionen, bei denen Signing (Vertragsschluss) und Closing (Vollzug der Transaktion) zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgen, stellt sich die Frage, ob Garantien nur bezogen auf den Zeitpunkt des Signing, nur bezogen auf den Zeitpunkt des Closing oder bezogen auf beide Zeitpunkte abgegeben werden. In einigen Fällen trägt der Verkäufer das Risiko durch ein „Bring-down“ der Garantien auf das Closing. In anderen Fällen kann der Verkäufer nur verpflichtet sein, ein „Bring-down“ bezüglich bestimmter Garantien vorzunehmen und/oder berechtigt sein, nach

dem Signing eingetretene Ereignisse vor dem Closing offenzulegen („Disclosure“). Im Jahr 2010 erfolgten Signing und Closing bei 72% der Abschlüsse zeitversetzt, sodass geklärt werden musste, ob ein „Bring-down“ der Garantien zum Closing vorzunehmen war. Im Hinblick auf den Garantiestichtag gab es innerhalb Europas deutliche Unterschiede. So wurden im Vereinigten Königreich Garantien bei 24% der Transaktionen ausschließlich auf das Signing und in keinem einzigen Fall ausschließlich auf das Closing abgegeben. Im Gegensatz dazu enthielten in Südeuropa alle Transaktionen Garantien, die entweder ausschließlich zum Closing abgegeben oder zum Closing wiederholt wurden. Die Käufer konnten 2010 eher ein Bring-down aller Garantien vereinbaren (2010 in 67% aller relevanten Fälle gegenüber 60% im Jahr 2009). 2010 bekamen die Verkäufer bei 22% der Transaktionen, bei denen Garantien zum Signing und zum Closing abgegeben wurden, die Gelegenheit, ihre Disclosures vor dem Closing auf den neuesten Stand zu bringen, und waren in 64% der Fälle berechtigt, Disclosures zu allen (d. h. nicht nur zu einzelnen) Garantien zu machen.

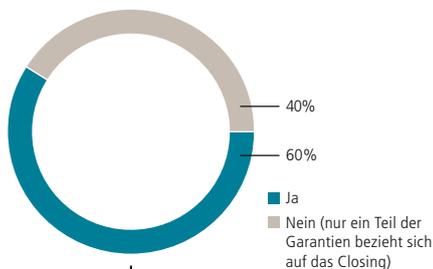
## STICHTAG (SIGNING UND CLOSING) 2010



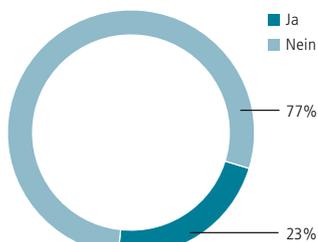
100% = alle untersuchten Transaktionen

## STICHTAG FÜR GARANTIEN 2009

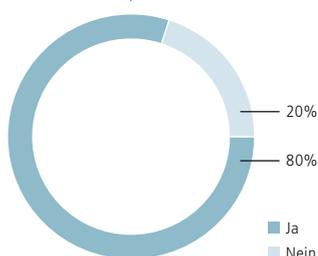
GARANTIEN ZUM ZEITPUNKT VON SIGNING UND CLOSING, WOBEI SICH ALLE GARANTIEN AUF BEIDE DATEN BEZIEHEN



VERKÄUFER ZUM AKTUALISIEREN DER DISCLOSURES BERECHTIGT

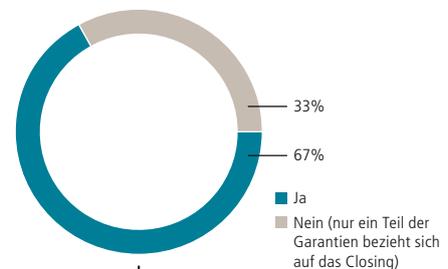


VERKÄUFER ZUM AKTUALISIEREN DER DISCLOSURES FÜR ALLE GARANTIEN BERECHTIGT

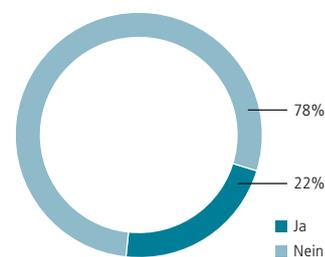


## STICHTAG FÜR GARANTIEN 2010

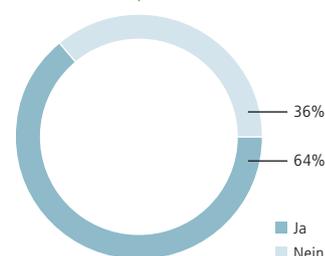
GARANTIEN ZUM ZEITPUNKT VON SIGNING UND CLOSING, WOBEI SICH ALLE GARANTIEN AUF BEIDE DATEN BEZIEHEN



VERKÄUFER ZUM AKTUALISIEREN DER DISCLOSURES BERECHTIGT



VERKÄUFER ZUM AKTUALISIEREN DER DISCLOSURES FÜR ALLE GARANTIEN BERECHTIGT



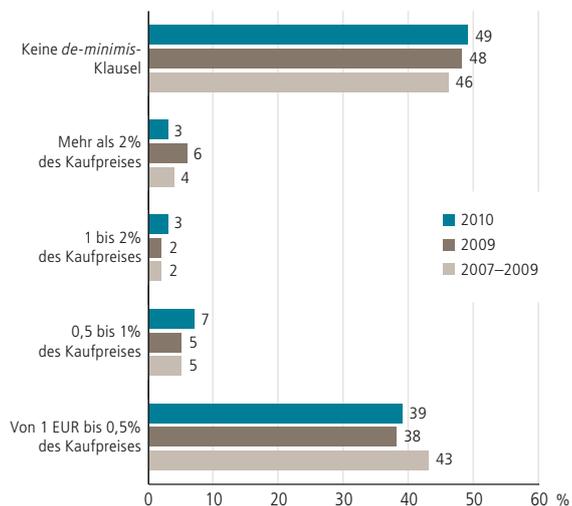
# De minimis und Basket

## De minimis

Eine *de minimis*-Bestimmung bedeutet, dass ein einzelner Anspruch nur dann erfüllt werden muss, wenn er eine bestimmte Mindestsumme übersteigt. Im Allgemeinen ist eine *de minimis*-Klausel verkäuferfreundlich. Etwas mehr als die Hälfte der Transaktionen enthielt eine *de minimis*-Regelung. Insgesamt lag dieser Anteil unter dem Wert der vorherigen Jahre. In den USA enthalten rund 77% der Transaktionen keine *de minimis*-Regelungen. Dieser Trend weg von derartigen Klauseln könnte unserer Meinung nach ein Indiz für den wachsenden Einfluss von US-Vertragspraktiken in Europa sein.

In praktisch jeder Region gibt es Belege dafür, dass im Jahr 2010 weniger *de minimis*-Regelungen vereinbart wurden als im Zeitraum von 2007 bis 2009. Die Wahrscheinlichkeit, bei Transaktionen eine *de minimis*-Klausel anzutreffen, war im Vereinigten Königreich am größten (rund 70% der Abschlüsse) und in Südeuropa, der MOE-Region und Frankreich am geringsten. In Südeuropa enthielten weniger als 10% der Abschlüsse eine *de minimis*-Klausel.

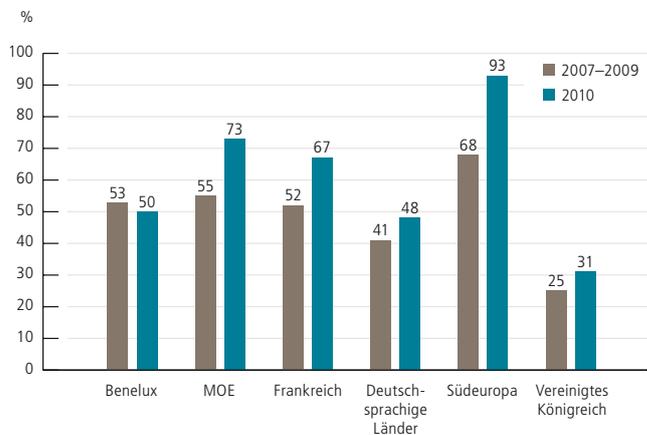
DE MINIMIS 2007–2010



100% = alle untersuchten Transaktionen

KEINE DE-MINIMIS-KLAUSEL 2007–2010

ENTWICKLUNG IN EUROPA



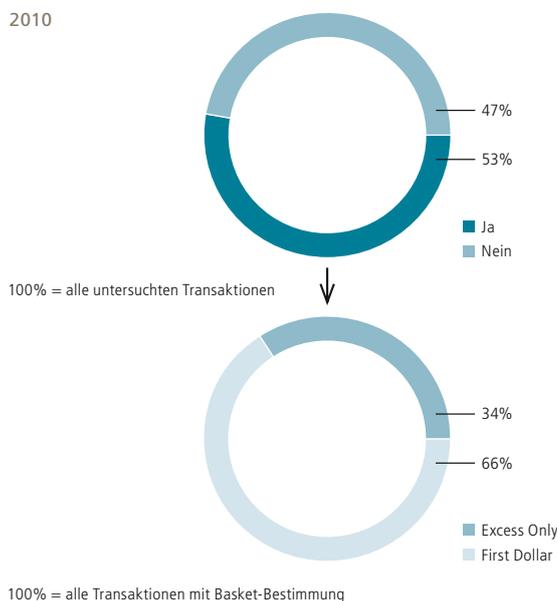
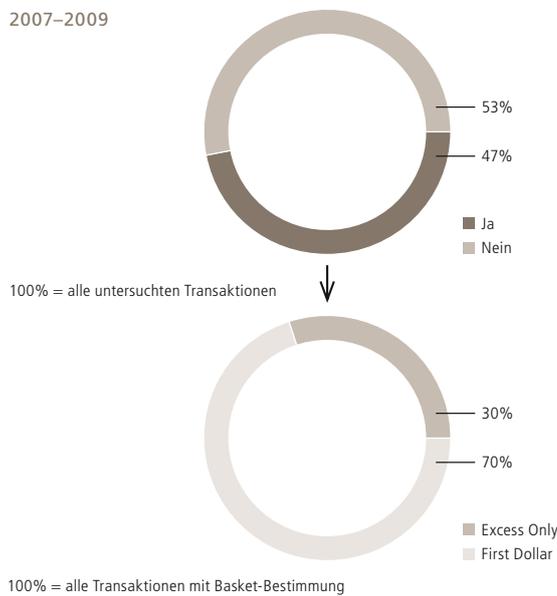
100% = alle untersuchten Transaktionen

# De minimis und Basket (Fortsetzung)

## Basket

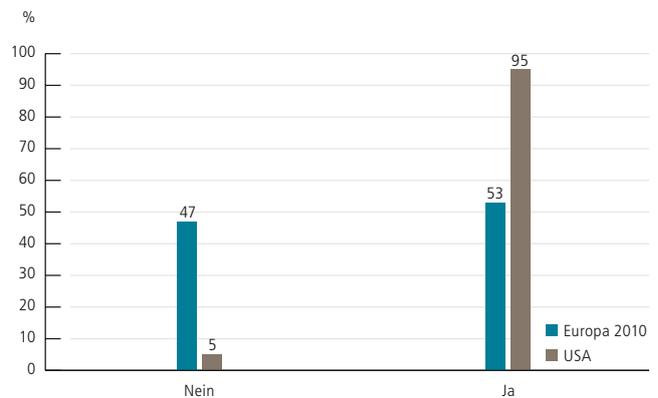
Eine zweite verkäuferfreundliche Schwelle ist der Basket. Der Käufer kann hier einen Anspruch nur dann geltend machen, wenn alle individuellen Ansprüche, die über der *de minimis*-Schwelle liegen, auch die Basket-Schwelle überschreiten. Wenn die Basket-Schwelle überschritten wird, kann der Käufer entweder seinen gesamten Anspruch durchsetzen (d. h. „First Dollar“) oder nur den Teil des Anspruchs, der den Basket übersteigt (d. h. „Excess Only“).

**BASKET 2010**  
2007–2009

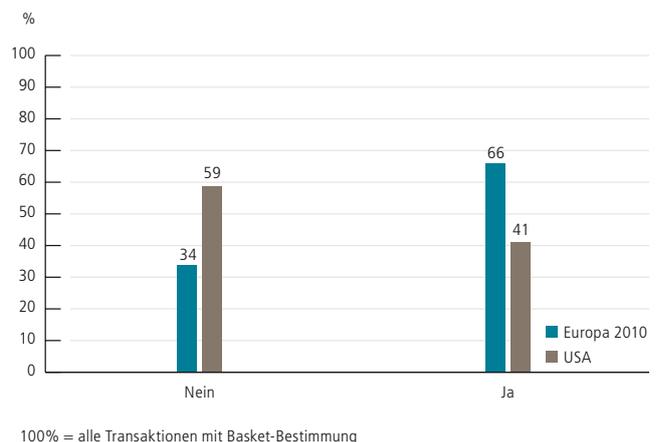


2010 enthielten 53% der untersuchten Transaktionen eine Basket-Bestimmung, gegenüber 95% der US-Abschlüsse. Hierbei ist allerdings anzumerken, dass die Schwelle für den Basket in den USA im Allgemeinen niedriger ist als in Europa: In den USA liegt der Anteil der Abschlüsse, bei denen die Basket-Schwelle weniger als 1% des Kaufpreises beträgt, bei 89%, während er in Europa bei nur 49% liegt. Hatten die Parteien einen Basket vereinbart, dann galt in 66% der Fälle (2009: 70%) eine „First Dollar“-Basis und in den verbleibenden 34% (2009: 30%) eine „Excess Only“-Basis. In den USA ist das Verhältnis genau anders herum: Bei 4% der Abschlüsse gilt die „First Dollar“-Basis und bei 59% die „Excess Only“-Basis. Die leichte Verschiebung zugunsten der „Excess Only“-Basis in Europa könnte ein Indiz dafür sein, dass sich hier zunehmend US-Vertragspraktiken durchsetzen.

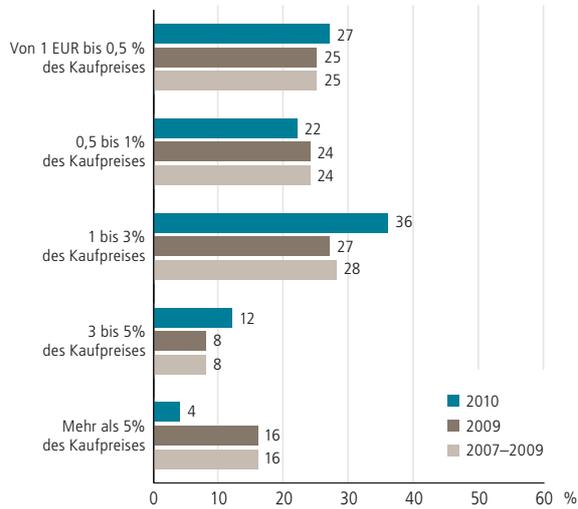
**BASKET EUROPA/USA**  
HÄUFIGKEIT VON BASKETS



**HÄUFIGKEIT VON FIRST-DOLLAR-BESTIMMUNGEN IN BASKETS**

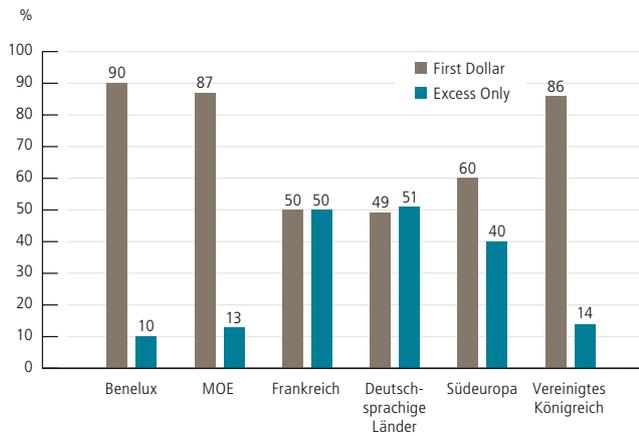


## BASKET



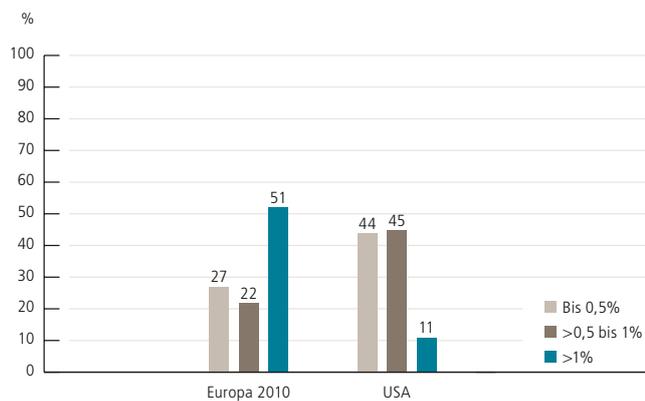
100% = alle Transaktionen mit Basket-Bestimmung

## BASKETS 2010



100% = alle Transaktionen mit Basket-Bestimmung

## BASKET-SCHWELLEN EUROPA/USA



100% = alle Transaktionen mit Basket-Bestimmung

# Haftungshöchstgrenzen

Die Begrenzung der Gesamthaftung des Verkäufers aus dem Kaufvertrag gehört in der Vertragspraxis zum Standard (im Jahr 2010 enthielten 78% der untersuchten Abschlüsse eine Haftungshöchstgrenze). Der Grund dafür liegt vor allem in der weit verbreiteten Ansicht, dass es für Verkäufer unfair wäre, sich bei dem Verkauf ihres Unternehmens einer Haftung auszusetzen, die über dem erzielten Kaufpreis liegen könnte. Im Mittelpunkt der Verhandlungen steht deshalb weniger das Prinzip als solches, sondern eher die genaue Höhe dieser Haftungsbegrenzung.

Dennoch war der Anteil an Transaktionen ohne Haftungshöchstgrenzen in 2010 mit 22% nach wie vor signifikant, auch wenn er gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen ist (2009: 28%). Dies erscheint auf den ersten Blick überraschend, aber es gibt mehrere Gründe für den relativ hohen Anteil an Abschlüssen, in denen die Haftungshöhe des Verkäufers nicht begrenzt gewesen ist. Zunächst einmal ist die Begrenzung der Verkäuferhaftung im Zusammenhang mit der Art und dem Umfang der Garantien zu sehen, die dem Käufer gewährt werden. Bei umfangreicheren Garantien ist dem Verkäufer stärker daran gelegen, seine Haftung für einen Garantieverstoß zu begrenzen. Wenn sich Garantien nur auf Eigentumsrechte bezogen, waren Käufer dagegen sehr oft nicht bereit, einer Begrenzung zuzustimmen. Ein zweiter Grund kann darin bestehen, dass es Transaktionen gab, bei denen der Verkäufer nicht willens oder nicht in der Lage war, dem Käufer ausreichend Informationen für eine sorgfältige Due Diligence zu geben. Daraus kann sich auch eine höhere Haftungsgrenze ergeben. Zwar gab es bisher in jedem Jahr Schwankungen, generell

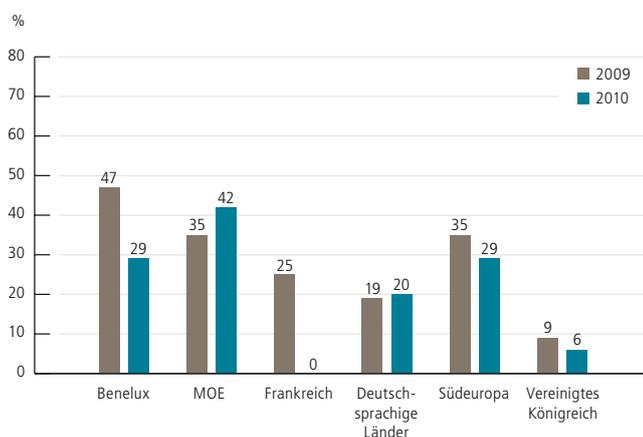
hat die Anzahl der Transaktionen mit einer niedrigeren Haftungshöchstgrenze (d. h. bis zu 25% des Kaufpreises) im Zeitraum von 2007 bis 2010 jedoch abgenommen.

Im Gegensatz zu den europäischen Ergebnissen sind Transaktionen ohne Haftungshöchstgrenze für den Verkäufer in den USA unbekannt. In den USA wird als häufigste Kategorie eine Haftung in Höhe von 10% bis 25% des Kaufpreises vereinbart. Die zweithäufigste Kategorie ist eine Haftungshöchstgrenze von weniger als 10% des Kaufpreises. In Europa wird als häufigste Kategorie hingegen eine Haftungshöchstgrenze in Höhe des Kaufpreises vereinbart. Auf Platz zwei folgen Transaktionen ohne Haftungshöchstgrenze, dicht gefolgt von Abschlüssen mit einer Haftungsbegrenzung auf 10% bis 25% des Kaufpreises.

Im Jahr 2010 waren die Verkäufer jedoch bei der Begrenzung ihrer Haftung insgesamt erfolgreicher. Der Trend hin zu Transaktionen mit höheren oder ganz ohne Haftungshöchstgrenzen hat eindeutig nachgelassen und könnte im Jahr 2011 eine Richtungsumkehr erleben.

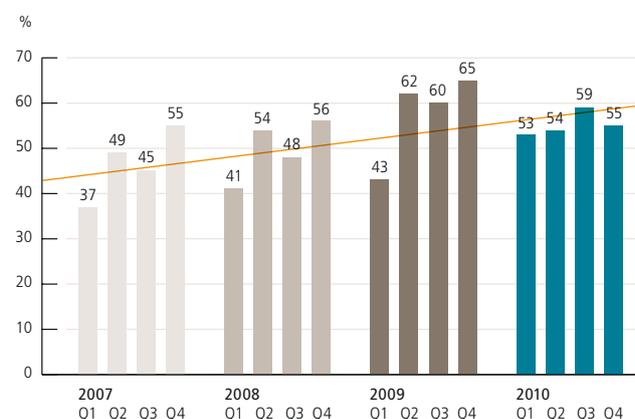
So lag der Anteil der Abschlüsse ohne Haftungshöchstgrenze im Jahr 2010 bei 22% (wobei es in Frankreich und im Vereinigten Königreich bei fast allen Transaktionen eine Höchstgrenze gab), während er 2009 noch bei 28% gelegen hatte. Der Anteil an Transaktionen mit einer Haftungshöchstgrenze von mehr 50% des Kaufpreises lag zwar immer noch über dem Wert von 2007–2009, ist gegenüber dem Spitzenwert der letzten beiden Quartale 2009 jedoch zurückgegangen.

**KEINE HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE 2009–2010**  
ENTWICKLUNG IN EUROPA



100% = alle untersuchten Transaktionen

**HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE (MEHR ALS 50% DES KAUFPREISES)**  
ENTWICKLUNG: STEIGENDE ANZAHL VON TRANSAKTIONEN MIT HÖHERER HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE



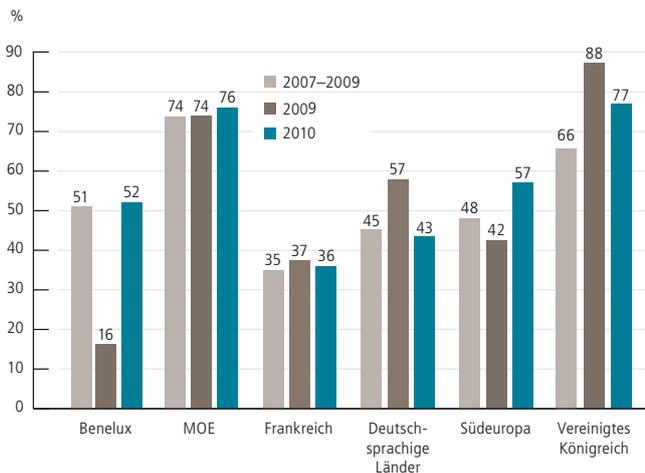
100% = alle untersuchten Transaktionen

Zudem gab es innerhalb Europas deutliche regionale Unterschiede. Im Zeitraum von 2007 bis 2010 wiesen im Vereinigten Königreich und der MOE-Region 75% aller Abschlüsse Haftungshöchstgrenzen in Höhe von mehr als 50% des Kaufpreises auf, während dieser Anteil in Frankreich durchweg niedriger war (rund 35%).

Am anderen Ende der Skala waren niedrige Haftungshöchstgrenzen von maximal 25% des Kaufpreises im Vereinigten Königreich, der MOE-Region und Südeuropa am unwahrscheinlichsten und in Frankreich mit rund 50% der Transaktionen am wahrscheinlichsten.

#### HAFTUNGSHÖCHSTGRENZEN (MEHR ALS 50% DES KAUFPREISES) 2007–2010

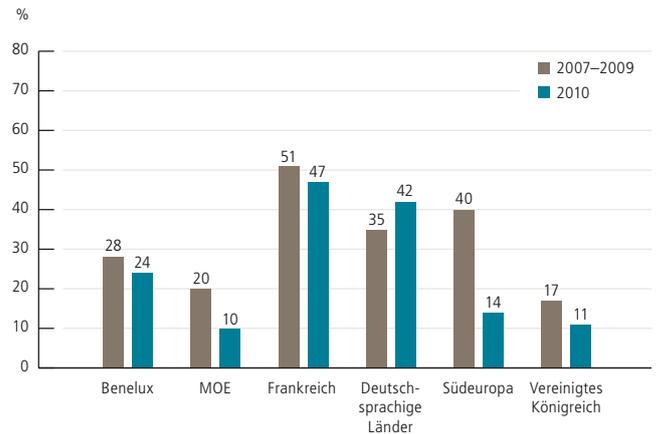
##### ENTWICKLUNG IN EUROPA



100% = alle untersuchten Transaktionen

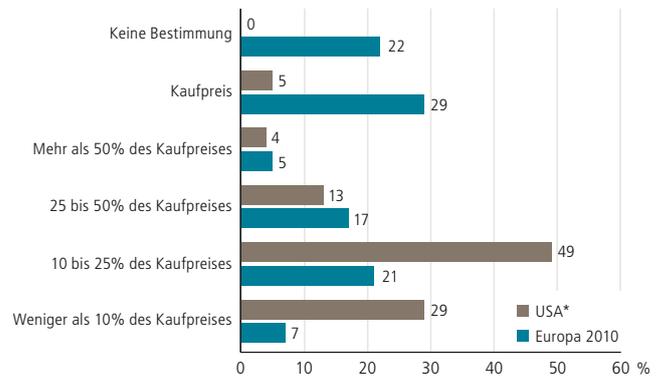
#### HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE (BIS ZU 25% DES KAUFPREISES) 2007–2010

##### EUROPA: SINKENDE ANZAHL VON TRANSAKTIONEN MIT NIEDRIGER HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE



100% = alle untersuchten Transaktionen

#### HAFTUNGSHÖCHSTGRENZEN EUROPA/USA



100% = alle untersuchten Transaktionen

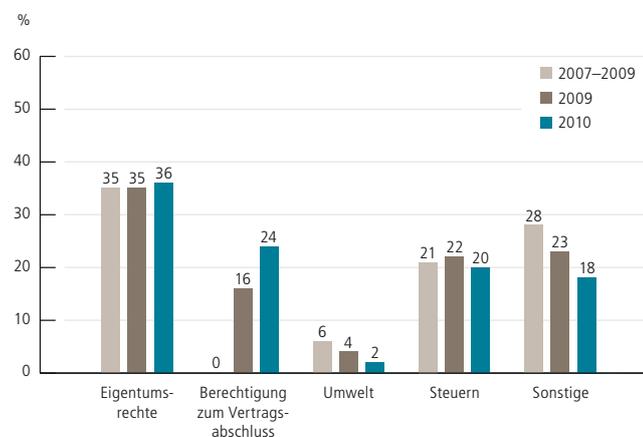
\*US-Angaben beziehen sich auf den „Transaktionswert“

# Ausnahmen von Haftungshöchstgrenzen und Verjährungsfristen für Garantieansprüche

Käufer versuchen häufig, bestimmte Schlüsselbereiche von der generellen Haftungshöchstgrenze für Garantieansprüche auszunehmen. Die Studie bestätigt weitgehend die Ergebnisse der Vorgängerstudien in Bezug auf Garantieansprüche, die von einer vertraglich vereinbarten generellen Haftungshöchstgrenze ausgenommen werden. Die am häufigsten von einer generellen Haftungshöchstgrenze ausgenommenen Kategorien von Garantieansprüchen sind solche, die sich auf Eigentumsrechte und die Befugnis zum Vertragsabschluss, die Umwelt und Steuern beziehen. 2010 wurden Garantieansprüche in Bezug auf die Befugnis zum Vertragsabschluss häufiger und solche in Bezug auf die Umwelt seltener ausgenommen als 2009. Davon abgesehen, blieb die Häufigkeit, mit der die einzelnen Garantien von der Haftungsgrenze ausgenommen wurden, nahezu konstant. Dies scheint daher generelle Praxis und Marktstandard innerhalb Europas zu sein.

## GARANTIEANSPRÜCHE

### AUSNAHME VON DER HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE 2007–2010



100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

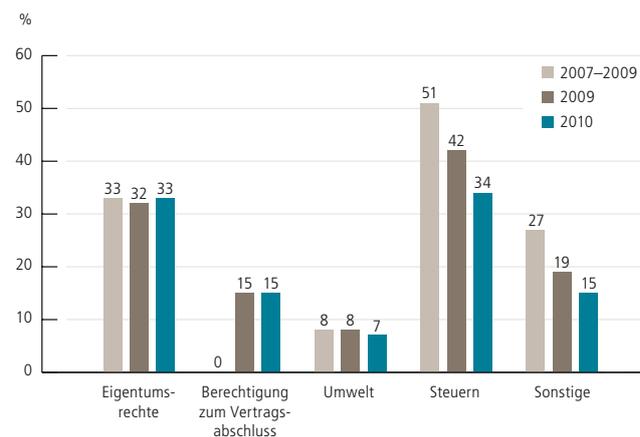
## Garantieansprüche: Ausnahmen von vertraglich vereinbarten Verjährungsfristen

In Bezug auf Garantieansprüche, die von vertraglich vereinbarten allgemeinen Verjährungsfristen ausgenommen werden, lieferte die Studie im Wesentlichen die gleichen Ergebnisse wie für die Ausnahmen von vertraglich vereinbarten Haftungshöchstgrenzen. Daher kann davon ausgegangen werden, dass die Ergebnisse eine verbreitete Praxis und den Marktstandard innerhalb Europas widerspiegeln.

Wiederum sind Eigentumsrechte, die Berechtigung zum Vertragsabschluss und Steuern die am häufigsten von der allgemeinen Verjährung ausgenommenen Kategorien von Garantieansprüchen. Ähnlich wie bei den Ergebnissen im Zusammenhang mit Ausnahmen von der Haftungshöchstgrenze ist auch die Häufigkeit, mit der Garantien hinsichtlich der Eigentumsrechte von der Verjährungsfrist ausgenommen werden, ungefähr gleich geblieben. Am häufigsten ausgenommen waren Steuergarantien (34%), gefolgt von Garantien in Bezug auf Eigentumsrechte (33%) und solchen in Bezug auf die Berechtigung zum Vertragsabschluss (15%).

## GARANTIEANSPRÜCHE

### AUSNAHME VON VERJÄHRUNGSFRISTEN 2007–2010



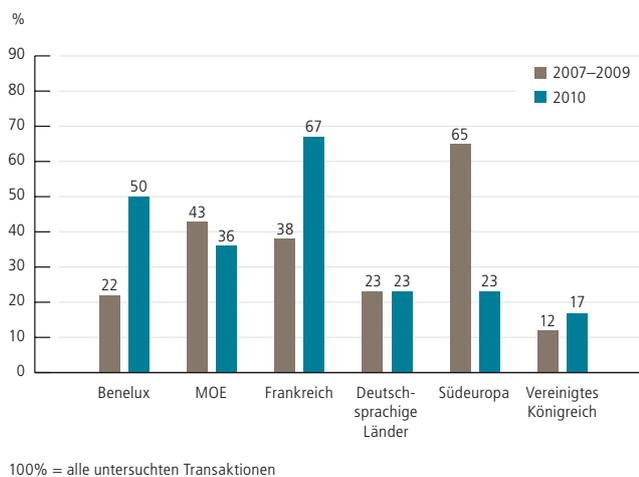
100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

# Verjährungsfristen für Garantieansprüche

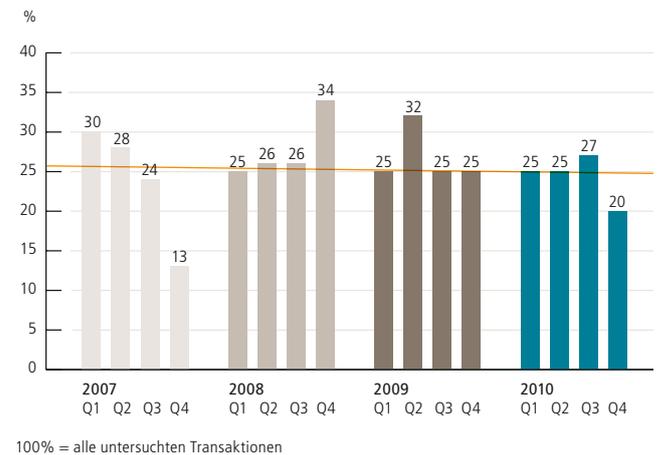
Bei der Mehrheit der Abschlüsse war für Garantieansprüche eine allgemeine Verjährungsfrist von mindestens 12 Monaten festgelegt worden. Die Studie ergab, dass 29% aller Transaktionen im Jahr 2010 eine allgemeine Verjährungsfrist zwischen 12 und 18 Monaten vorsahen, während sich die restlichen Fälle gleichmäßig auf Verjährungsfristen von 18 bis 24 Monaten bzw. mehr als 24 Monate verteilten (jeweils 27%). Dabei gibt es jedoch bestimmte regionale Unterschiede. In Frankreich und den Benelux-Ländern stellen wir 2010 eine spürbare Verlängerung der allgemeinen Verjährungsfristen fest. Dort wurde eine allgemeine Verjährungsfrist von mehr als 24 Monaten bei mehr als 50% der Transaktionen vereinbart, gefolgt von der MOE-Region mit 36%, während dieser Anteil im Vereinigten Königreich bei nur 17% lag.

Der allgemeine Trend zeigt jedoch, dass die Anzahl der Abschlüsse mit Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten für Garantieansprüche im Jahr 2010 gegenüber 2009 konstant geblieben ist, die von solchen mit Fristen von 18 bis 24 Monaten sich schwankend entwickelte und die mit Fristen von 12 bis 18 Monaten zugenommen hat. Im letzten Quartal 2010 gab es weniger Transaktionen mit Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten, was die Vermutung zu bestätigen scheint, dass der Käufermarkt die Talsohle erreicht und eine entgegengesetzte Richtung inzwischen eingesetzt hat.

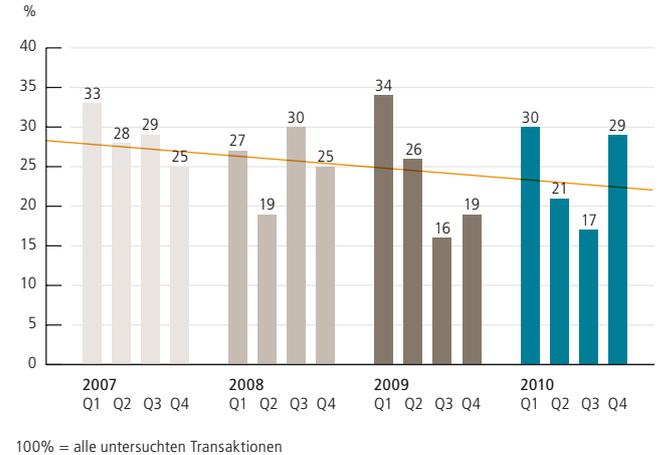
## VERJÄHRUNGSFRISTEN FÜR GARANTIEANSPRÜCHE ENTWICKLUNG IN EUROPA: GERINGE ZUNAHME VON VERJÄHRUNGSFRISTEN ÜBER 24 MONATEN



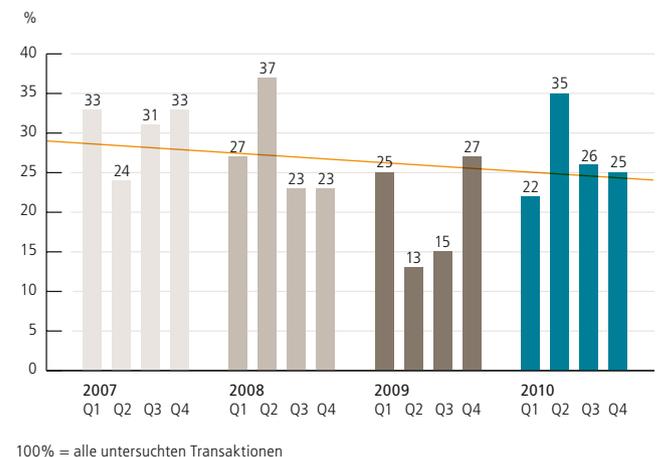
## VERJÄHRUNGSFRISTEN FÜR GEWÄHRLEISTUNGSANSPRÜCHE ENTWICKLUNG: ENDE DES AUFWÄRTSTRENDS BEI VERJÄHRUNGSFRISTEN ÜBER 24 MONATEN



## ENTWICKLUNG: SPÜRBARER RÜCKGANG VON VERJÄHRUNGSFRISTEN VON 18-24 MONATEN



## ENTWICKLUNG: SPÜRBARER RÜCKGANG VON VERJÄHRUNGSFRISTEN VON 12-18 MONATEN



# Garantieansprüche und Kenntnis des Käufers

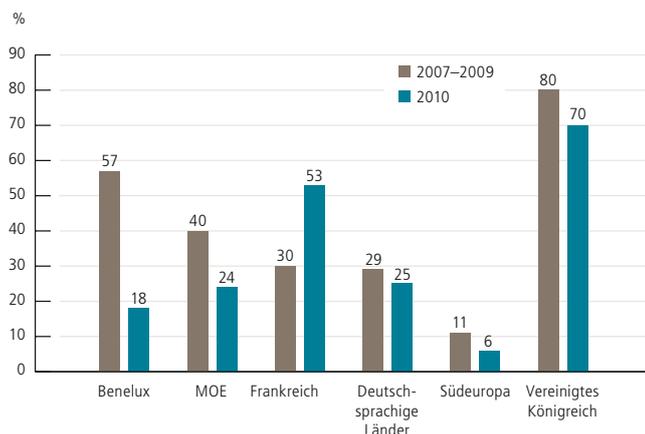
Es ist ein allgemeines, wenn auch auf unterschiedlichen Rechtsgrundlagen basierendes Prinzip in allen europäischen Ländern, dass ein Käufer keinen Schadenersatz für die Verletzung einer Garantie verlangen kann, wenn er Kenntnis der Tatsachen und Umstände besaß, die zu dieser Verletzung führten. Allerdings variiert innerhalb Europas die Grundlage, auf der eine derartige Kenntnis des Käufers ermittelt wird.

Im Vereinigten Königreich ist das Konzept einer fairen und angemessenen Offenlegung (Disclosure) weitgehend akzeptiert. Diese erfolgt entweder durch eine spezifische Disclosure im Kaufvertrag oder – was häufiger der Fall ist – durch einen Disclosure Letter, der in Form eines Verweises oder als Anhang die Dokumente in einem virtuellen oder physischen Datenraum umfasst.

Überdies ist bei einer zunehmenden Anzahl von Abschlüssen kein ausdrücklicher Hinweis darauf enthalten, dass die Kenntnis des Käufers das Recht auf Geltendmachung eines Garantieanspruchs ausschließt. Das jeweilige nationale Recht kann einen Käufer dennoch daran hindern, einen Garantieanspruch geltend zu machen, wenn der Käufer bestimmte Kenntnisse besitzt oder aus grober Fahrlässigkeit nicht besitzt.

## AUSSCHLUSS VON GARANTIEANSPRÜCHEN 2007–2010

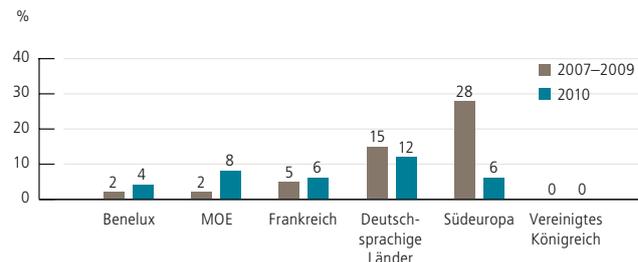
ENTWICKLUNG: DISCLOSURE IM VERTRAG ODER IN EINEM DISCLOSURE LETTER



100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

## AUSSCHLUSS VON GARANTIEANSPRÜCHEN 2007–2010

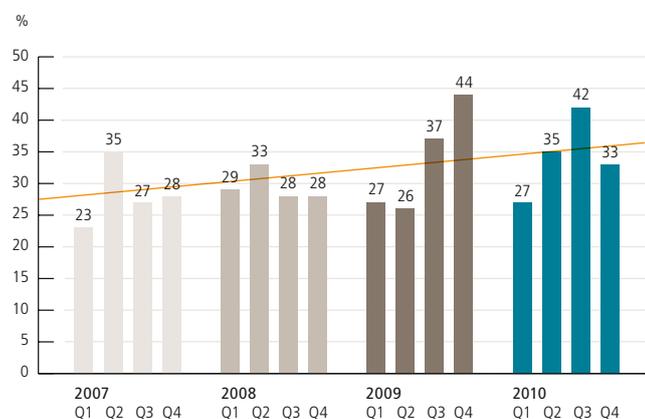
ENTWICKLUNG: GROB FAHRLÄSSIGE UNKENNTNIS DES KÄUFERS



100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

## AUSSCHLUSS VON GARANTIEANSPRÜCHEN 2007–2010

ENTWICKLUNG: ZUNEHMENDE ANZAHL AN TRANSAKTIONEN OHNE SPEZIFISCHE VERTRAGLICHE BESTIMMUNG



100% = alle untersuchten Transaktionen

Hinsichtlich des Disclosure-Verfahrens gibt es innerhalb Europas deutliche Unterschiede.

Diese werden auch anhand von Regelungen deutlich, mit denen die Haftung des Verkäufers für den Fall ausgeschlossen wird, dass der Käufer Kenntnis von einem besonderen Umstand hätte haben können, wenn er sich nicht grob fahrlässig verhalten hätte. In den deutschsprachigen Ländern enthielten im Jahr 2010 nur 8% aller Abschlüsse eine derartige verkäuferfreundliche Bestimmung (2007–2009: 16%). Trotz dieses deutlichen Rückgangs handelt es sich hierbei in den deutschsprachigen Ländern nach wie vor um einen intensiv verhandelten Vertragspunkt. In anderen europäischen Ländern wie z. B. im Vereinigten Königreich ist das Konzept nicht bekannt. Dort kann dann die Frage strittig sein, ob eine Tatsache angemessen offengelegt wurde oder ob der Käufer – entweder selbst oder über seine Berater – tatsächliche oder unterstellte Kenntnis hatte.

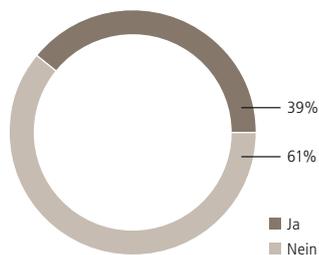
## Sicherheiten für Garantieansprüche, insbesondere Treuhandkonten

In 64% der Abschlüsse im Jahr 2010 gab es kein Treuhandkonto oder sonstigen Sicherheitsmechanismus. Die häufigste Sicherheitsform war das Treuhandkonto (52%). Gleichzeitig war nur bei dieser Form der Sicherheit ein Zuwachs zu verzeichnen. Hierbei handelt es sich um einen anhaltenden Trend, der belegt, dass Verkäufer 2010 erfolgreicher mit den Käufern über die Verwendung eines Treuhandkontos verhandelt haben, statt mit diesen einfach einen Teileinbehalt des Kaufpreises zu vereinbaren. Auch bei diesem Aspekt gab es wieder regionale Unterschiede. Am häufigsten wurden Treuhandkonten in deutschsprachigen Ländern verwendet, wo

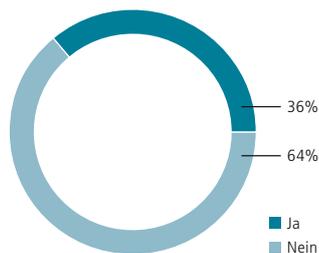
ihr Anteil von 15% im Jahr 2009 auf 25% im Jahr 2010 angestiegen ist.

Der zweithäufigste Sicherungsmechanismus war der Einbehalt eines Teils des Kaufpreises (27%), gefolgt von Bankbürgschaften bzw. Bürgschaften einer bestimmten dritten Partei (21%).

### SICHERHEITEN FÜR GARANTIEANSPRÜCHE 2007–2009

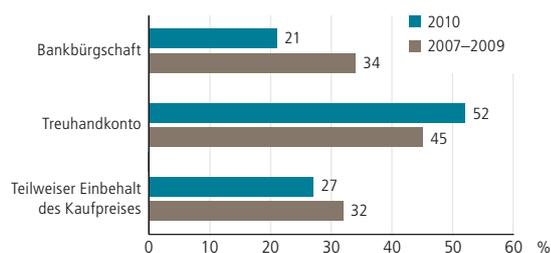


2010



100% = alle untersuchten Transaktionen

### SICHERHEITSMECHANISMEN 2007–2010



100% = alle Transaktionen mit Sicherheiten für Garantieansprüche

# Closing-Bedingungen

Bei 72% der ausgewerteten Transaktionen aus dem Jahr 2010 erfolgten Signing und Closing zu unterschiedlichen Zeitpunkten. In 86% dieser Fälle wurden Closing-Bedingungen vereinbart. Gegenüber dem Zeitraum 2007–2009 stellt dies einen Zuwachs von 10% dar. Die häufigste Closing-Bedingung war die kartellrechtliche Freigabe (17%), gefolgt von behördlichen Genehmigungen (12%). Die Zustimmung der Aufsichtsgremien, die Genehmigung der Gesellschafter und die Sicherung der Finanzierung durch den Käufer waren in jeweils 8% der relevanten Fälle als Bedingung festgelegt.

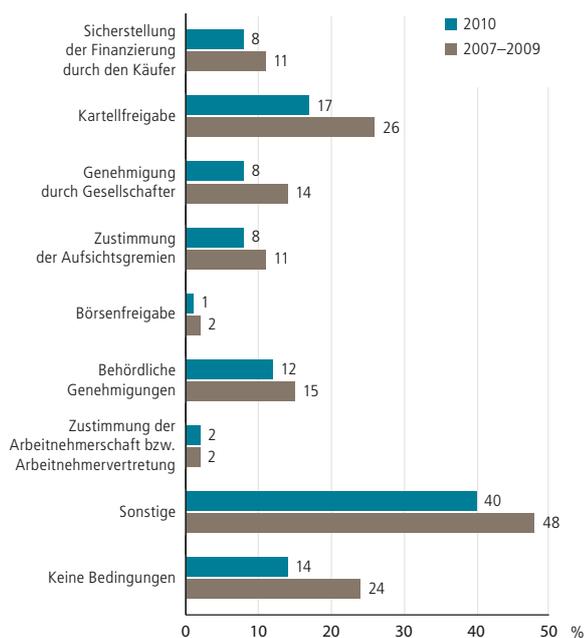
Erwähnenswert ist die Tatsache, dass es eine große Anzahl „sonstiger“ Bedingungen gab, die zwischen Signing und Closing erfüllt werden mussten (auch wenn diese Kategorie 2010 zurückging, lag ihr Anteil immer noch bei 40%). Dazu gehörten u. a.: die zufriedenstellende Durchführung einer Confirmatory Due Diligence nach dem Signing; die Notwendigkeit einer Umstrukturierung des Zielunternehmens vor dem Closing (z. B. das Herauslösen bestimmter Vermögenswerte des Zielunternehmens, die nicht mit verkauft werden) und die Zustimmung Dritter zur Transaktion (insbesondere der Verzicht auf Change-of-Control-Rechte).

Wie bereits in der letztjährigen Studie angemerkt, war auch im Jahr 2010 die Wahrscheinlichkeit geringer, dass die Parteien den Abschluss von der Sicherung der Finanzierung

durch den Käufer abhängig machten. Diese Entwicklung hat ihren Höhepunkt im zweiten und dritten Quartal von 2009 sowie in 2010 erreicht und könnte sich nun umkehren, wenn – was als wahrscheinlich gilt – die Anzahl der Transaktionen mit Finanzinvestoren auf der Käuferseite zunimmt. In Frankreich ist die Bedingung einer Finanzierungsicherung durch den Käufer häufiger anzutreffen als in den übrigen von der Studie erfassten Regionen.

Die kartellrechtliche Freigabe wird am häufigsten in den deutschsprachigen Ländern zur Bedingung gemacht (30%), gefolgt von Südeuropa (19%) und der MOE-Region (12%), was möglicherweise die niedrigeren Schwellen für derartige Freigaben widerspiegelt.

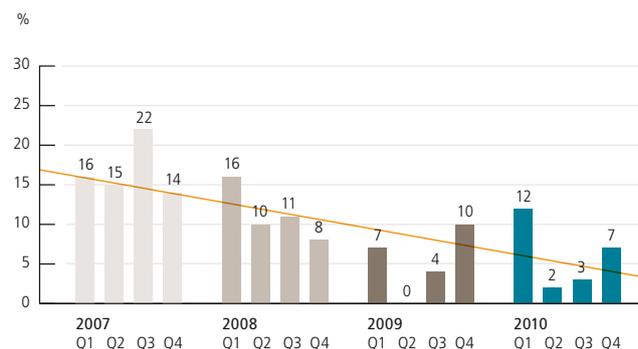
## CLOSING-BEDINGUNGEN 2007–2010



100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

## CLOSING-BEDINGUNGEN 2007–2010

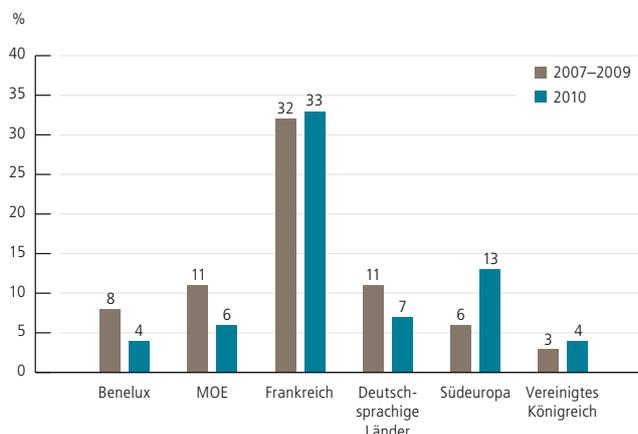
ENTWICKLUNG: SICHERSTELLUNG DER FINANZIERUNG DURCH DEN KÄUFER WENIGER HÄUFIG VERLANGT



100% = alle untersuchten Transaktionen

## CLOSING-BEDINGUNGEN 2007–2010

SICHERSTELLUNG DER FINANZIERUNG DURCH DEN KÄUFER



100% = alle untersuchten Transaktionen

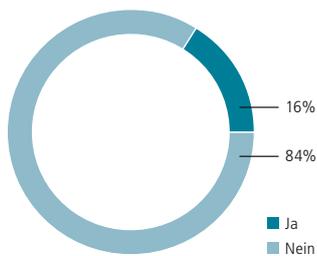
# MAC-Klauseln

„Material Adverse Change“-Klauseln (MAC-Klauseln) berechtigen den Käufer, von einem Vertrag zurückzutreten, wenn vor dem Closing ein bestimmtes vertraglich definiertes Ereignis mit negativen Auswirkungen auf das Zielunternehmen eintritt. Ende 2008 gab es bei der Anzahl der Transaktionen mit MAC-Klauseln zwar einen signifikanten Anstieg, dieser Trend hat sich jedoch nicht fortgesetzt. Im Durchschnitt hat sich der Anteil der Transaktionen mit MAC-Klauseln im Zeitraum 2007–2010 nicht wesentlich verändert.

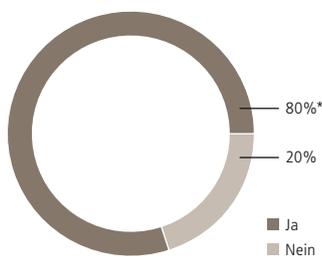
Auch bei den zwischen Europa und den USA bestehenden grundsätzlichen Unterschieden hinsichtlich der Verwendung von MAC-Klauseln gab es keine Veränderung. Während 2010 nur 16% der europäischen Abschlüsse eine MAC-Klausel enthielten (2009: 19%), lag dieser Anteil in den USA bei 80%.

Wenn eine MAC-Klausel zum Einsatz kam, vereinbarten die Parteien in vielen Fällen, dass bestimmte Ereignisse wie z. B. die allgemeine Wirtschaftsentwicklung keine wesentliche Änderung im Sinne eines MAC darstellen sollten.

## MAC-KLAUSELN EUROPA 2010



## USA



\* „Stand-Alone MAC“ und gemischte „Stand-Alone/Back Door MAC“

100% = alle untersuchten Transaktionen

## MAC-KLAUSELN EUROPA 2008



## EUROPA 2009



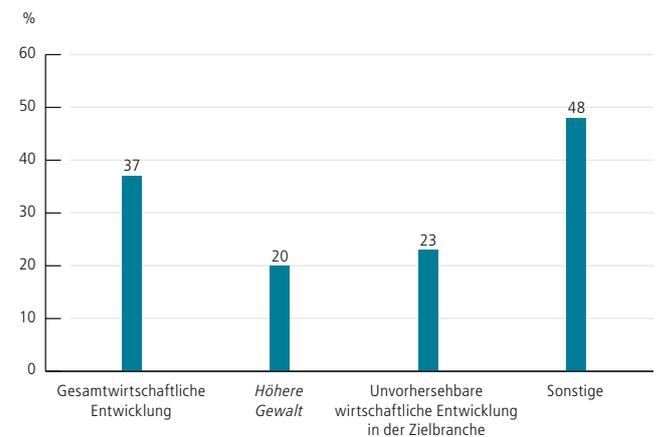
## EUROPA 2010



100% = alle untersuchten Transaktionen

## MAC-KLAUSELN 2007–2010

### AUSNAHMEN VON MAC-BESTIMMUNGEN



100% = alle Transaktionen mit MAC-Klausel – Mehrfachnennungen möglich

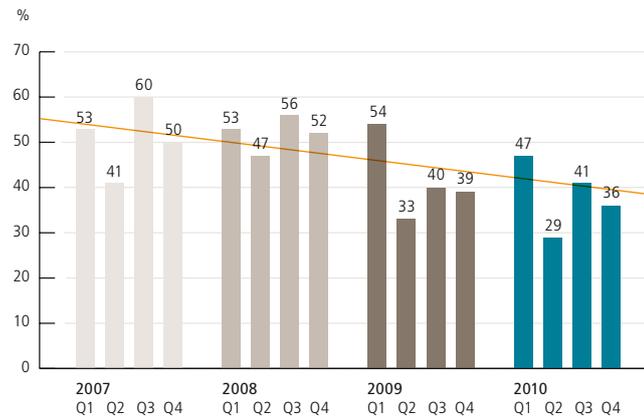
# Wettbewerbsverbote

Mehr als die Hälfte aller europäischen Abschlüsse enthielt keine Klausel zum Wettbewerbsverbot. Bei vielen Abschlüssen war ein Wettbewerbsverbot nicht relevant, z. B. weil sich der Verkäufer aus dem Erwerbsleben zurückzog oder eindeutig nicht die Absicht hatte, in den jeweiligen Markt zurückzukehren.

Wie im Vorjahr so war auch 2010 ein eindeutiger Trend hin zu weniger Wettbewerbsklauseln erkennbar. Während 2007 die Hälfte aller Abschlüsse eine Wettbewerbsklausel enthielt, lag der Anteil 2010 nur noch bei ca. 40%. Die Wahrscheinlichkeit einer Wettbewerbsklausel war 2010 in Frankreich am höchsten (82%) und in der MOE-Region am geringsten (26%). Im zweiten Quartal 2010 enthielten nur 29% der Transaktionen eine Wettbewerbsklausel.

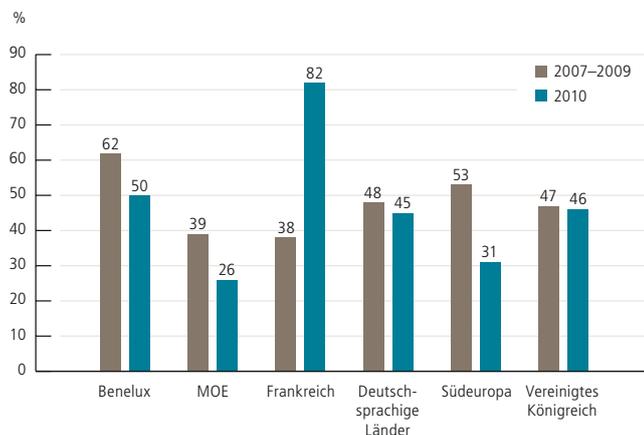
## WETTBEWERBSVERBOTE 2007–2010

ENTWICKLUNG: WENIGER WETTBEWERBSVERBOTE



100% = alle untersuchten Transaktionen

## WETTBEWERBSVERBOTE 2007–2010

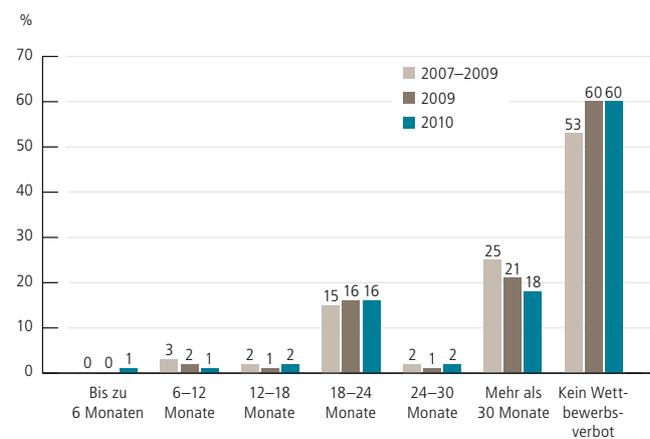


100% = alle untersuchten Transaktionen

War eine Wettbewerbsklausel im Vertrag enthalten, hatte sie in 18% der Fälle eine Gültigkeit von mehr als 30 Monaten und in 16% der Fälle von maximal 18 bis 24 Monaten.

## WETTBEWERBSVERBOTE 2007–2010

DAUER DES WETTBEWERBSVERBOTS



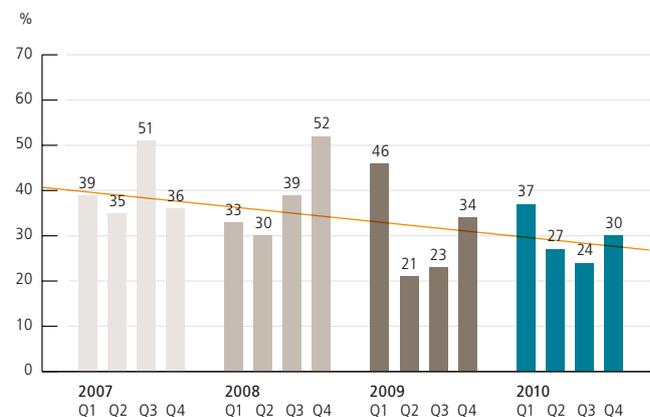
100% = alle untersuchten Transaktionen

## Abwerbverbot

Im Zeitraum von 2007 bis 2010 ist die Verwendung von Abwerbverboten konstant zurückgegangen.

## ABWERBEVERBOTE 2007–2010

ENTWICKLUNG: WENIGER ABWERBEVERBOTE



100% = alle untersuchten Transaktionen

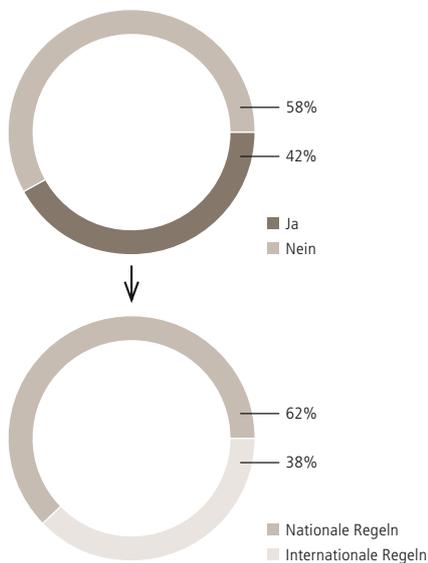
# Schiedsklauseln

Im Jahr 2010 enthielten 33% aller Abschlüsse eine Schiedsklausel. Eine solche Klausel legt fest, dass sämtliche Rechtsstreitigkeiten aus oder in Verbindung mit dem Abschluss nicht vor ein ordentliches öffentliches Gericht, sondern vor ein privates Schiedsgericht zu bringen sind. Zu den Gründen für den bevorzugten Einsatz eines Schiedsgerichts gegenüber einem öffentlichen Gericht gehört typischerweise der Wunsch, öffentliche Aufmerksamkeit oder die in einigen Ländern übliche lange Prozessdauer der öffentlichen Gerichte zu vermeiden.

Allerdings sind mit Schiedsverfahren auch Nachteile verbunden, wie beispielsweise die relativ hohen Kosten der bekannten Schiedsgerichtsinstitutionen. Dies könnte ein Grund für den Rückgang der Abschlüsse mit Schiedsklausel sein. In der MOE-Region sind Schiedsklauseln nach wie vor weit verbreitet, auch wenn hier der rückläufige Trend 2010 ebenfalls bemerkbar war.

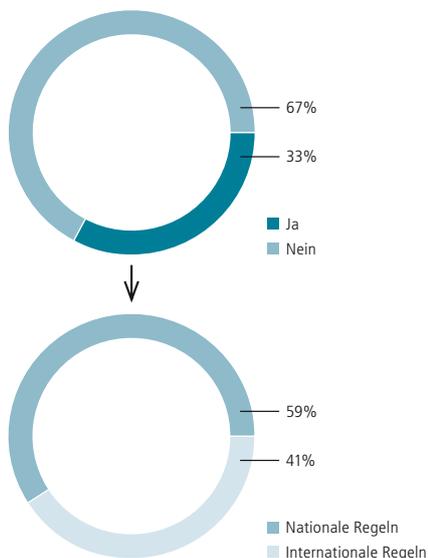
Im europäischen Durchschnitt lag der Anteil der Abschlüsse mit Schiedsklausel 2010 bei 33% und befand sich somit auf einem ähnlichen Niveau wie in den USA, wo er bei 35% lag.

## SCHIEDSKLAUSELN IN EUROPA 2007–2009



100% = alle untersuchten Transaktionen

2010



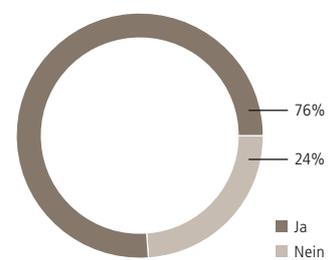
100% = alle untersuchten Transaktionen

## SCHIEDSKLAUSELN IN USA/MOE

USA

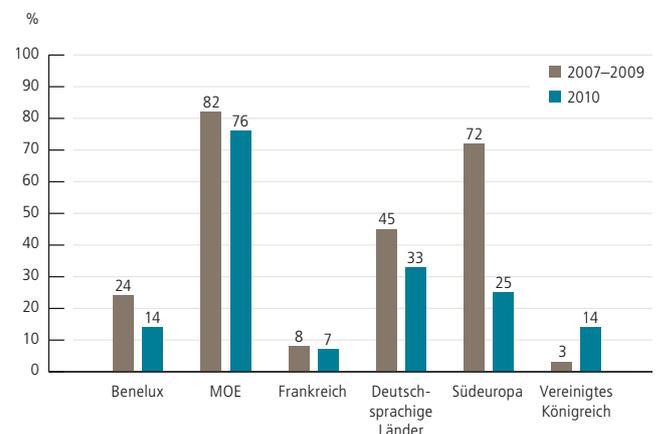


MOE 2010



100% = alle untersuchten Transaktionen

## SCHIEDSKLAUSELN 2007–2010



100% = alle untersuchten Transaktionen

# Steuerliche Aspekte

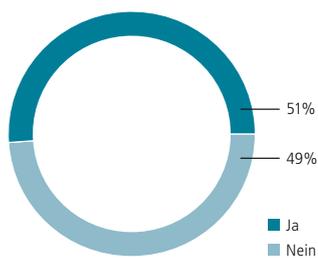
2010 wurde erstmalig die Steuerfreistellung im Rahmen von M&A-Abschlüssen ausgewertet. Der Grund für eine solche Klausel ist die Tatsache, dass der Kauf gegenüber Steuerrisiken schadlos gehalten werden möchte, die sich auf den Zeitraum vor dem Erwerb des Unternehmens beziehen. 51% der im Jahr 2010 getätigten Abschlüsse enthielten eine solche Steuerfreistellungsklausel. Die Studie konzentrierte sich auf die unterschiedlichen Verjährungsfristen für Ansprüche in Verbindung mit einer Steuerfreistellung, wobei zwischen „absoluten“ und „relativen“ Fristen unterschieden wurde. Bei einer „absoluten“ Verjährungsfrist kann der Käufer nach einem festgelegten Datum keine Steueransprüche mehr gegenüber dem Verkäufer geltend machen. Eine „relative“ Verjährungsfrist hingegen bezieht sich konkret auf eine Entscheidung der zuständigen Steuerbehörde und beginnt erst, wenn der einschlägige Steuerbescheid erlassen wird. „Relative“ Verjährungsfristen sind in der Regel sehr kurz. Beide Konzepte führen allerdings in vielen Fällen zum selben Ergebnis, da die Mehrheit der „absoluten“ Verjährungsfristen länger als 5 Jahre ab dem Closing dauern und die meisten Steuerbescheide durch die zuständigen Behörden innerhalb dieses Zeitraums erlassen werden.

Bei 51% aller Transaktionen mit einer Steuerfreistellungsklausel war keine absolute Verjährungsfrist festgelegt. Bei 25% der relevanten Transaktionen dauerte die Verjährungs-

frist ab dem Closing länger als fünf Jahre und bei nur 6% maximal zwei Jahre. Transaktionen mit einer relativen Verjährungsfrist für Ansprüche aus der Steuerfreistellung waren im Jahr 2010 weiter verbreitet (62% aller Abschlüsse mit Steuerfreistellungsklausel). Da relative und absolute Verjährungsfrist miteinander kombiniert werden können, waren auch Mehrfachnennungen möglich. Bei den Steuerfreistellungsklauseln gab es signifikante regionale Unterschiede. Während 96% aller Abschlüsse im Vereinigten Königreich eine absolute Verjährungsfrist festlegten, wurde bei 76% der Abschlüsse in den deutschsprachigen Ländern auf eine solche absolute Frist verzichtet. Bei 66% der Transaktionen im Vereinigten Königreich betrug die Verjährungsfrist mehr als fünf Jahre und in keinem Fall weniger als zwei Jahre ab dem Closing. In den deutschsprachigen Ländern waren bei fast 50% aller Abschlüsse relative Verjährungsfristen festgelegt, wohingegen ein derartiges Konzept im Vereinigten Königreich praktisch unbekannt ist. In den deutschsprachigen Ländern betrug die Verjährungsfristen ab Erlass des Steuerbescheids häufig mehr als sechs Monate (47%) und in keinem Fall mehr als zwei Jahre.

## STEUERFREISTELLUNG 2010

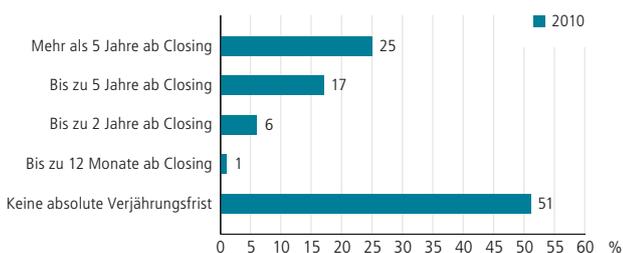
### WURDE EINE STEUERFREISTELLUNG VEREINBART?



2010 erstmalig ausgewertet

100% = alle untersuchten Transaktionen

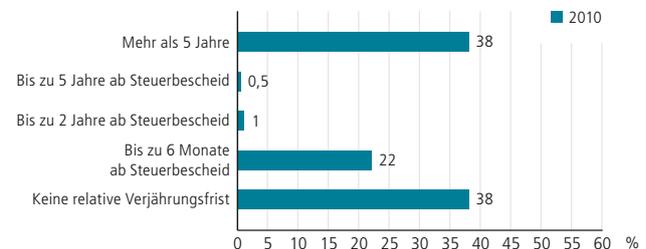
### STEUERFREISTELLUNG 2010: ABSOLUTE VERJÄHRUNGSFRIST



100% = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

2010 erstmalig ausgewertet

## STEUERFREISTELLUNG 2010: RELATIVE VERJÄHRUNGSFRIST

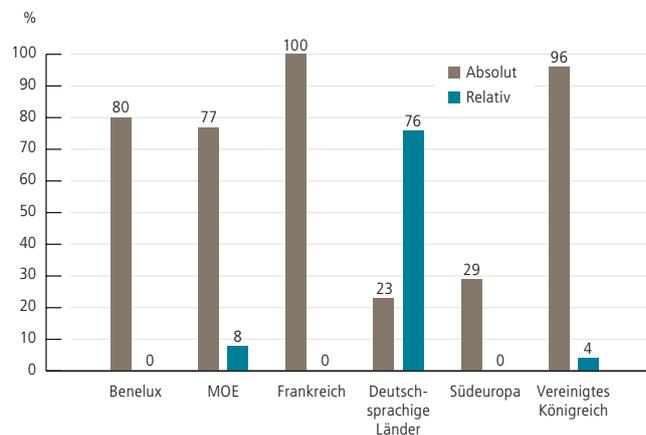


100% = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

2010 erstmalig ausgewertet

## STEUERFREISTELLUNG 2010

### ABSOLUTE UND RELATIVE VERJÄHRUNGSFRIST



100% = alle Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

# Kontakt Daten

---

## ÖSTERREICH

CMS Reich-Rohrwig Hainz  
Rechtsanwälte GmbH  
Ebendorferstraße 3  
1010 Wien

### Peter Huber

T +43 1 404 43-1650  
F +43 1 404 43-91650  
E peter.huber@cms-rrh.com

---

## FRANKREICH

CMS Bureau Francis Lefebvre  
1-3, villa Emile Bergerat  
92522 Neuilly-sur-Seine Cedex

### Jacques Isnard

T +33 1 4738-4020  
F +33 1 4738-4092  
E jacques.isnard@cms-bfl.com

---

## RUSSLAND

CMS, Russia  
Gogolevsky Blvd., 11  
119019 Moskau

### John Hammond

T +7 495 786-4040  
F +7 495 786-4001  
E john.hammond@cmslegal.ru

---

## BELGIEN

CMS DeBacker  
Chaussée de La Hulpe 178  
1170 Brüssel

### Vincent Dirckx

T +32 2 74369-85  
F +32 2 74369-01  
E vincent.dirckx@cms-db.com

## MOE

CMS Cameron McKenna v.o.s.  
Palladium, Na Poříčí 1079/3a  
110 00 Prag 1, Tschechische Republik

### Helen Rodwell

T +420 296 798-818  
F +420 221 098-000  
E helen.rodwell@cms-cmck.com

### CMS Reich-Rohrwig Hainz – Belgrade

CMS Reich-Rohrwig Hasche Sigle d.o.o.  
Cincar Jankova 3  
11000 Belgrad, Serbien

### Radivoje Petričić

T +43 1 40443-1650  
F +43 1 40443-92300  
E radivoje.petriacic@cms-rrh.com

---

## DEUTSCHLAND

CMS Hasche Sigle  
Schöttlestraße 8  
70597 Stuttgart

### Maximilian Grub

T +49 711 9764-322  
F +49 711 9764-96319  
E maximilian.grub@cms-hs.com

### Thomas Meyding

T +49 711 9764-388  
F +49 711 9764-96389  
E thomas.meyding@cms-hs.com

---

## ITALIEN

CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni  
Via Agostino Depretis, 86  
00184 Rom

### Pietro Cavasola

T +39 06 478151  
F +39 06 483755  
E pietero.cavasola@cms-aacs.com

## NIEDERLANDE

CMS Derks Star Busmann  
Mondriaantoren – Amstelplein 8A  
1096 BC Amsterdam

### Roman Tarlavski

T +31 20 30163-12  
F +31 20 30163-35  
E roman.tarlavski@cms-dsb.com

---

## SPANIEN

CMS Albiñana & Suárez de Lezo, S.L.P.  
Calle Génova, 27  
28004 Madrid

### Carlos Peña Boada

T +34 91 4519-290  
F +34 91 4412-193  
E carlos.pena@cms-asl.com

---

## SCHWEIZ

CMS von Erlach Henrici Ltd  
Dreikönigstrasse 7  
8022 Zürich

### Max H. Albers-Schönberg

T +41 44 2851-111  
F +41 44 2851-122  
E max.albers@cms-veh.com

---

## VEREINIGTES KÖNIGREICH

CMS Cameron McKenna LLP  
Mitre House  
160 Aldersgate Street  
EC1A 4DD London

### Martin Mendelssohn

T +44 20 7367-2872  
F +44 20 7367-2000  
E martin.mendelssohn@cms-cmck.com

