

C/M/S/

Law.Tax

A satellite-style photograph of the European continent, showing green landmasses and dark blue oceans. The image is framed by a white top section and orange side borders.

CMS European M&A Study 2013

Fünfte Auflage

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	3
Zusammenfassung	4
Kaufpreisanpassung	6
Kaufpreisanpassung (Fortsetzung)	8
Earn-out	9
Earn-out (Fortsetzung)	10
De minimis	11
Basket	12
Haftungshöchstgrenzen	14
W&I-Versicherung	16
Verjährungsfristen für Garantieansprüche	18
Absicherung der Garantieansprüche	19
Closing-Bedingungen	20
MAC-Klauseln	22
Wettbewerbsverbote	24
Schiedsklauseln	26
Steuerliche Aspekte	28
Methodik	30

Haftungsausschluss

Die Ergebnisse der Studie und/oder dieses Reports und die darin vorgestellten Schlussfolgerungen geben nicht notwendigerweise die Ansichten der Mitgliedssozietäten 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 1700 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/Main, Deutschland.

Einleitung

Wir freuen uns, Ihnen hiermit die CMS European M&A Study 2013 (die „Studie“) vorlegen zu können. Dies ist bereits unsere fünfte Jahresstudie, sodass wir nun insgesamt 1700 Transaktionen im Zeitraum von 2007 bis 2012 ausgewertet haben. Diese Zeitspanne war von einer Phase des M&A-Booms, gefolgt von der Finanzkrise, einer langsamen Konjunkturerholung und geopolitischen Veränderungen geprägt.

Die CMS European M&A Study 2013 gewährt Einblicke in rechtliche Regelungen von Fusions- und Übernahmeverträgen (M&A-Verträgen), zieht Vergleiche zwischen Europa und den USA und identifiziert relevante Entwicklungen am Markt. Sie analysiert 1700 M&A-Unternehmensverträge, die nicht börsennotierte Unternehmen in Europa betrafen. Davon entfallen 342 Abschlüsse auf das Jahr 2012.

Zu den besonderen Merkmalen unserer Studie gehören der CMS-Trendindex sowie der Branchenfokus, die nachfolgend beschrieben werden:

- **CMS-Trendindex:** Dieser Index wird für jeden untersuchten Deal Point angegeben, um die aktuelle Sachlage oder Entwicklung zu verdeutlichen.
- **Branchenfokus:** Seit einigen Jahren nimmt CMS auch eine nach Branchen aufgeschlüsselte Auswertung vor und kann nun statistische Angaben dazu machen, wie die Vertragsrisikenverteilung in den verschiedenen Branchen aussieht. Für das Jahr 2012 haben wir branchenbezogene Statistiken für eine Reihe von Faktoren erstellt (Locked-Box-Mechanismen, Earn-outs, Haftungshöchstgrenzen, Verjährungsfristen und MAC-Klauseln).

Die herangezogenen Vertragsdaten sind nicht öffentlich zugänglich und basieren auf vertraulich verhandelten Transaktionen, bei denen CMS die Käufer- oder Verkäuferseite beraten hat. CMS gehört zu den wenigen Rechtsdienstleistern, die dank einer europaweiten Präsenz und Marktdurchdringung eine europäische Studie dieser Art durchführen können.

Wir hoffen, dass diese Studie Sie im täglichen M&A-Geschäft unterstützen wird. Selbstverständlich interessieren wir uns sehr für mögliche Anmerkungen und Vorschläge und würden uns über einen Erfahrungsaustausch mit Ihnen freuen.

Thomas Meyding
Head of CMS Corporate Group

Zusammenfassung

CMS European M&A Study 2013

2012 war ein weiteres von Unwägbarkeiten geprägtes Jahr, in dem die M&A-Tätigkeit weltweit stagnierte und der Gesamtwert aller Deals bemerkenswerterweise exakt das Niveau von 2011 erreichte (2.246 Mrd. USD, Quelle: mergermarket). Auf Europa entfielen ungefähr 30% der weltweiten M&A-Transaktionen, was jedoch einem Rückgang um 5% gegenüber 2011 entspricht.

Die Sorge um den Euro war 2012 ein ständiger Begleiter. Darüber hinaus trugen etliche andere Entwicklungen dazu bei, dass viele potenzielle Käufer „zurzeit kein Interesse“ hatten. Dazu zählten unter anderem die grundlegenden politischen Veränderungen, die im Arabischen Frühling herbeigeführt wurden, die Präsidentschaftswahlen in den USA, die befürchtete Fiskalklippe, eine Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft sowie Unruhen im Nahen Osten.

Es gibt jedoch gute Gründe, mit Zuversicht in das Jahr 2013 zu gehen. Viele Unternehmen haben solide Bilanzen und Zugang zu Barmitteln. Private-Equity-Eigentümer müssen grundsätzlich Investments in bestimmten Phasen ihres Wirtschaftszyklus veräußern und viele nähern sich dem Ende der Haltefrist ihrer Investments. Zahlreiche US-Unternehmen zeigen eine immer höhere Übernahmebereitschaft, unter anderem in Europa, da sie davon profitieren, dass die USA in Bezug auf die Energieversorgung zunehmend autark werden und die Energiekosten zurückgegangen sind. Chinesische und russische Käufer werden in Europa immer aktiver. Und auch wenn die zugrunde liegenden Probleme im Zusammenhang mit dem Euro immer noch ungelöst sind, ist man zunehmend der Ansicht, dass eine Euro-Schmelze, wenn überhaupt, im Jahr 2012 passiert wäre.

Die Risikoverteilung zwischen Käufer und Verkäufer bei M&A-Verkaufs- und Kaufverträgen – um die es bei dieser Studie geht – blieb 2012 stabil und entsprach weitgehend der von 2011. Im Jahresvergleich gab es weniger Schwankungen als bei unseren früheren Studien. Die herkömmlichen Standards werden offensichtlich wieder hergestellt, wobei die meisten den Verkäufern zugute kommen. Ein klassisches Beispiel dafür ist die weite Verbreitung von Locked-Box-Abschlüssen. Zwar hatte insgesamt die Anzahl der Abschlüsse mit Locked-Box-Mechanismen europaweit zugenommen, auffallend war jedoch, dass sich ihre Anwendung im Vereinigten Königreich, in den Benelux-Ländern sowie in der MOE-Region verdoppelt hatte. Dies lässt sich eventuell teilweise anhand der größeren Anzahl von Verkäufen im Jahr 2012 durch finanzorientierte oder Private-Equity-Verkäufer erklären, die traditionell schon immer Locked-Box-Abschlüsse bevorzugt haben.

Es zeigt sich auch deutlich, dass die Haftungshöchstgrenzen weiter fallen. Gleichzeitig werden allgemeine Verjährungsfristen für Garantien von circa 12 bis 24 Monaten allmählich

zum Standard. MAC-Klauseln sind in Europa immer noch eher die Ausnahme. Die Anzahl der Abschlüsse mit einem Wettbewerbsverbot für den Verkäufer hat wesentlich abgenommen. Als hauptsächliche käuferfreundliche Entwicklung ist der relative Erfolg der Käufer hinsichtlich der Durchsetzung größerer Sicherheit bezüglich Gewährleistungsansprüchen zu sehen. Abgesehen davon sind die Verkäufer bezüglich der Risikoverteilung in der Regel gut bedient, sofern sie einen Käufer finden können.

Wichtigste Erkenntnisse

Nachstehend die wichtigsten Erkenntnisse der CMS European M&A Study 2013:

- **Locked Box:** Locked-Box-Mechanismen haben nun fast in ganz Europa an Beliebtheit gewonnen. Insbesondere hat sich ihre Verwendung im Vereinigten Königreich, in den Benelux-Ländern sowie in der MOE-Region verdoppelt.
- **Earn-out:** Die Bereitschaft zu Earn-out-Abschlüssen in Europa ist im Gegensatz zu den USA nach wie vor gering (nur 16% im Jahr 2012).
- **De minimis und Basket:** Der Anteil der Abschlüsse mit *De-minimis*- und Basket-Klauseln nimmt europaweit zu. Im Gegensatz zu den USA ist der Standard für die Geltendmachung von Garantieansprüchen in Europa jedoch nach wie vor die „First-Dollar“-Basis, wobei sich dieser Trend im Laufe des Jahres 2012 weiter verstärkt hat.
- **Haftungshöchstgrenzen:** Als positives Ergebnis für die Verkäuferseite hat unsere Studie erneut gezeigt, dass die allgemeinen Haftungshöchstgrenzen tendenziell fallen, sodass diese bei 54% der Abschlüsse nun weniger als die Hälfte des Kaufpreises beträgt. Allerdings werden in Europa immer noch wesentlich höhere Höchstgrenzen vereinbart als in den USA.
- **„Warranty & Indemnity“ beziehungsweise Gewährleistungsversicherung:** Die W&I-Versicherung (die bei 8% der Abschlüsse in 2011/2012 in Erwägung gezogen wurde) ist weiterhin eine wichtige Möglichkeit zur Schließung der Garantielücke, die dann entsteht, wenn Verkäufer (zum Beispiel finanzorientierte Verkäufer) keine Garantieansprüche gelten lassen wollen oder diese nicht gewähren können.
- **Verjährungsfristen:** Nach Schwankungen im Zeitraum 2007 bis 2010 war eine Verjährungsfrist von 18 bis 24 Monaten in den Jahren 2011 und 2012 bei konstant 32% der Abschlüsse weiterhin die beliebteste Wahl.
- **Absicherung der Garantieansprüche:** Die Käufer waren wie schon 2011 vorsichtig und versuchten, bei 42% der 2012 getätigten Abschlüsse eine Absicherung (in Form von Treuhandkonten, Einbehalten des Kaufpreises oder Bankbürgschaften) zu vereinbaren.
- **MAC-Klauseln:** Diese sind weiterhin relativ selten und kommen nur in 14% der in Europa getätigten Abschlüsse vor, was im deutlichen Gegensatz zu den USA steht, wo die überwiegende Mehrheit (93%) der

Abschlüsse MAC-Klauseln enthalten.

- Wettbewerbsverbote: Während 2011 mehr als die Hälfte aller Abschlüsse (53%) eine Wettbewerbsklausel enthielt, gab es 2012 zum ersten Mal seit 2007 eine gegenläufige Entwicklung: Nur 46% der Abschlüsse enthielten ein verkäuferseitiges Wettbewerbsverbot.
- Schiedsverfahren: Der prozentuale Anteil der M&A-Abschlüsse, die eine Schiedsklausel enthielten, fiel von 40% (2011) auf 33% (2012).

Unterschiede zwischen Europa und den USA

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

- Earn-out-Abschlüsse erfreuen sich in den USA größerer Beliebtheit. 2012 enthielten 38% der in den USA getätigten Abschlüsse Earn-out-Elemente, in Europa waren es nur 16%.
- MAC-Klauseln sind in den USA wesentlich beliebter als in Europa. Sie wurden bei 93% der Abschlüsse in den USA vereinbart, gegenüber nur 14% der Abschlüsse in Europa.
- Baskets sind in den USA nicht nur wesentlich häufiger, auch die Grundlage für die Schadensberechnung unterscheidet sich. In den USA wurde im Jahr 2012 bei 62% der relevanten Abschlüsse Schadenersatz auf einer „Excess-only“-Basis (im Gegensatz zur „First-Dollar“-Basis) vereinbart, während dieser Anteil in Europa nur bei 29% lag.
- Anpassungen des Working Capital bleiben in den USA das mit Abstand am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Sie kamen 2012 bei 77% aller Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten, im Gegensatz zu nur 34% in Europa.
- Basket-Schwellen sind in den USA allgemein niedriger als in Europa. So haben 88% der US-Abschlüsse eine Schwelle von weniger als 1% des Kaufpreises, während dies in Europa nur auf 49% zutrifft.

Unterschiede innerhalb Europas

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

In den Benelux-Ländern:

- 2012 nahm die Anzahl der Abschlüsse mit einem Locked-Box-Element deutlich zu (56% der Abschlüsse gegenüber 25% im Jahr 2011).
- Im europäischen Vergleich enthielten Deals hier am seltensten (8%) eine MAC-Klausel, dafür aber am häufigsten (65%) ein Wettbewerbsverbot.

In Mittel- und Osteuropa (MOE):

- In der MOE-Region waren Abschlüsse mit MAC-Klausel europaweit am häufigsten verbreitet (32%).
- Schiedsverfahren sind nach wie vor das primäre Streitlösungsmittel (64% gegenüber der europäischen Norm von 33%).

In Frankreich:

- Bei den Abschlüssen in Frankreich wurde der höchste Anteil an niedrigen Haftungshöchstgrenzen festgestellt, wobei diese bei 67% aller Deals 25% oder weniger des Kaufpreises betrug.
- Bei 81% der Transaktionen mit einem Basket erfolgte die Schadensberechnung auf „Excess-Only“-Basis – der bei Weitem höchste Anteil in Europa.

In den deutschsprachigen Ländern:

- Die überwiegende Mehrheit der Abschlüsse enthielt Closing-Bedingungen (84% gegenüber 57% in Frankreich und lediglich 31% in den Benelux-Ländern).
- Abschlüsse in den deutschsprachigen Ländern mit einer Basket-Klausel enthielten am zweithäufigsten (43%) eine Schadensberechnung auf „Excess-Only“-Basis.

In Südeuropa:

- Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Abschluss eine *De-minimis*- und Basket-Bestimmung enthielt, war hier im gesamteuropäischen Vergleich am geringsten.
- Treuhandkonten wurden nach wie vor nur selten als Mechanismus zur Sicherung von Garantieansprüchen eingesetzt.

Im Vereinigten Königreich:

- Ebenso wie in der MOE-Region werden *De-minimis*- und Basket-Klauseln häufiger vereinbart als in den übrigen europäischen Ländern.
- Es gibt kaum Abschlüsse ohne Haftungshöchstgrenzen, und die Verjährungsfristen für Garantien sind allgemein kürzer.

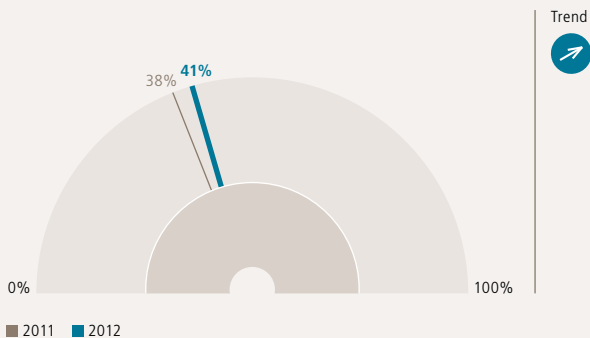
CMS-Bewertung

- CMS betreute 2012 insgesamt 342 Transaktionen, was gegenüber 2011 eine Steigerung um 4% beziehungsweise gegenüber 2010 um 17% darstellt.
- Die Rahmenbedingungen lassen eine höhere Aktivität im Jahr 2013 erwarten, da die langsame Erholung allmählich an Fahrt gewinnt und die potenziellen Käufer größere Zuversicht an den Tag legen.
- Obwohl die Zeiten aus wirtschaftlicher Sicht schwierig sind, hat sich die Verteilung der Vertragsrisiken zwischen Käufer und Verkäufer seit 2010 kaum verändert. Die Verkäufer können immer noch ihre Haftung deutlich beschränken. Die Preisgestaltung und eine ordentliche Due Diligence sind weiterhin der Schlüssel zu einer erfolgreichen Übernahme.

Kaufpreisanpassung

CMS-Trendindex

Locked Box



Die Anzahl der Locked-Box-Abschlüsse nimmt zu

CMS-Branchenanalyse

Locked Box

Branche	2010–2011	2012
Finanzen und Versicherungen	25%	25%
Hotel und Freizeit	33%	33%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	23%	26%
Konsumgüter	49%	50%
Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT)	27%	43%
Infrastruktur und Projektfinanzierung	17%	29%
Lifesciences	41%	50%
Immobilien und Bauwesen	21%	24%
Industrie	33%	53%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen	29%	52%
CMS-Durchschnitt	29%	41%

100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus
(Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung und Locked Box sind nicht enthalten)

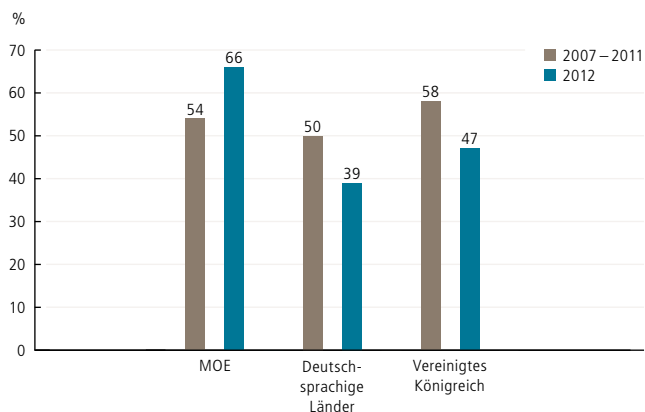
Beliebtheit nimmt in allen Sektoren zu; die größten Zunahmen gab es in den Branchen Technologie, Medien und Telekommunikation, Infrastruktur und Projektfinanzierung sowie Industrie.

Letztes Jahr merkten wir an, dass 2011 die Anzahl der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassungsmechanismen gegenüber 2010 zugenommen hatte. 2012 fiel die Anzahl der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassungsmechanismen jedoch auf 44%. Dies entspricht dem allgemeinen Trend im Zeitraum 2007 bis 2011 zu weniger Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismen. Allerdings wurden in der MOE-Region Kaufpreisanpassungsmechanismen im selben Zeitraum beliebter und nahmen gegenüber dem Zeitraum 2007–2011 (54%) auf 66% im Jahr 2012 weiter zu.

Die rückläufige Anzahl der Abschlüsse mit einem Kaufpreisanpassungsmechanismus entsprach im gesamten Jahr 2012 dem allgemeinen Trend. Dies könnte ein Anzeichen dafür sein, dass sich die Verkäufer möglicherweise aufgrund der Eurokrise unsicher fühlen, was sie veranlasst hat, auf Transaktionssicherheit zu bestehen und somit Kaufpreisanpassungsmechanismen zu vermeiden.

Kaufpreisanpassung 2007–2012

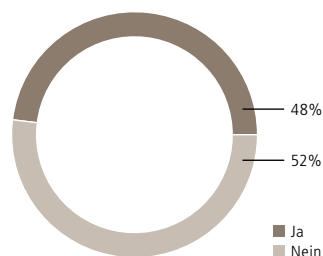
Entwicklung in Europa



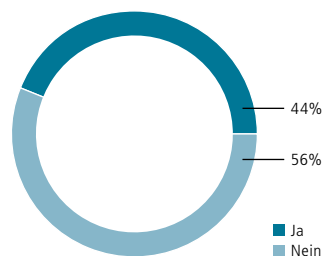
100% = alle untersuchten Transaktionen

Kaufpreisanpassung 2007–2012

2007–2011



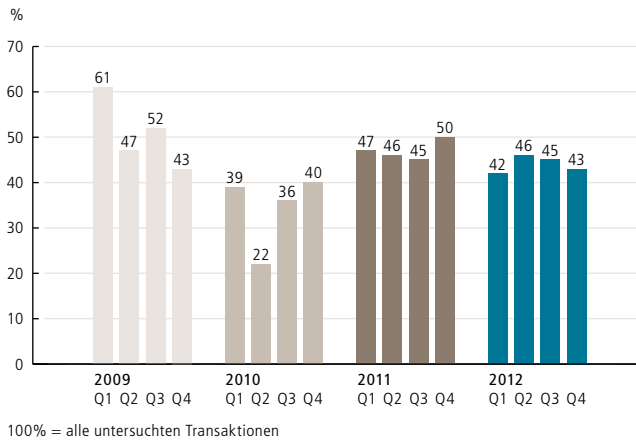
2012



100% = alle untersuchten Transaktionen

Kaufpreisanpassung 2009–2012

Entwicklung: Weniger Transaktionen mit Kaufpreisanpassung

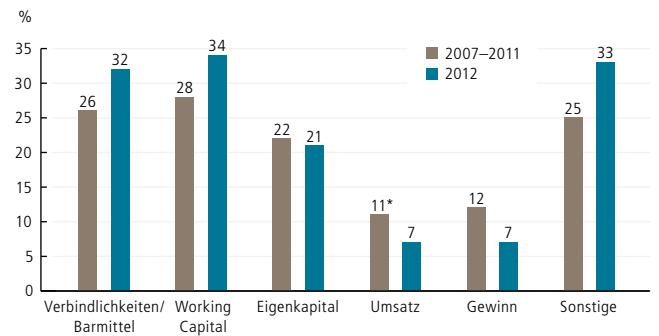


In den USA sind Kaufpreisanpassungsklauseln nach wie vor beliebter als in Europa und waren in 82% der ausgewerteten Abschlüsse enthalten. In Europa waren es im Vergleich dazu 44%.

Anpassungen auf Grundlage des Working Capital waren im Jahr 2012 nach wie vor das am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Sie kamen bei 34% aller Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten.

Kaufpreisanpassung

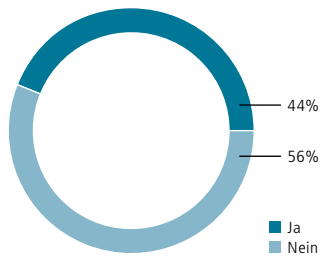
Gewählte Anpassungskriterien



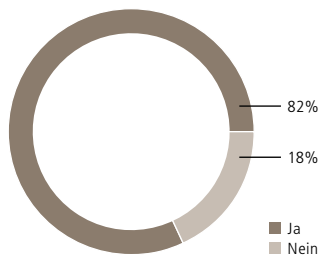
100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich
* 2009 erstmalig ausgewertet

Kaufpreisanpassung Europa/USA

Europa 2012



USA



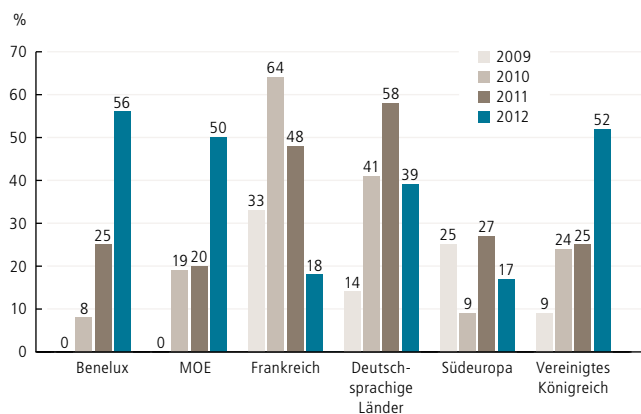
100% = alle untersuchten Transaktionen

Kaufpreisanpassung (Fortsetzung)

Locked-Box-Mechanismen dienen dazu, einen festen Kaufpreis ohne eine auf die Stichtagsbilanz bezogene Anpassung zu vereinbaren. Dieses Modell wird von finanzorientierten Verkäufern 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 Barmittel aus dem Zielunternehmen abzieht.

2012 stieg die Anzahl der Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung, die ein Locked-Box-Element aufwiesen, auf 41 %. 2011 waren es 38 %.

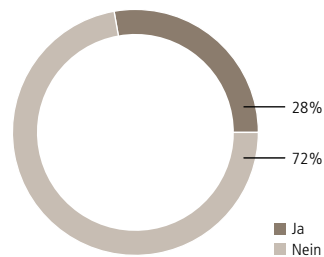
Locked Box 2009–2012



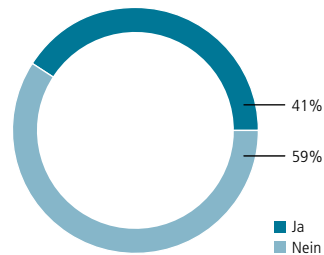
100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus
(Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung und Locked Box sind nicht enthalten)

Dabei gibt es jedoch regionale Unterschiede. In den deutschsprachigen Ländern und Frankreich nahm der Anteil dieser Transaktionen ab, während er in den übrigen Ländern Europas deutlich zunahm, insbesondere in den Benelux-Ländern (2012: 56% gegenüber 25% im Jahr 2011), im Vereinigten Königreich (2012: 52% gegenüber 25% im Jahr 2011) und in der MOE-Region (2012: 50% gegenüber 20% im Jahr 2011).

Locked Box 2007–2012
2007–2011



2012

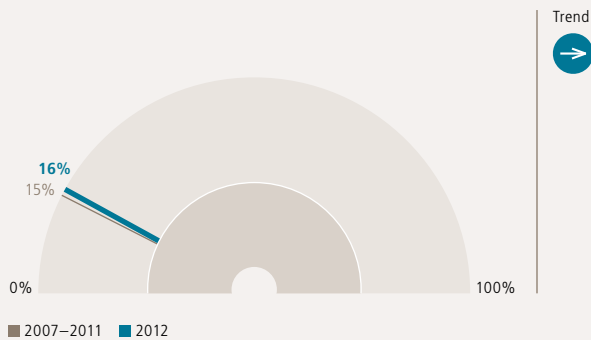


100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus

Earn-out

CMS-Trendindex

Earn-out



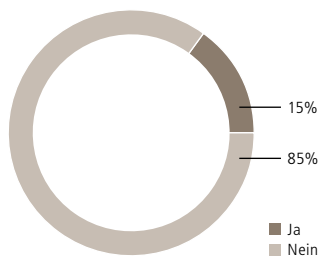
Earn-out-Abschlüsse haben sich kaum verändert

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.

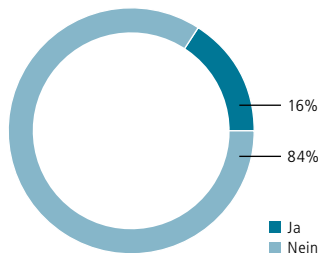
Für den Verkäufer bietet der Earn-out eine Chance, den Verkaufserlös zu steigern. Auch für den Käufer hat er Vorteile, denn der Verkäufer (in der Regel Einzelgesellschafter) wird dazu motiviert, den Unternehmenserfolg während der Earn-out-Periode zu maximieren.

Earn-out 2007–2012

2007–2011



2012



100% = alle untersuchten Transaktionen

CMS-Branchenanalyse

Earn-out

Branche	2007–2011	2012
Finanzen und Versicherungen	20%	17%
Hotel und Freizeit*	18%	8%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	15%	22%
Konsumgüter	14%	14%
Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT)	20%	10%
Infrastruktur und Projektfinanzierung*	5%	0%
Lifesciences	18%	38%
Immobilien und Bauwesen*	18%	10%
Industrie**	13%	13%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen**	20%	25%
CMS-Durchschnitt	17%	16%

100 % = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

*Wurde für die Jahre 2007 und 2008 nicht ausgewertet.

**Wurde für das Jahr 2009 nicht ausgewertet.

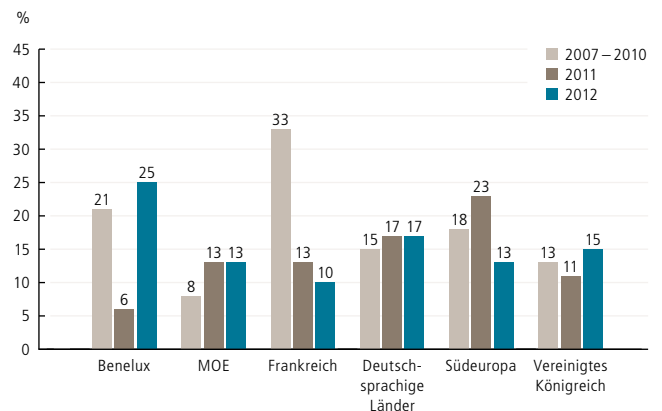
Deutliche Zunahme bei Abschlüssen im Bereich Lifesciences

2012 enthielten 16% aller Transaktionen eine Earn-out-Klausel, was einen leichten Anstieg der Anzahl dieser Transaktionen gegenüber dem vorherigen Fünf-Jahres-Zeitraum (2007–2011: 15%) darstellt.

Die Anzahl der Abschlüsse mit Earn-outs ist gegenüber 2011 in Südeuropa deutlich zurückgegangen (13% gegenüber 23%). Wir stellten im letzten Jahr fest, dass in den Benelux-Ländern die Anzahl der Abschlüsse mit Earn-outs deutlich gefallen war (auf 6% im Jahr 2011, gegenüber 21% im Zeitraum 2007–2010). Diese Entwicklung kehrte sich allerdings 2012 drastisch um, da die Anzahl der Abschlüsse mit Earn-outs auf 25% anstieg.

Earn-out 2007–2012

Entwicklung in Europa



100% = alle untersuchten Transaktionen

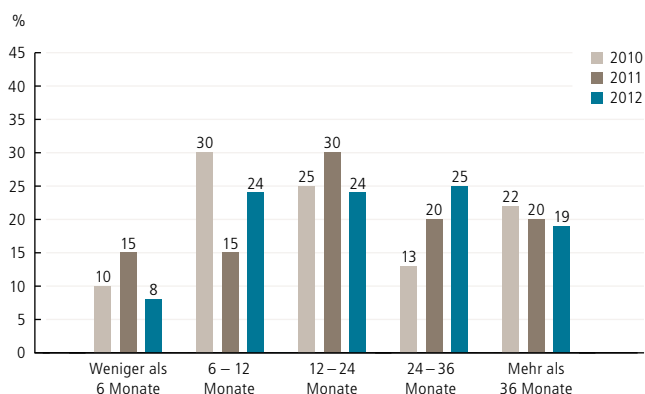
Earn-out (Fortsetzung)

Die Dauer des Earn-out ist ebenfalls bedeutsam, da Verkäufer und Käufer die richtige Balance zwischen kurzzeitigem Verhalten und langfristiger Unsicherheit finden müssen.

Verglichen mit 2010 stellten wir 2011 einen Rückgang der Abschlüsse mit Earn-outs, die binnen eines 24-monatigen Zeitraums zu zahlen waren, fest (und zwar von 65% der Earn-outs im Jahr 2010, die binnen eines 24-monatigen Zeitraums zu zahlen waren, auf 60% im Jahr 2011). Diese Entwicklung setzte sich 2012 fort, wobei 56% der Earn-outs im Jahr 2012 binnen 24 Monaten zu zahlen waren. Darüber hinaus nahm 2012 die Anzahl der Abschlüsse, bei denen Earn-outs innerhalb eines 6- bis 12-monatigen Zeitraums (24% gegenüber 15% im Jahr 2011) beziehungsweise innerhalb eines 24- bis 36-monatigen Zeitraums (25% gegenüber 20% im Jahr 2011) zu zahlen waren, deutlich zu.

Earn-out 2012

Zeiträume für die Bewertung von Earn-outs

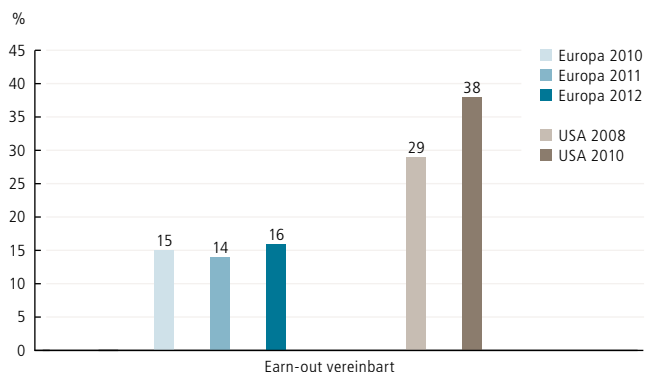


100% = alle Transaktionen mit Earn-out-Klausel

In den USA sind Earn-out-Klauseln wesentlich beliebter als in Europa und werden bei 38% der Abschlüsse vereinbart. Im Vergleich dazu sind es 16% in Europa.

Earn-out Europa/USA

Häufigkeit von Earn-out-Klauseln Europa/USA

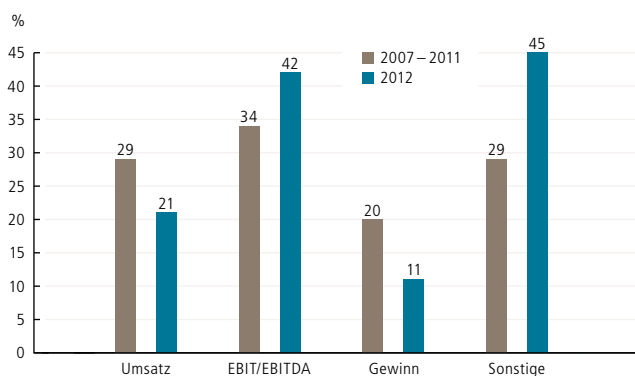


100% = alle untersuchten Transaktionen

In Europa gab es 2012 einen beträchtlichen Anstieg bei den auf EBIT/EBITDA beruhenden Earn-outs (42% im Jahr 2012 gegenüber 34% im Zeitraum 2007–2011) sowie eine deutliche Abnahme der auf dem Nettogewinn beruhenden Earn-outs (11% im Jahr 2012 gegenüber 20% im Zeitraum 2007–2011) beziehungsweise auf Umsatz beruhenden Earn-outs in Europa (21% im Jahr 2012 gegenüber 29% im Zeitraum 2007–2011).

Earn-out 2007–2012

Vergleich der Earn-out-Kriterien

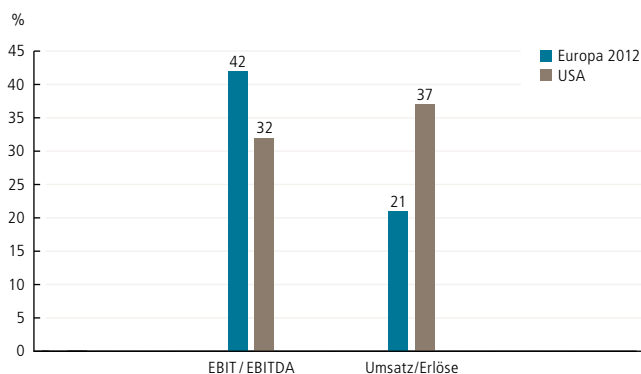


100% = alle untersuchten Transaktionen mit Earn-out-Klausel

Die relevanten Kriterien für den Earn-out festzulegen, ist meist Gegenstand intensiver Verhandlungen. Earn-out-Kriterien sind im Regelfall EBIT/EBITDA, Nettogewinn oder Umsatz. In den USA sind jedoch erlösbasierte Earn-outs weiter verbreitet (37% gegenüber 21% in Europa).

Earn-out Europa/USA

Earn-out Kriterien Europa/USA

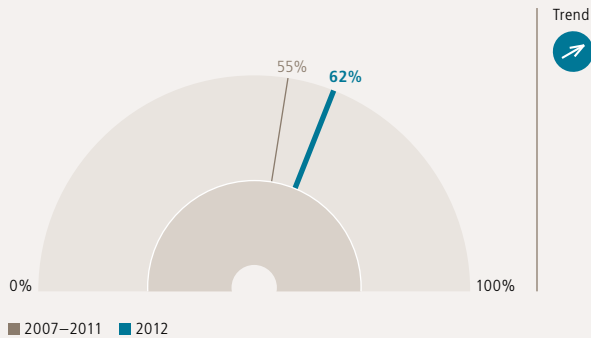


100% = alle untersuchten Transaktionen mit Earn-out-Mechanismus

De minimis

CMS-Trendindex

De minimis



Zunahme der Abschlüsse mit De-minimis-Bestimmung

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.

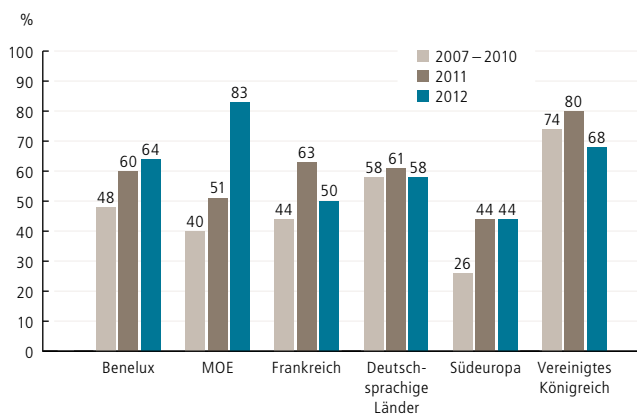
Wie schon im Jahr 2011 enthielten im Jahr 2012 insgesamt 62% der Abschlüsse eine *De-minimis*-Bestimmung; 2010 waren es 51%. Somit ist scheinbar die 2010 beobachtete Entwicklung mit einer möglichen Verlagerung hin zum US-Ansatz, bei dem die überwiegende Mehrheit der Abschlüsse (83%) keine *De-minimis*-Bestimmungen enthalten, unterbrochen worden. Außerdem zeigt sich diese tendenzielle Zunahme in fast jeder Region und insbesondere in den MOE-Ländern.

Dabei gibt es regionale Unterschiede: Beispielsweise scheinen *De-minimis*-Regelungen weiterhin bei Abschlüssen im Vereinigten Königreich die Norm zu sein (rund 68%), während *De-minimis*-Bestimmungen bei Abschlüssen in Südeuropa am seltensten (44%) eingesetzt werden. Die deutlichste Veränderung gab es jedoch in der MOE-Region, wo die Verwendung von *De-minimis*-Bestimmungen im Jahr 2012 (83%) gegenüber 2011 (51%) stark zugenommen hat.

Bei den Abschlüssen mit einer *De-minimis*-Klausel ist die Schwelle am häufigsten auf höchstens 0,1% des Kaufpreises festgelegt (bei 25% der Abschlüsse).

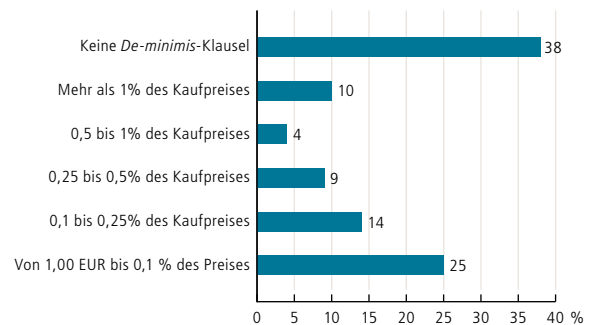
De-minimis-Klausel 2007–2012

Entwicklung in Europa: Transaktionen mit einer *De-minimis*-Klausel



100% = alle untersuchten Transaktionen

De-minimis 2012

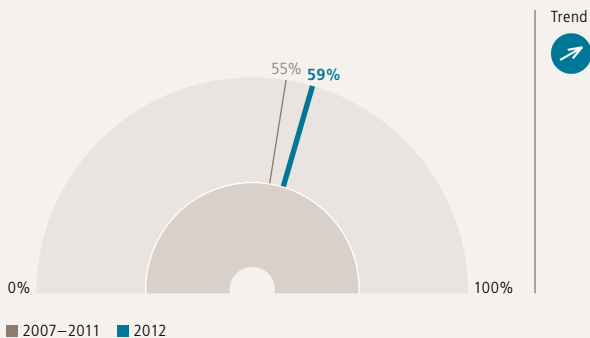


100% = alle untersuchten Transaktionen

Basket

CMS-Trendindex

Basket

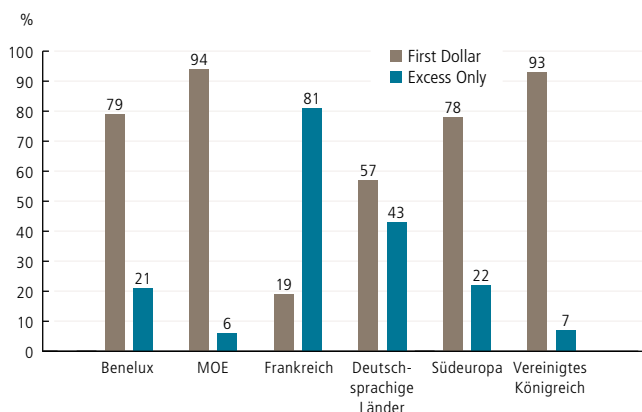


Abschlüsse mit Baskets nehmen zu

Eine zweite verkäuferfreundliche Schwelle ist der sogenannte „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. Zwar nahm 2012 gegenüber 2011 die Zahl der Abschlüsse in Europa mit Basket-Klausel ab (59% gegenüber 65% im Jahr 2011), insgesamt gab es im Jahr 2012 im Vergleich zum vorangegangenen Fünf-Jahres-Zeitraum (2007–2011: 55%) dennoch mehr Abschlüsse mit einer Basket-Bestimmung.

Wenn die Basket-Schwelle überschritten wird, kann der Käufer entweder seinen gesamten Anspruch durchsetzen („First Dollar“) oder nur den Teil des Anspruchs, der den Basket übersteigt („Excess Only“). Die „Excess-Only“-Basis ist in Frankreich nach wie vor am weitesten verbreitet, während im Vereinigten Königreich und in der MOE-Region fast nur die „First-Dollar“-Basis anzutreffen war. In den deutschsprachigen Ländern gab es jedoch eine spürbare Abkehr von Schadensersatz auf „First-Dollar“-Basis, wobei nur 57% der Abschlüsse auf dieser Basis stattfanden. Im Jahr 2011 hatte der Anteil noch bei 73% gelegen.

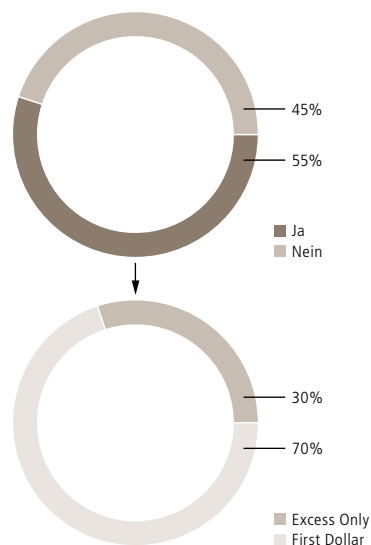
Basket 2012



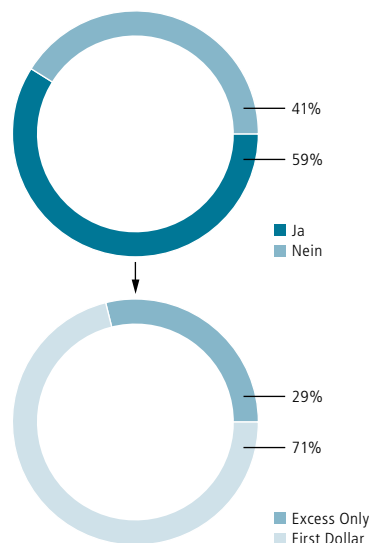
100% = alle untersuchten Transaktionen

Basket 2007 – 2012

2007 – 2011



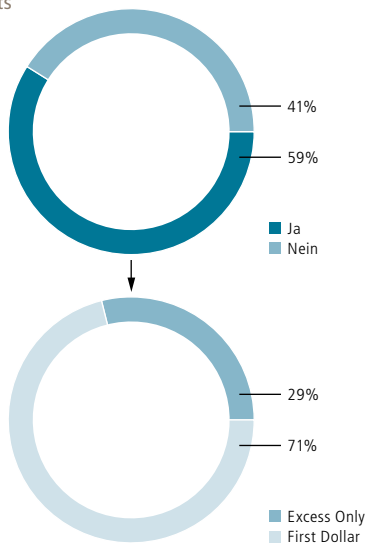
2012



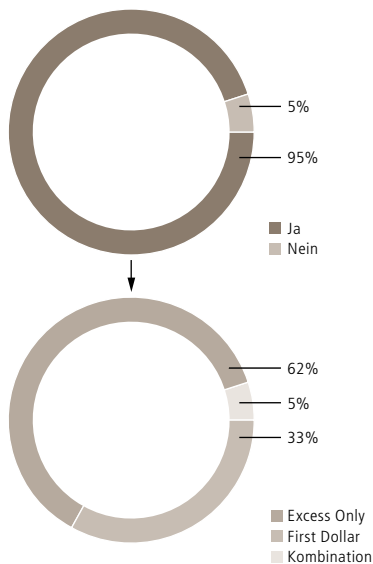
100% = alle untersuchten Transaktionen

Basket Europa/ USA

Häufigkeit von Baskets
Europa 2012

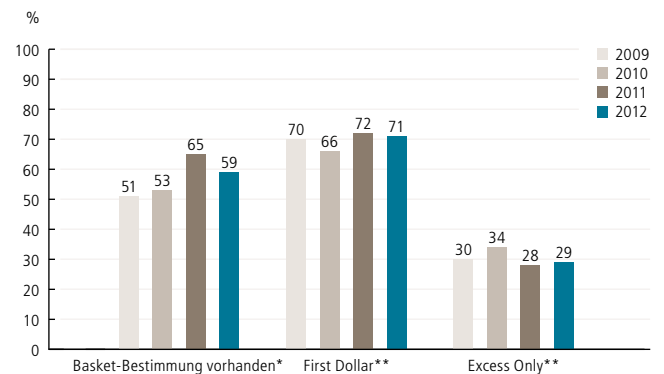


USA



100% = alle untersuchten Transaktionen

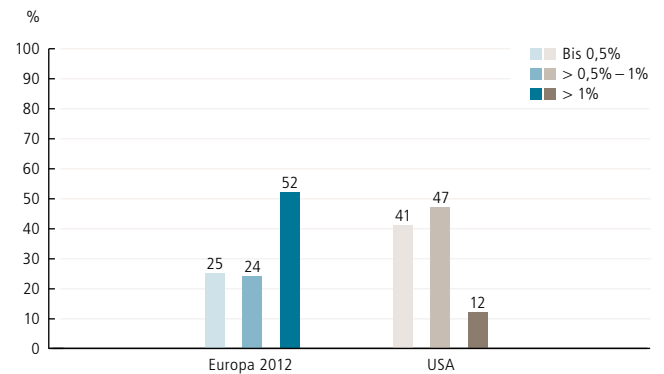
Basket Europa 2009–2012



* 100% = alle untersuchten Transaktionen

** 100% = alle Transaktionen mit Basket-Klausel

Basket-Schwellen Europa/ USA



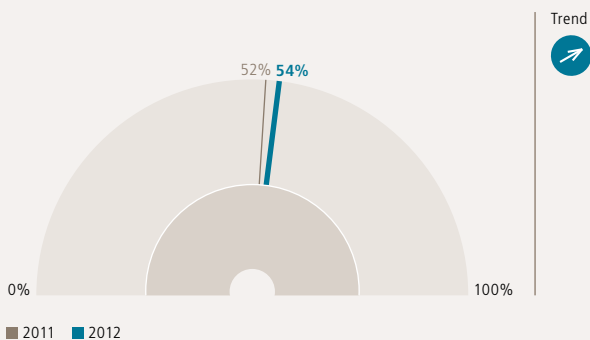
100% = alle Transaktionen mit Basket-Bestimmung

Basket-Bestimmungen sind jedoch nach wie vor in den USA am gängigsten (95%). Dennoch sind hier zwei Punkte zu berücksichtigen: Erstens gilt bei der Mehrheit der europäischen Abschlüsse mit Basket-Regelung die „First-Dollar“-Basis, während bei der Mehrheit der Basket-Regelungen in den USA die „Excess-only“-Basis festgelegt ist (im Jahr 2012: 71% „First-Dollar“-Baskets in Europa gegenüber 33% in den USA); und zweitens ist die Schwelle für den Basket in den USA im Allgemeinen niedriger als in Europa: In den USA liegt der Anteil der Abschlüsse, bei denen die Basket-Schwelle weniger als 1% des Kaufpreises beträgt, bei 88%, während er in Europa bei nur 49% liegt.

Haftungshöchstgrenzen

CMS-Trendindex

Haftungshöchstgrenze (weniger als 50 % des Kaufpreises)



Niedrigere Haftungshöchstgrenzen

Die Begrenzung der Gesamthaftung des Verkäufers aus dem Kaufvertrag gehört in der Vertragspraxis zum Standard. Der Grund dafür liegt in der weit verbreiteten Ansicht, dass es für Verkäufer unfair wäre, sich bei dem Verkauf ihrer Unternehmen einer Haftung auszusetzen, die über dem erzielten Kaufpreis liegen könnte. Im Mittelpunkt der Verhandlungen steht deshalb weniger das Prinzip als solches, sondern eher die exakte Höhe dieser Haftungsbegrenzung.

2012 gab es immer noch eine bedeutende Anzahl von Abschlüssen (20%) ohne Haftungshöchstgrenzen. Auf den ersten Blick ist man vielleicht überrascht, dass es überhaupt Abschlüsse ohne Haftungshöchstgrenzen gibt, hierfür kann es jedoch durchaus Gründe geben. Wenn sich Garantien zum Beispiel nur auf Eigentumsrechte beziehen, sind Käufer sehr oft nicht bereit, einer Begrenzung zuzustimmen.

Wie wir bereits in unserer letztjährigen Studie anmerkten, hielt die Ende 2009 eingesetzte Entwicklung weiter an, das heißt die Verkäufer waren nach wie vor bei der Begrenzung ihrer Haftung erfolgreicher. Im Jahr 2012 konnten die Verkäufer bei 54% der Abschlüsse ihre Haftung auf maximal die Hälfte des Kaufpreises begrenzen. Demgegenüber waren es 2011 52% und 2010 nur 45%. Daraus geht weiterhin klar hervor, dass es den Verkäufern gelingt, ihre finanzielle Haftung zu begrenzen.

CMS-Branchenanalyse

Haftungshöchstgrenze (weniger als 25 % des Kaufpreises)

Branche	2007–2011	2012
Finanzen und Versicherungen	21%	20%
Hotel und Freizeit*	29%	44%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	22%	28%
Konsumgüter	28%	36%
Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT)	26%	30%
Infrastruktur und Projektfinanzierung*	13%	8%
Lifesciences	35%	32%
Immobilien und Bauwesen*	29%	29%
Industrie**	43%	45%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen**	36%	26%
CMS-Durchschnitt	31%	33%

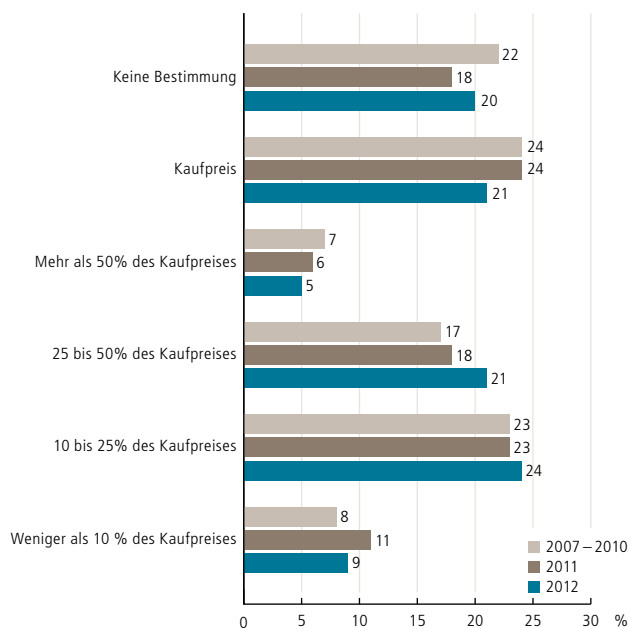
100 % = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

*Wurde für die Jahre 2007 und 2008 nicht ausgewertet.

**Wurde für das Jahr 2009 nicht ausgewertet.

Niedrigste Haftungshöchstgrenzen bei Abschlüssen in den Branchen Hotel und Freizeit sowie Industrie

Haftungshöchstgrenzen 2007–2012

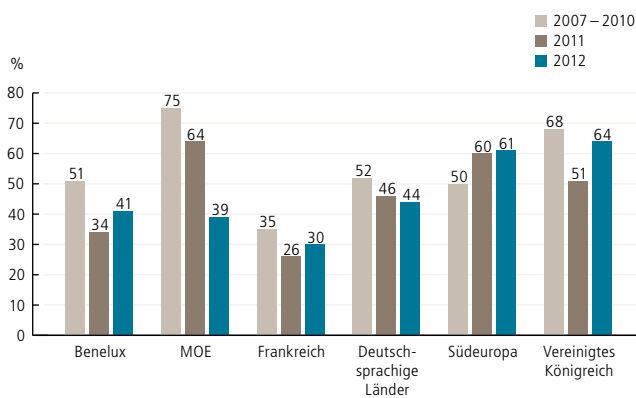


100% = alle untersuchten Transaktionen

Zudem gab es innerhalb Europas deutliche regionale Unterschiede. Im Zeitraum von 2007 bis 2012 wiesen im Vereinigten Königreich und in Südeuropa die meisten Abschlüsse Haftungshöchstgrenzen in Höhe von mehr als 50% des Kaufpreises auf, während dieser Anteil in Frankreich durchweg niedriger war. Es fällt auf, dass in jeder untersuchten Region (außer Südeuropa) der Anteil an höheren Haftungshöchstgrenzen gefallen ist, wenn man 2012 mit dem Fünf-Jahres-Zeitraum 2007–2011 vergleicht.

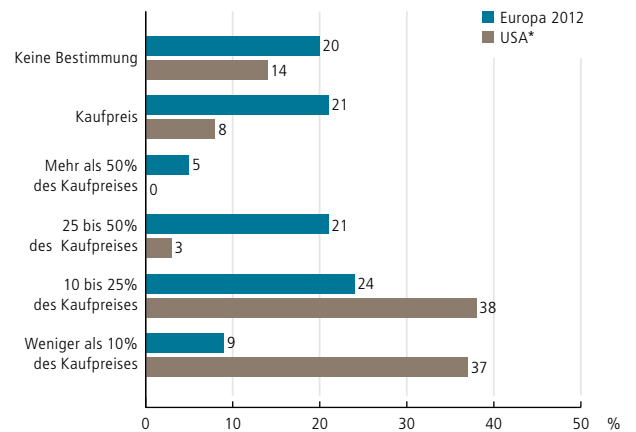
In Europa sind die Haftungshöchstgrenzen immer noch wesentlich höher als in den USA. In den USA wird als häufigste Kategorie (38%) eine Haftung in Höhe von 10% bis 25% des Kaufpreises vereinbart. Die zweithäufigste Kategorie (37%) ist eine Haftungshöchstgrenze von weniger als 10% des Kaufpreises. In den USA gilt demnach bei 75% der Abschlüsse eine Haftungshöchstgrenze von maximal 25% des Kaufpreises. In Europa betrug 2012 der entsprechende Wert für „Abschlüsse mit niedrigen Haftungshöchstgrenzen“ 33%, was gegenüber 2011 (35%) einem leichten Rückgang entspricht.

Haftungshöchstgrenzen (mehr als 50 % des Kaufpreises) 2007–2012
Entwicklung in Europa



100% = alle untersuchten Transaktionen

Haftungshöchstgrenzen Europa/USA

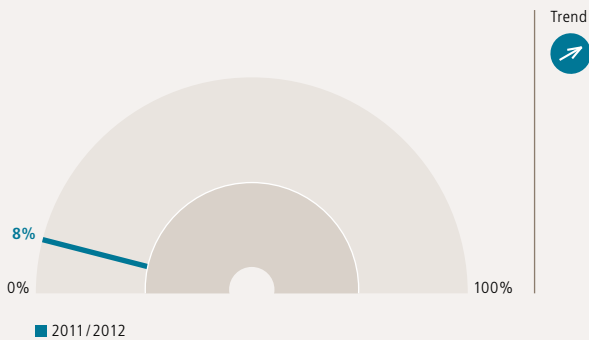


100% = alle untersuchten Transaktionen

*US-Angaben beziehen sich auf den „Transaktionswert“

W&I-Versicherung

CMS-Trendindex
W&I-Versicherung



Abschlüsse mit W&I-Versicherung werden beliebter

W&I-Versicherungen gibt es zwar bereits seit etlichen Jahren, doch erst in jüngster Zeit konnten sie sich als praktikable Lösung durchsetzen. Sie sind eine Möglichkeit zur Schließung der Garantielücke, die dann entsteht, wenn ein Verkäufer die geltend gemachten Garantie- oder Schadensansprüche nicht anerkennt oder – was auch vorkommen kann – nicht erfüllen kann. Dieses Versicherungsprodukt ist besonders für finanzorientierte Verkäufer bei kontrollierten Auktionen attraktiv. Diese sind nicht zur Vereinbarung von Garantien und Schadloshaltungen bereit, können jedoch ein Versicherungspaket anbieten, das es dem Käufer erlaubt, Garantieansprüche gegenüber der Versicherungsgesellschaft statt gegenüber dem Verkäufer geltend zu machen.

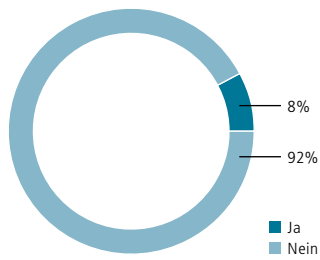
Dazu Daniel Max, Managing Director der Praxis für Private Equity und M&A bei Marsh: „Unser Team hat 2012 einen bedeutenden Anstieg bei der Verwendung von W&I-Versicherung beobachtet. 2012 wurden über 4 Milliarden USD auf dem W&I-Versicherungsmarkt gezeichnet (gegenüber 2011 ein Anstieg um 41 %), von denen über 2 Milliarden USD für die EMEA-Region bestimmt waren, wobei die durchschnittlichen gekauften Limits gegenüber 2011 um knapp 30 % zunahm. Derzeit zählen zu den maßgeblichen Nachfragefaktoren unter anderem die strategische Nutzung von W&I-Versicherung durch Unternehmen auf der Käuferseite, um ihr Angebot bei Auktionen zu verbessern, sowie bei Unternehmen auf der Anlegerseite, die im Ausland Übernahmen tätigen.“

In der Vergangenheit haben Käufer die Anspruchserfüllung durch Versicherungsgesellschaften allgemein skeptisch beurteilt. Die wachsende Zahl von geregelten Fällen konnte diese Bedenken jedoch zum Teil ausräumen. Entscheidend für die Käufer ist, dass eine Paralleldeckung (sogenannte back-to-back coverage) der unter Berücksichtigung von Disclosure und Due Diligence intensiv ausgehandelten Garantien gegeben wird.

In dem zweijährigen Zeitraum 2011–2012 wurde eine W&I-Versicherung bei 8% der Transaktionen entweder abgeschlossen oder in Betracht gezogen. Da es bei etlichen Abschlüssen (zum Beispiel solchen mit optimalen Vollzugsbedingungen) keine wesentlichen Bedenken hinsichtlich der Garantielücke gibt, ist dies ein bedeutsames statistisches Ergebnis, das den Schluss nahe legt, dass W&I-Versicherungen bei europäischen M&A-Abschlüssen durchaus gängig sind.

W&I-Versicherung 2011 / 2012

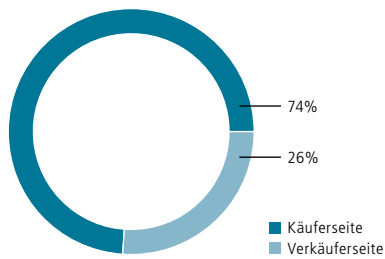
W&I-Versicherung wurde vom Käufer oder Verkäufer ernsthaft erwogen (oder tatsächlich abgeschlossen)



100% = alle untersuchten Transaktionen

Eine solche Versicherung kann sowohl für die Käufer- als auch für die Verkäuferseite angeboten werden. Im Regelfall wird sie jedoch vom Käufer abgeschlossen (74% der relevanten Abschlüsse im Zeitraum 2011–2012), wobei die Prämie, die normalerweise 1% bis 2% der Deckungssumme entspricht, häufig vom Verkäufer getragen wird.

W&I-Versicherung 2011 / 2012

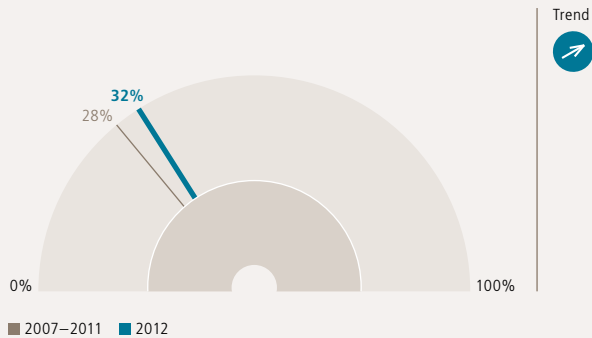


100% = Transaktionen, bei denen eine W&I-Versicherung ernsthaft erwogen oder abgeschlossen wurde

Verjährungsfristen für Garantieansprüche

CMS-Trendindex

Verjährungsfristen (18–24 Monate)



Verjährungsfristen für Garantieansprüche von 18 bis 24 Monate sind am gängigsten

CMS-Branchenanalyse

Verjährungsfristen (mehr als 24 Monate)

Branche	2007–2011	2012
Finanzen und Versicherungen	37%	20%
Hotel und Freizeit*	39%	24%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	21%	17%
Konsumgüter	30%	18%
Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT)	28%	15%
Infrastruktur und Projektfinanzierung*	28%	42%
Lifesciences	24%	40%
Immobilien und Bauwesen*	37%	35%
Industrie**	23%	15%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen**	28%	31%
CMS-Durchschnitt	28%	26%

100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

*Wurde für die Jahre 2007 und 2008 nicht ausgewertet.

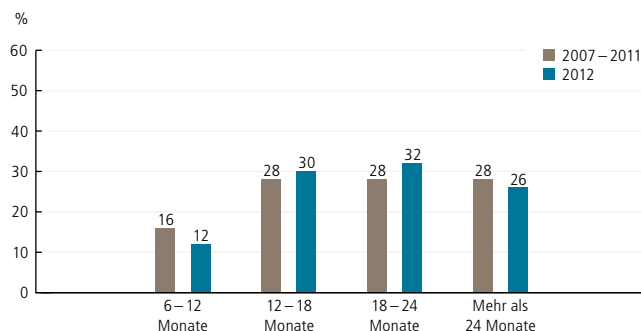
**Wurde für das Jahr 2009 nicht ausgewertet.

In den Branchen Lifesciences sowie Infrastruktur und Projektfinanzierung sind die Verjährungsfristen am längsten

Bei der Mehrheit der Abschlüsse war für Garantieansprüche eine allgemeine Verjährungsfrist von mindestens 12 Monaten festgelegt worden. Verjährungsfristen von 12 bis 24 Monaten wurden 2012 zum Standard. Wie schon 2011 wurde 2012 am häufigsten eine Verjährungsfrist von 18 bis 24 Monaten (32% der Abschlüsse) vereinbart, am zweithäufigsten war eine Verjährungsfrist von 12 bis 18 Monaten (30% der Abschlüsse). Insgesamt wurden Verjährungsfristen von 12 bis 24 Monaten bei 62% der Abschlüsse angewandt. Tendenziell gibt es immer weniger Verjährungsfristen von unter 12 Monaten, die bei nur 12% der Transaktionen vorkamen.

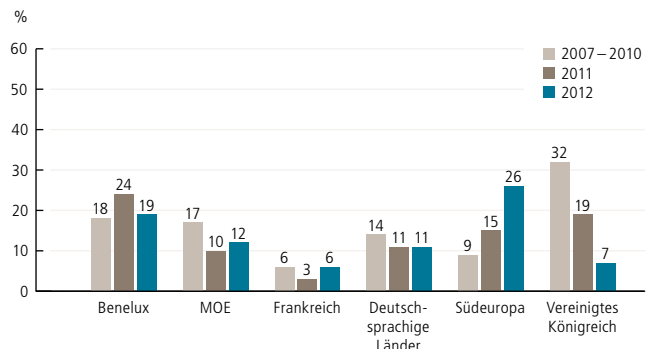
Bezüglich der Dauer von Verjährungsfristen gab es bedeutende regionale Unterschiede. Im Allgemeinen sind die Fristen bei französischen Transaktionen am längsten: Bei 39% der Transaktionen sind die Verjährungsfristen länger als 24 Monate, wobei dieser Prozentsatz wesentlich niedriger ist als in den Vorjahren. Gleichzeitig stieg im Jahr 2012 der Anteil der Transaktionen in Südeuropa mit einer kurzen Verjährungsfrist von 6 bis 12 Monaten deutlich auf 26%, gegenüber 15% im Jahr 2011.

Verjährungsfristen für Garantieansprüche 2007–2012



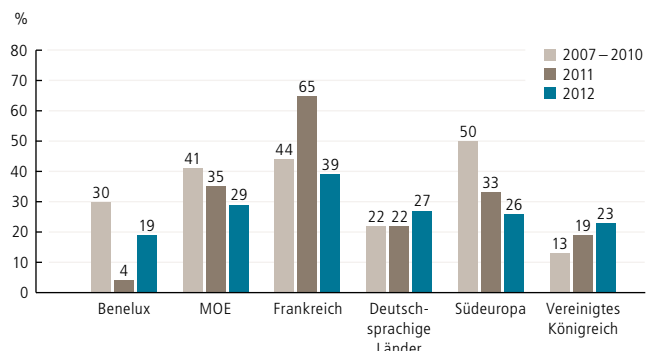
100% = alle untersuchten Transaktionen

Verjährungsfristen (6–12 Monate)



100% = alle untersuchten Transaktionen

Verjährungsfristen (mehr als 24 Monate)

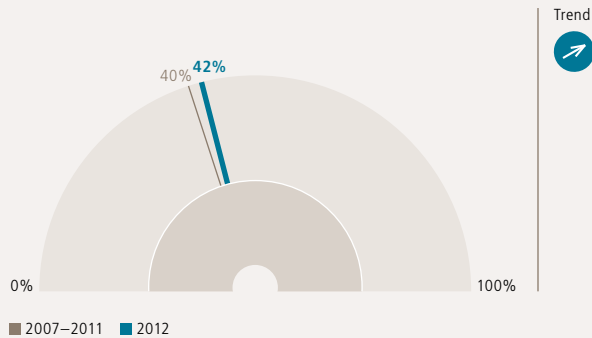


100% = alle untersuchten Transaktionen

Absicherung der Garantieansprüche

CMS-Trendindex

Absicherung der Garantieansprüche



Käufer achten verstärkt auf die Absicherung der Garantieansprüche

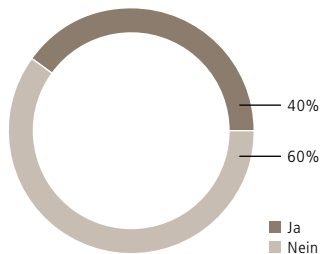
Gegenüber dem Zeitraum 2007–2011 nahm die Absicherung der Garantieansprüche leicht zu.

Im Jahr 2012 wählten 42% der Käufer irgendeine Form der Absicherung der allgemeinen Garantieansprüche, im Vergleich dazu waren es im Zeitraum 2007–2011 40%.

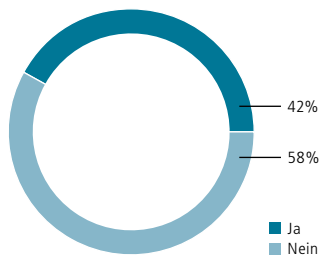
Treuhandkonten waren weiterhin die am häufigsten ausgehandelte Form der Absicherung von Garantieansprüchen (48%). Bankbürgschaften wurden seltener verwendet (22%). Allerdings gelang es den Käufern eher als zuvor, den teilweisen Einbehalt des Kaufpreises auszuhandeln (30% gegenüber 24% im Zeitraum 2007–2011).

Absicherung der Garantieansprüche 2007–2012

2007–2011

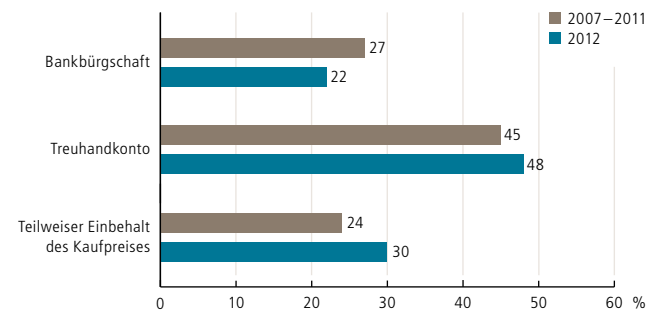


2012



100% = alle untersuchten Transaktionen

Absicherung der Garantieansprüche 2007–2012

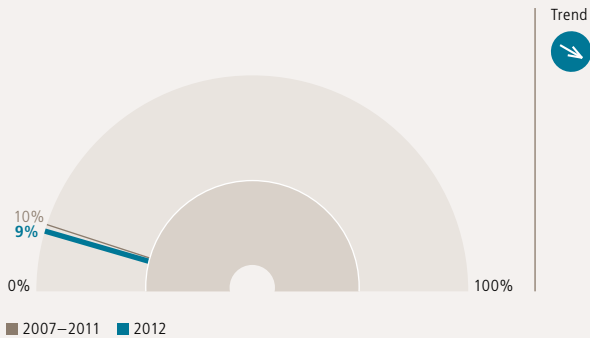


100% = alle Transaktionen mit Sicherheitsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich

Closing-Bedingungen

CMS-Trendindex

Sicherstellung der Finanzierung durch den Käufer als Closing-Bedingung

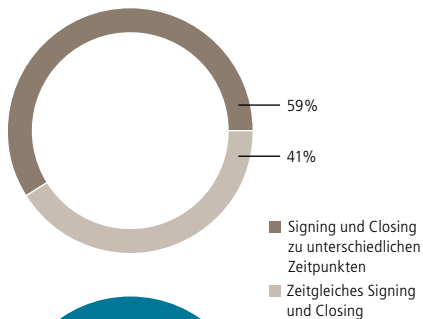


Leichte Abnahme von Abschlüssen mit Finanzierungssicherheit auf Käuferseite als Closing-Bedingung

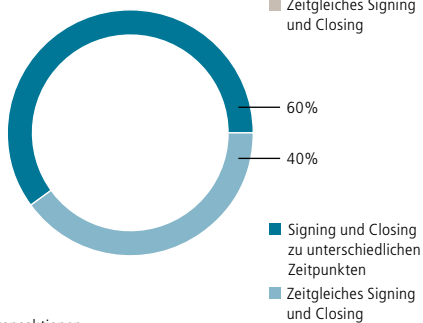
2012 erfolgten bei 60% aller untersuchten Transaktionen Signing und Closing zu unterschiedlichen Zeitpunkten (2011: 59%). In diesen Fällen vereinbarten die Parteien Closing-Bedingungen bei 87% der betreffenden Abschlüsse.

Stichtag (Signing und Closing) 2012

2011



2012

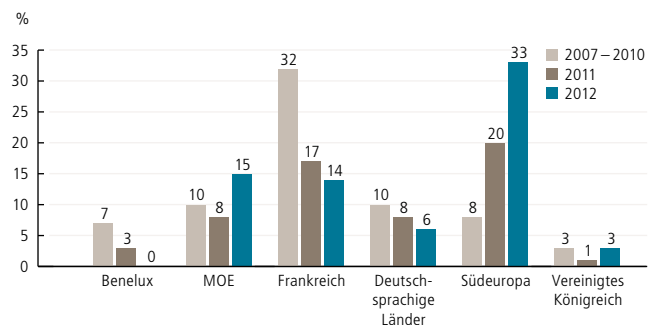


100% = alle untersuchten Transaktionen

Regionale Unterschiede verdeutlichen die Auswirkung der Schuldenkrise insbesondere in Südeuropa. Während in den meisten Ländern die Bedingung der Finanzierungssicherheit auf Käuferseite seltener oder weiterhin nur im geringen Umfang vereinbart wurde (deutschsprachige Länder: 6%, Vereinigtes Königreich: 3%), nahm diese Closing-Bedingung in Südeuropa von 8% im Zeitraum 2007–2010 beziehungsweise 20% im Jahr 2011 auf 33% im Jahr 2012 zu. Dieselbe Entwicklung lässt sich in der MOE-Region beobachten, wo die Bedingung der Finanzierungssicherheit auf Käuferseite ebenfalls häufiger vorkam (15% im Jahr 2012, gegenüber 8% im Jahr 2011).

Closing-Bedingungen 2007–2012

Sicherstellung der Finanzierung durch den Käufer

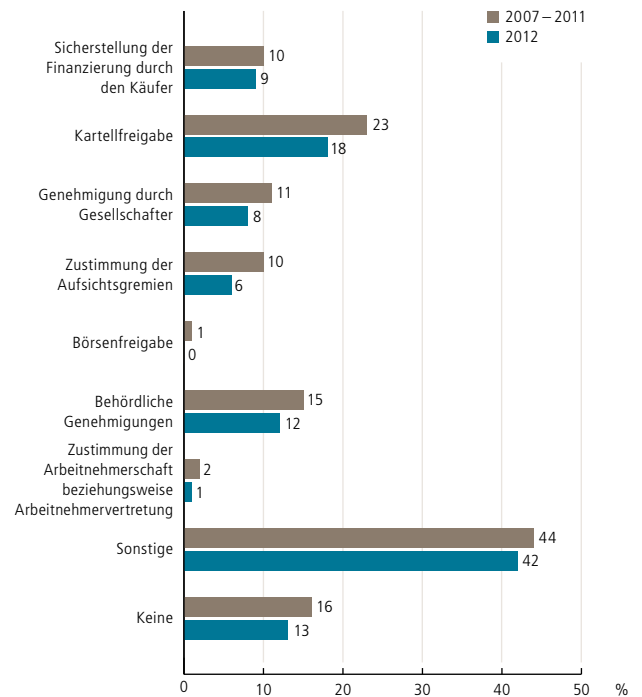


100% = alle untersuchten Transaktionen

Die häufigste Closing-Bedingung war die kartellrechtliche Freigabe, gefolgt von behördlichen Genehmigungen (12% gegenüber 16% im Jahr 2011). Erwähnenswert ist die Tatsache, dass es eine große Anzahl (42%) „sonstiger“ Bedingungen gab, die zwischen Signing und Closing erfüllt werden mussten. Dazu gehörten unter anderem: die Durchführung einer bestätigenden Due Diligence nach dem Signing; die Notwendigkeit einer Umstrukturierung des Zielunternehmens vor dem Closing (zum Beispiel die Ausklammerung (Carve-out) bestimmter Vermögenswerte des Zielunternehmens, die nicht mit verkauft werden) und die Zustimmung Dritter zur Transaktion (insbesondere der Verzicht auf Change-of-Control-Rechte).

Es fällt auf, dass die Zustimmung der Aufsichtsgremien und die Genehmigung der Gesellschafter als Closing-Bedingung seltener verlangt wurde (Zustimmung der Aufsichtsgremien: 6% im Jahr 2012, gegenüber 10% im Zeitraum 2007–2011; Genehmigung der Gesellschafter: 8% im Jahr 2012, gegenüber 11% im Zeitraum 2007–2011).

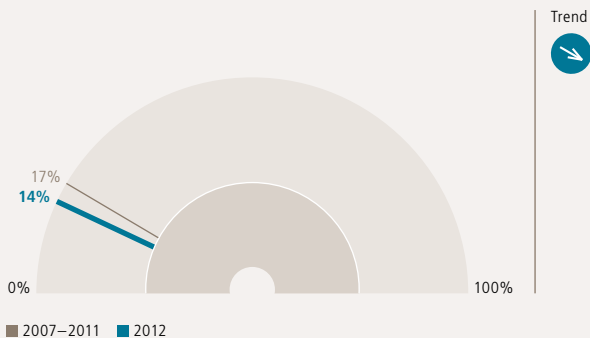
Closing-Bedingungen 2007–2012



100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

MAC-Klauseln

CMS-Trendindex MAC-Klauseln



Abnahme der 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. 2012 wurden MAC-Klauseln bei 14% der Abschlüsse vereinbart, was gegenüber dem Zeitraum 2007–2011 (17%) einer leichten Abnahme entsprach. Daran kann man erkennen, dass die Verkäufer immer weniger bereit sind, den Käufern die Chance zu geben, nach der Unterzeichnung vom Vertrag zurückzutreten.

Auch bei den zwischen Europa und den USA bestehenden grundsätzlichen Unterschieden hinsichtlich der Verwendung von MAC-Klauseln gab es keine Veränderung. Während 2012 nur 14% der europäischen Abschlüsse eine MAC-Klausel enthielten, lag dieser Anteil in den USA bei 93%. Beim Anteil von Abschlüssen mit MAC-Klauseln besteht somit ein deutlicher Unterschied zwischen Europa und den USA. Dieser resultiert zum Teil daraus, dass die Käufer Transaktionssicherheit bei kontrollierten Auktionen fordern. Zudem sind MAC-Klauseln in bestimmten Ländern generell deshalb weniger weit verbreitet, weil dort mehr Abschlüsse mit gleichzeitigem Signing und Closing vereinbart werden.

Zwischen den einzelnen Branchen gab es beträchtliche Unterschiede. Im Jahr 2012 waren MAC-Klauseln in bestimmten Branchen wie Hotel und Freizeit, Infrastruktur und Projektfinanzierung, Lifesciences sowie Immobilien und Bauwesen besonders selten. Im Vergleich dazu waren sie in den Branchen Industrie (22%) und Konsumgüter (27%) weiter verbreitet.

CMS-Branchenanalyse MAC-Klauseln

Branche	2007–2011	2012
Finanzen und Versicherungen	18%	16%
Hotel und Freizeit*	18%	4%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	23%	17%
Konsumgüter	20%	27%
Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT)	17%	13%
Infrastruktur und Projektfinanzierung*	17%	0%
Lifesciences	22%	8%
Immobilien und Bauwesen*	4%	6%
Industrie**	15%	22%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen**	16%	10%
CMS-Durchschnitt	17%	14%

100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

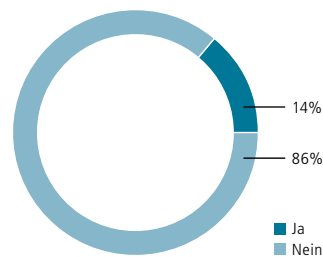
*Wurde für die Jahre 2007 und 2008 nicht ausgewertet.

**Wurde für das Jahr 2009 nicht ausgewertet.

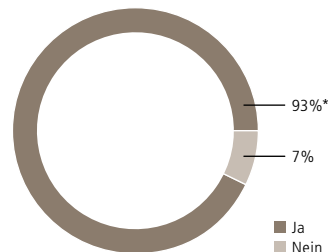
MAC-Klauseln sind am beliebtesten bei Abschlüssen in den Branchen Konsumgüter und Industrie

MAC-Klauseln

Europa 2012



USA



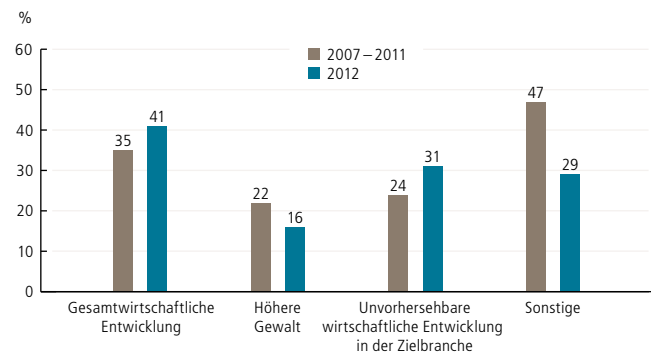
100% = alle untersuchten Transaktionen

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

Wenn eine MAC-Klausel zum Einsatz kam, vereinbarten die Parteien in vielen Fällen, dass bestimmte Ereignisse keine wesentliche Änderung im Sinne eines MAC darstellen sollten. Verglichen mit dem Zeitraum 2007–2011 waren die Käufer und Verkäufer im Jahr 2012 weniger geneigt, bestimmte Ausnahmen aufzunehmen. Stattdessen entschieden sie, sich auf die allgemeinen Wirtschaftsbedingungen oder -entwicklungen zu beziehen (zum Beispiel entweder auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung (41 %) und/oder auf eine unvorhersehbare Wirtschaftsentwicklung bezüglich des Zielunternehmens (31 %)).

MAC-Klauseln 2007–2012

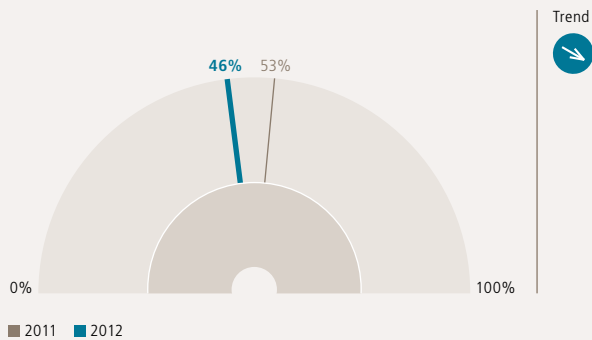
Ausnahmen von MAC-Bestimmungen



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

Wettbewerbsverbote

CMS-Trendindex Wettbewerbsverbote



Deutlicher Rückgang der Wettbewerbsverbote

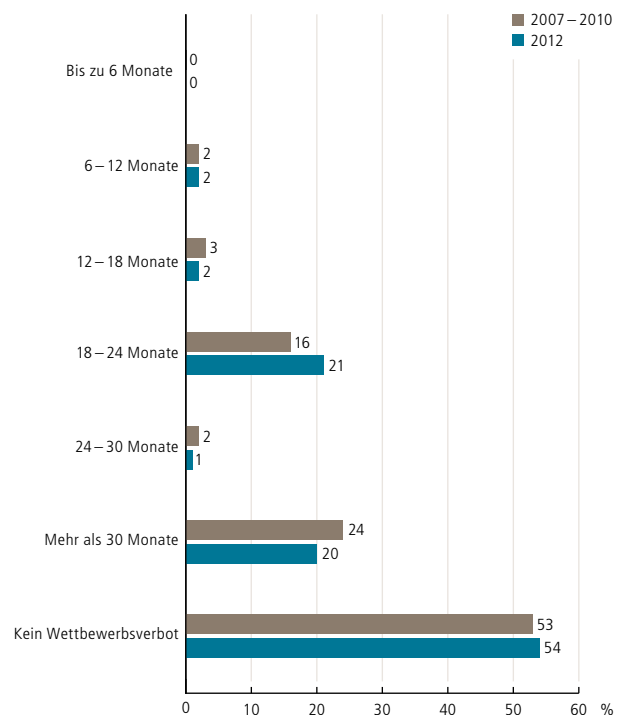
Während 2011 mehr als die Hälfte aller Abschlüsse (53%) Wettbewerbsklauseln vorsahen, gab es 2012 zum ersten Mal seit 2007 eine gegenläufige Entwicklung: Nur 46% aller Abschlüsse enthielten ein Wettbewerbsverbot. Dies lässt sich vielleicht dadurch erklären, dass es 2012 eine größere Anzahl von finanzorientierten oder Private-Equity-Verkäufern gab. Derartige Verkäufer vereinbaren im Allgemeinen keine Wettbewerbsverbote.

Wenn sich die Parteien auf ein Wettbewerbsverbot einigten, wurde am häufigsten eine Zeitdauer von 18 bis 24 Monaten (21%) vereinbart. Am zweithäufigsten waren Verbote mit einer Dauer von über 30 Monaten (20%).

2012 war die Wahrscheinlichkeit eines Wettbewerbsverbots in Südeuropa (29%) und Frankreich (35%) am geringsten und in den Benelux-Ländern (65%) am höchsten. Der prozentuale Anteil von 47% in den deutschsprachigen Ländern ist im gesamten Zeitraum 2007–2012 relativ konstant geblieben.

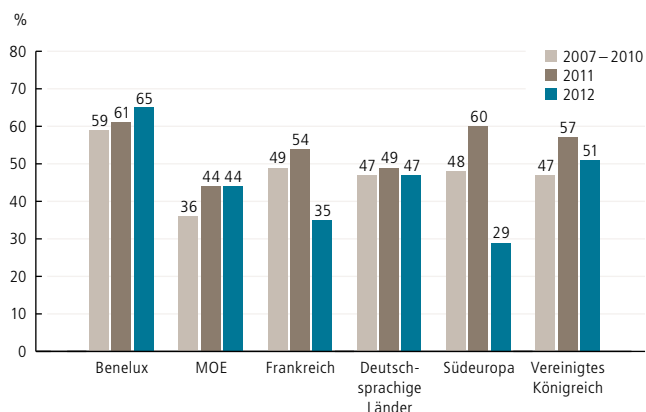
Wettbewerbsverbote 2007–2012

Dauer des Wettbewerbsverbots



100% = alle untersuchten Transaktionen

Wettbewerbsverbote 2007–2012



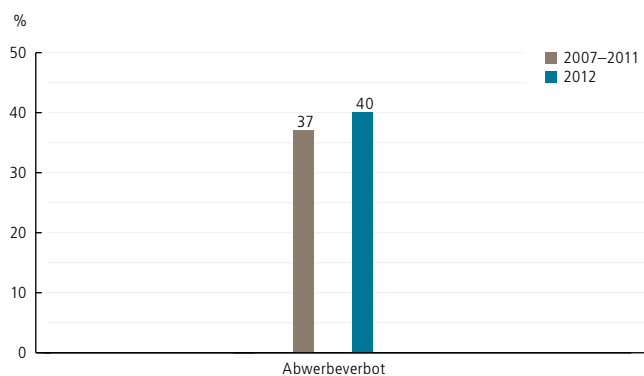
100% = alle untersuchten Transaktionen

Abwerbeverbot

Hinsichtlich der Verwendung von Abwerbeverboten besteht erwartungsgemäß eine Konvergenz zu den Wettbewerbsverboten. Während die Parteien bei 37 % aller Abschlüsse im Zeitraum 2007–2011 Abwerbeverbote vereinbarten, enthielten im Jahr 2012 40 % aller Abschlüsse diese Klausel.

Abwerbeverbote 2007–2012

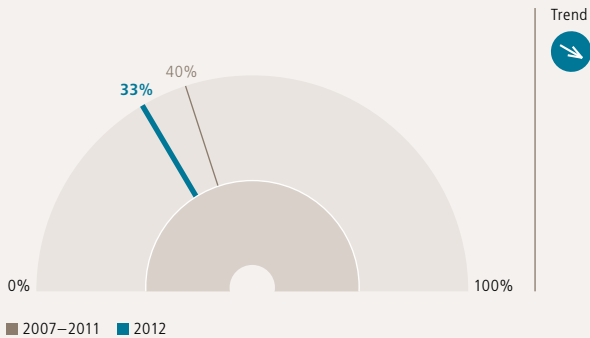
Abwerbeverbot



100% = alle untersuchten Transaktionen

Schiedsklauseln

CMS-Trendindex Schiedsklauseln



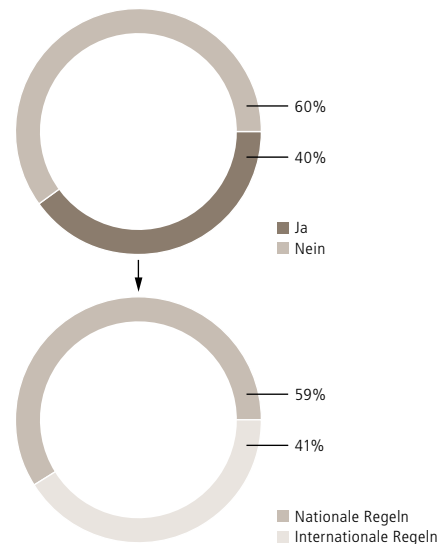
Schiedsverfahren weniger beliebt

Eine Schiedsklausel bedeutet, dass alle Rechtsstreitigkeiten aus einer Transaktion nicht durch ein öffentliches Gericht (Prozess), sondern durch ein privates Schiedsgericht entschieden werden.

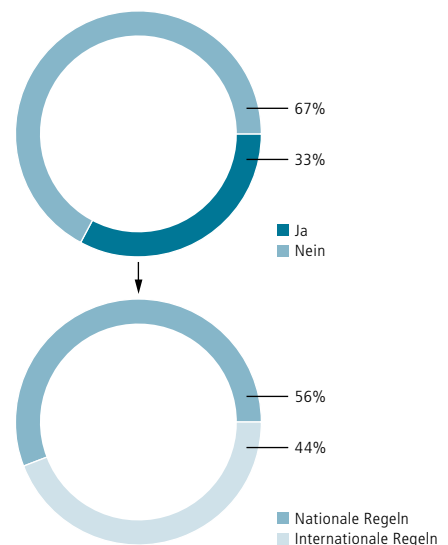
Zu den Gründen für den bevorzugten Einsatz eines Schiedsgerichts gegenüber einem öffentlichen Gericht gehört typischerweise, dass die Parteien eher eine privatgerichtliche Schiedsverfahrenslösung als einen öffentlichen Prozess wünschen oder dass sie die Zuständigkeit von Gerichten in bestimmten Ländern ausschließen wollen, in denen Dauer, Kosten und Ausgang eines Prozesses ungewiss sind. Allerdings werden auch beim Schiedsverfahren Nachteile gesehen, wie beispielsweise die relativ hohen Kosten der bekannten Schiedsgerichtsinstitutionen oder Bedenken, dass die theoretische Verfahrenseffizienz in der Praxis nicht erreicht wird. Diese Einschätzungen mögen vielleicht zum Rückgang der Verwendung von Schiedsklauseln (33% im Jahr 2012, gegenüber 40% im Zeitraum 2007–2011) geführt haben, wobei es eventuell zu früh ist, von einer nachhaltigen Entwicklung zu sprechen, da diese Entwicklung vorerst lediglich eine Umkehr des Trends zwischen 2010 und 2011 darstellt.

Schiedsklauseln 2007–2012

2007–2011



2012

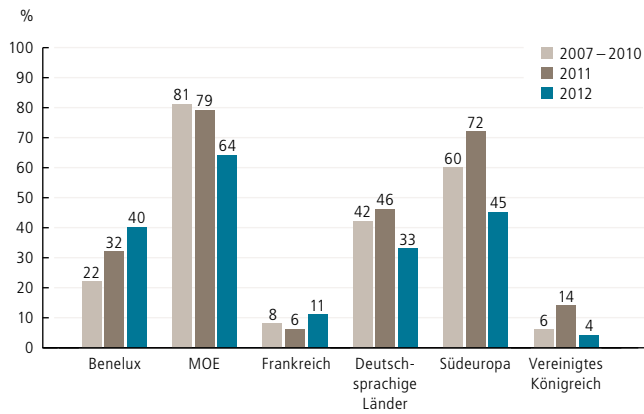


100% = alle untersuchten Transaktionen

Die stärkste Motivation für die Favorisierung von Schiedsverfahren gegenüber öffentlichen Gerichtsprozessen besteht wahrscheinlich darin, dass die Parteien einen Urteilspruch erhalten möchten, der in mehreren Ländern durchsetzbar ist beziehungsweise in Ländern durchsetzbar, in denen ausländische Urteile schwieriger zu vollstrecken sind.

Es gibt auffällige regionale Unterschiede: Schiedsklauseln sind in der MOE-Region (2012: 64%) und Südeuropa (2012: 45%) immer noch weit verbreitet, kommen aber im Vergleich zu 2011 wesentlich seltener vor. In Frankreich (11%) und im Vereinigten Königreich (4%) kommen sie generell selten vor.

Schiedsklauseln 2007 – 2012

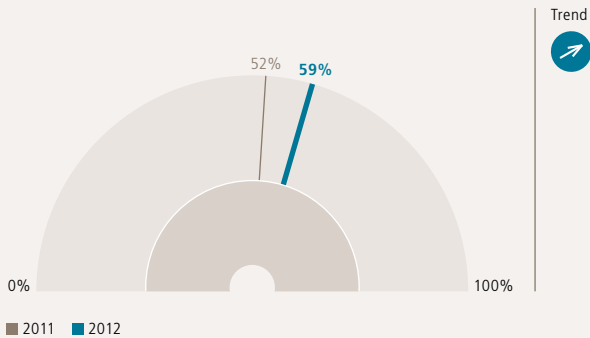


100% = alle untersuchten Transaktionen

Steuerliche Aspekte

CMS-Trendindex

Steuerfreistellungsvereinbarung



Käuferfreundliche Zunahme der Steuerfreistellungsklauseln

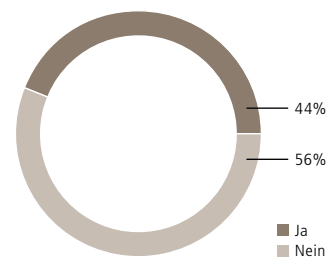
Der Grund für eine Steuerfreistellungsvereinbarung besteht darin, dass der Käufer gegenüber Steuerrisiken schadlos gehalten werden möchte, die vor dem Closing bestehen. Im Jahr 2012 enthielten 59% der Abschlüsse eine solche Steuerfreistellung (2011: 52%), was einer käuferfreundlichen Zunahme der Freistellungsklauseln entspricht.

Die Studie konzentrierte sich auf die unterschiedlichen Verjährungsfristen für Ansprüche in Verbindung mit einer Steuerfreistellung, also auf den Unterschied zwischen „absoluten“ und „relativen“ Fristen. Bei einer „absoluten“ Verjährungsfrist kann der Käufer nach einem festgelegten Datum keine Steueransprüche mehr gegenüber dem Verkäufer geltend machen. Eine „relative“ Verjährungsfrist bezieht sich konkret auf eine Entscheidung der zuständigen Steuerbehörde. In diesen Fällen beginnt die Verjährungsfrist (die dann normalerweise sehr kurz ist) erst, wenn die Steuerbehörde eine entsprechende Entscheidung getroffen hat. Beide Konzepte führen allerdings häufig zum selben Ergebnis, da die Mehrheit der „absoluten“ Verjährungsfristen länger als 5 Jahre ab dem Closing dauern und die meisten Steuerbescheide durch die zuständigen Finanzbehörden innerhalb dieses Zeitraums erlassen werden.

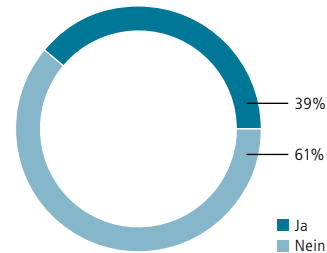
Die Verkäufer waren weniger erfolgreich bei der Durchsetzung eines Teilnahmerechts bei von der Steuerbehörde eingeleiteten Verfahren. Während 2011 die Verkäufer ein derartiges Recht bei 44% aller relevanten Transaktionen (das heißt, bei denen es eine Steuerfreistellungsklausel gab) hatten, wurde ihnen 2012 nur bei 39% der entsprechenden Abschlüsse ein Teilnahmerecht eingeräumt.

Steuerfreistellung 2011 – 2012

Teilnahmerecht bei einer zukünftigen steuerlichen Außenprüfung 2011



2012

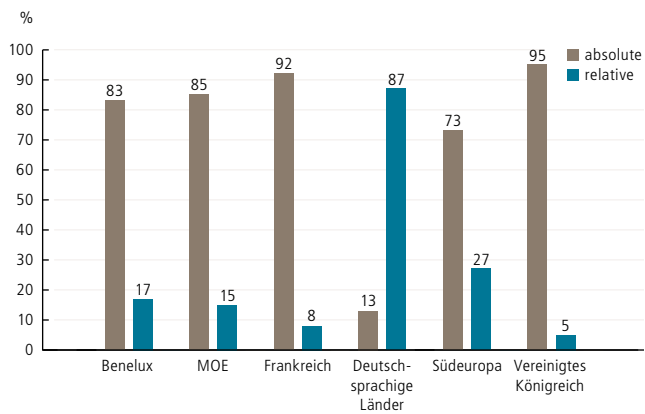


100% = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

Bei den Steuerfreistellungsklauseln gab es signifikante regionale Unterschiede. In den deutschsprachigen Ländern waren bei 87% aller Abschlüsse relative Verjährungsfristen festgelegt, wohingegen ein derartiges Konzept im Vereinigten Königreich praktisch unbekannt ist.

Steuerfreistellung 2012

Absolute und relative Verjährungsfrist



100% = alle Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

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 zum Beispiel 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, Schweiz
- Südeuropa: Italien, Portugal und Spanien

Frankreich und das Vereinigte Königreich werden jeweils als eigenständige Kategorie dargestellt.

Die in die Studie aufgenommenen Transaktionen umfassen folgende Branchen:

- Finanzen und Versicherungen
- Hotel und Freizeit
- Energiewirtschaft und sonstige Versorger
- Konsumgüter
- Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT)
- Infrastruktur und Projektfinanzierung
- Lifesciences
- Immobilien und Bauwesen
- Industrie
- Sonstige Unternehmensdienstleistungen

Vergleichsdaten aus den USA wurden der „2011 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study“ entnommen, die sich auf Transaktionen aus dem Jahr 2010 bezieht und vom Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee des Mergers & Acquisitions Committee erstellt wurde, der im Bereich Wirtschaftsrecht der amerikanischen Anwaltsvereinigung angesiedelt ist.



Nr. 1 in Deutschland

Thomson Reuters

Nr. 1 in der MOE-Region

Bloomberg; Thomson Reuters
(bis 500 Mio. USD)

Nr. 3 in Europa

Thomson Reuters

Nr. 4 in den Benelux-Ländern

Bloomberg

Nr. 5 in Italien

Thomson Reuters

Es handelt sich hierbei um eine Auswahl der einschlägigen Rankings
(nach Zahl der Abschlüsse) zum Ende des Jahres 2012.



Kontakt Daten

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

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

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

Italien

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

Pietro Cavasola

T +39 06 4781 51
F +39 06 4837 55
E pietro.cavasola@cms-aacs.com

MOE

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

Helen Rodwell

T +420 2 96798 818
F +420 2 21098 000
E helen.rodwell@cms-cmck.com

CMS Reich-Rohrwig Hainz d.o.o.

Cincar Jankova 3
11000 Belgrad
Serbien

Radivoje Petrikić

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

Niederlande

CMS Derks Star Busmann
Mondriaan Tower – Amstelveinplein 8A
1096 BC Amsterdam

Roman Tarlavski

T +31 20 3016 312
F +31 20 3016 335
E roman.tarlavski@cms-dsb.com

Österreich

CMS Reich-Rohrwig Hainz
Rechtsanwälte GmbH
Gauermanngasse 2
1010 Wien

Peter Huber

T +43 1 40443 1650
F +43 1 40443 91650
E peter.huber@cms-rrh.com

Portugal

CMS Rui Pena & Arnaut
Rua Sousa Martins, 10
1050–218 Lissabon

João Caldeira

T +351 210 958 100
F +351 210 958 155
E joao.caldeira@cms-rpa.com

Russland

CMS, Russia
Gogolevsky Blvd., 11
119019 Moskau

David Cranfield

T +7 495 786 4030
F +7 495 786 4001
E david.cranfield@cmslegal.ru

Schweiz

CMS von Erlach Henrich
Dreikönigstrasse 7
8022 Zürich

Max H. Albers-Schönberg

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

Spanien

CMS Albiñana & Suárez de Lezo
Calle Génova, 27
28004 Madrid

Carlos Peña Boada

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



Aberdeen

Edinburgh

Hamburg

Berlin

Warschau

Bristol

London

Amsterdam

Utrecht

Antwerpen

Düsseldorf

Leipzig

Dresden

Brüssel

Köln

Prag

Luxemburg

Frankfurt/Main

Paris

Straßburg

Stuttgart

Wien

Bratislava

Budapest

Zürich

München

Lyon

Ljubljana

Zagreb

Mailand

Belgrad

Bukarest

Sarajevo

Sofia

Barcelona

Rom

Tirana

Madrid

Lissabon

Sevilla

Algier

Casablanca



○ Moskau

○ Kiew

○ Standorte CMS

◀ Rio de Janeiro

Dubai ▶

Beijing ▶

Shanghai ▶

