

Your World First

C/M/S/

Law . Tax

# CMS European M&A Study 2017

Neunte Auflage

- 
- 3 M&A 2017
  - 4 CMS European M&A Study 2017
  - 5 Zusammenfassung
    - Ergebnisse 2016 im Überblick
    - CMS-Vergleich der Risikoverteilung Europa/USA
    - CMS-Transaktionswertanalyse
    - Wichtigste Erkenntnisse
    - CMS-Analyse der regionalen Unterschiede innerhalb Europas
    - Fazit

- 
- 13 Kaufpreisanpassung/Locked-Box-Regelung
  - 17 Earn-out
  - 21 *De minimis*
  - 23 Basket
  - 26 Haftungshöchstgrenzen
  - 29 W&I-Versicherung
  - 32 Verjährungsfristen für Garantieansprüche
  - 35 Absicherung der Garantieansprüche
  - 37 MAC-Klauseln
  - 40 Schiedsklauseln
  - 44 Steuerliche Aspekte
  - 47 Wo Sie CMS finden
  - 48 Aktuelle Headline-Deals bei CMS Corporate/M&A
  - 49 Weitere Publikationen
  - 50 Methodik und Ansprechpartner

#### **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 über 3.200 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. Das CMS-Netzwerk 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.

# M&A 2017

Seit dem Ende des Kalten Krieges war die geopolitische Lage noch nie so angespannt wie im Jahr 2016. Kaum jemand hatte mit dem Ausgang des Brexit-Referendums zugunsten des Ausstiegs oder dem Wahlsieg von Donald Trump gerechnet. Normalerweise hätte jedes dieser Ereignisse für sich wohl ausgereicht, den M&A-Markt zu lähmen oder zu verunsichern. Dabei hat sich der Markt erstaunlich stabil gezeigt.

Während der Wert der globalen M&A-Transaktionen 2016 um 18 % zurückging, blieb die Anzahl der Abschlüsse relativ konstant. Insgesamt war die Entwicklung der Transaktionen wert- und volumenmäßig mit der recht guten Entwicklung im Jahr 2014 vergleichbar. Sie blieb aber hinter der extrem dynamischen Entwicklung des Jahres 2015 zurück. Bemerkenswert ist, dass es in Europa mehr Transaktionen als in jeder anderen Region einschließlich Nordamerika gab.

Trotz der vorherrschenden Unsicherheit war im Vereinigten Königreich nach dem Brexit ein Boom zu verzeichnen, wobei ausländische Investoren die deutliche Schwäche des britischen Pfunds ausnutzten. Diese Entwicklung trieb die europäischen M&A-Zahlen bezogen auf das Gesamtjahr im vierten Quartal auf Rekordniveau. Die europäischen Inbound-Deals überstiegen die des Vorjahres wertmäßig um 36 %.

Die politischen Unwägbarkeiten werden 2017 aufgrund der Wahlen in Frankreich, in den Niederlanden und in Deutschland sowie in Anbetracht des bevorstehenden Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union zunehmen. Nordamerikanische Käufer werden voraussichtlich eher geneigt sein, im eigenen Land zu investieren, wo sie neuerdings einen besseren Schutz genießen und weniger Steuern zahlen. Asiatische Investoren sind jedoch nach wie vor stark an europäischen Zielunternehmen interessiert und die Private-Equity-Branche hat grundsätzlich ein existenzielles Interesse an einem kontinuierlichen Dealflow. Weiterhin ist in diversen Branchen ein weltweiter Konsolidierungsprozess wahrscheinlich.

**Daher wird der europäische M&A-Markt weiterhin Investitionsmöglichkeiten bieten.**

Unsere aktuelle CMS European M&A Study 2017 geht auf über 3.200 Transaktionen ein. Wir konzentrieren uns dabei auf die 443 CMS-Deals im Jahr 2016 und ziehen die 2.045 CMS-Deals des Zeitraums 2010–2015 zum Vergleich heran. Wir hoffen, dass sich die Studie bei Ihrer täglichen Arbeit im Bereich M&A als hilfreich erweist.



Stefan Brunnschweiler  
Head of the CMS Corporate/M&A Group

# CMS European M&A Study 2017

Die CMS European M&A Study 2017 („die Studie“) gewährt Einblicke in rechtliche Regelungen von Fusions- und Übernahmeverträgen (M&A-Verträgen). Dabei werden innereuropäische Vergleiche sowie Vergleiche mit den USA gezogen und relevante Marktentwicklungen aufgezeigt. CMS hat private M&A-Verträge analysiert, die sich auf nicht börsennotierte öffentliche und private Unternehmen in Europa im zehnjährigen Zeitraum 2007 bis 2016 beziehen. Von den 3.213 Transaktionen, die im Rahmen der Studie ausgewertet wurden, stammen 443 aus dem Jahr 2016 und 2.045 aus dem Zeitraum 2010–2015.

In diesem Jahr haben wir schwerpunktmäßig untersucht, wie sich die Risikoverteilung 2016 bei M&A-Transaktionen entwickelte. Es war ein durchaus ereignisreiches Jahr! Im Vergleich zum Vorjahr war 2016 eine Verlagerung der Risikoverteilung zugunsten der Käufer festzustellen. Dabei haben wir die verschiedenen Faktoren, die sich auf Transaktionen unterschiedlicher Größenordnung auswirken, ebenso berücksichtigt wie die unterschiedlichen Marktnormen, die in Europa im Vergleich zu den USA und auch innerhalb Europas gelten. Die besonderen Merkmale dieser Studie:

- CMS-Trendindex: Dieser Index verdeutlicht die aktuelle Sachlage oder Entwicklung zu dem jeweiligen Einzelthema und vergleicht den Stand 2016 mit dem Vorjahr oder dem Sechs-Jahres-Zeitraum 2010–2015.
- CMS-Transaktionswertanalyse: Die vorliegenden Transaktionsdaten wurden nach drei Deal-Wert-Kategorien analysiert – Transaktionen bis EUR 25 Mio., Transaktionen von EUR 25 bis EUR 100 Mio. und Transaktionen mit einem Wert von mehr als EUR 100 Mio.
- CMS-Vergleich der Risikoverteilung Europa/USA: Headline-Analyse der unterschiedlichen Risikoverteilung in Bezug auf Standardrisiken im europäischen und im US-Markt.
- CMS-Analyse der regionalen Unterschiede innerhalb Europas: Darstellung bestimmter Besonderheiten, die in einzelnen oder mehreren der sechs von uns abgedeckten europäischen Regionen vorkommen.



# Zusammenfassung

Die Risikoverteilung hat sich 2016 gegenüber dem Vorjahr deutlich verschoben. Die diversen politischen Veränderungen und die mittelfristig bestehende wirtschaftliche Unsicherheit haben sich auf das Verhalten von Verkäufern und Käufern ausgewirkt. Die Käufer werden vorsichtiger, die Verkäufer stehen unter Verkaufsdruck. Die Ergebnisse der Studie 2016 lassen ganz klar darauf schließen, dass die Risikobereitschaft der Käufer abnimmt, sodass ein größeres Restrisiko auf die Verkäufer übergeht. Der seit 2010 zu verzeichnende Trend zugunsten der Verkäufer hat sich damit umgekehrt. Die Highlights im Einzelnen:

- Locked-Box-Regelungen wurden 2016 aufgrund der Art der erfolgten Transaktionen und aufgrund der steigenden Zahl der Käufer aus den USA und Asien (die mit Locked-Box-Regelungen weniger vertraut sind) seltener angewandt.
- Bei der Verwendung von Earn-outs war ein Rekordjahr zu verzeichnen – es gab längere Earn-out-Fristen und mehr umsatzbasierte Earn-outs als zuvor.
- Baskets und *De minimis*-Klauseln werden zunehmend zum Standard.
- Eine W&I-Versicherung ist weiterhin üblich (vor allem bei Transaktionswerten von mehr als EUR 100 Mio.).
- Die Haftungshöchstgrenzen haben sich stabilisiert, der anhaltende Negativtrend bei Höchstgrenzen scheint nachgelassen zu haben.
- Erstmals seit vielen Jahren sind wieder längere Verjährungsfristen für Garantieansprüche zu verzeichnen.
- Die Absicherung der Garantieansprüche kommt seltener vor, wobei aber häufiger Treuhandkonten als Lösung gewählt wurden.
- MAC-Klauseln bleiben in Europa selten.
- Schiedsklauseln sind weniger beliebt (mit Ausnahme von größeren Transaktionen), doch das ist unserer Ansicht nach ein vorübergehendes Phänomen.

Es bestehen nach wie vor regionale Unterschiede. So findet man in Frankreich weiterhin niedrige Haftungshöchstgrenzen, dafür aber lange Verjährungsfristen für Garantieansprüche. In Mittel- und Osteuropa werden Schiedsverfahren häufiger als in jeder anderen Region als Mittel zur Streitbeilegung gewählt. Im Vereinigten Königreich wiederum hält man an *De minimis*- und Basket-Regelungen fest, obwohl die Haftungshöchstgrenzen der Verkäufer hier interessanterweise höher als in anderen Ländern sind. Die Transaktionen in den deutschsprachigen Ländern bewegen sich offenbar im europäischen Mittelfeld, was die meisten Aspekte der Risikoverteilung angeht. In allen oder zumindest den meisten europäischen Regionen sind eher ähnliche statt divergierender Entwicklungen zu beobachten.

Nur bei größeren Transaktionen oder Transaktionen unter US-Beteiligung ist eine andere Dynamik zu beobachten. Beide Aspekte werden im Folgenden näher untersucht.



## Ergebnisse 2016 im Überblick

### CMS-Trendindex

	2010–2015	2015	2016
TRANSAKTIONEN MIT KAUFPREISANPASSUNG	44%	49%	47%
TRANSAKTIONEN MIT LOCKED BOX (ABER OHNE KAUFPREISANPASSUNG)	44%	56%	43%
TRANSAKTIONEN OHNE KAUFPREISANPASSUNG	31%	23%	30%
EARN-OUT	16%	17%	22%
— KURZFRISTIGE EARN-OUTS (12 MONATE ODER WENIGER)	27%	35%	30%
— LANGFRISTIGE EARN-OUTS (36 MONATE ODER MEHR)	22%	13%	23%
— EBIT/EBITDA-BASIERTE EARN-OUTS	42%	50%	42%
— UMSATZBASIERTE EARN-OUTS	27%	27%	32%
DE MINIMIS	66%	72%	76%
BASKETS	64%	72%	72%
— NIEDRIGE BASKETS (WENIGER ALS 1 % DES KAUFPREISES)	53%*	59%	55%
— HÖHERE BASKETS (MEHR ALS 1,5 % DES KAUFPREISES)	30%*	23%	28%
— SCHADENSBERECHNUNG AUF FIRST-DOLLAR-BASIS	75%	80%	82%
HAFTUNGSHÖCHSTGRENZEN (CAPS)			
— KEINE CAPS	17%	11%	9%
— WENIGER ALS 50 % DES KAUFPREISES	52%	58%	58%
— WENIGER ALS 10 % DES KAUFPREISES	10%	13%	14%
VERJÄHRUNGSFRISTEN			
— 12–18 MONATE	32%	38%	36%
— 12–24 MONATE	62%	69%	66%
— MEHR ALS 24 MONATE	23%	15%	20%
ABSICHERUNG DER GARANTIEANSPRÜCHE	34%	34%	29%
— KAUFPREISEINBEHALT	31%	20%	22%
— TREUHANDKONTO	58%	63%	60%
MAC-KLAUSEL	15%	16%	15%
SCHIEDSKLAUSELN	36%	36%	25%
— NATIONALE SCHIEDSORDNUNGEN	60%	69%	63%

\* Daten liegen nur für die Jahre 2011 bis 2015 vor.

Nachstehend die wichtigsten Erkenntnisse der CMS European M&A Study 2017:

**Kaufpreisanpassungen** – Der Anteil der Deals mit Kaufpreisanpassung lag 2016 bei 47 % und damit unter dem Vorjahreswert von 49 %, aber immer noch über dem Durchschnitt der letzten sechs Jahre von 44 %.

**Locked Box** – Dieser Mechanismus kam bei 23 % aller Transaktionen und vor allem bei größeren Transaktionen zur Anwendung, wenn keine Kaufpreisanpassung vereinbart wurde. 2016 wurden insgesamt weniger Locked-Box-Regelungen vereinbart, was aber eher auf die Art der Transaktionen und die Art der Käufer als auf einen Verlust des Vertrauens in diesen Mechanismus zurückzuführen ist. Aufgrund der geringeren Zahl an Private-Equity-Verkäufen, der gestiegenen Zahl an Käufern aus den USA und Asien und der gestiegenen Zahl der Veräußerungen infolge von Carve-outs war der Mechanismus entweder nicht relevant oder nicht erwünscht.

**Earn-outs** – In Anbetracht der ungewissen Zukunftsaussichten einerseits und der hohen Unternehmensbewertungen andererseits waren Earn-out-Regelungen 2016 sehr beliebt. Der Anteil der Transaktionen mit einer Earn-out-Komponente erreichte einen neuen Höchstwert von 22 %. In Deutschland lag der Anteil wie schon im Vorjahr bei 25 %. In Südeuropa (34 %), in Benelux (26 %) und im Vereinigten Königreich (20 %) ist der Anteil der Earn-out-Transaktionen dagegen deutlich gestiegen.

**Earn-out-Fristen** – 2016 wurden längere Fristen als zuvor verzeichnet. Gegenüber 2015 waren eine deutliche Zunahme der längeren Earn-out-Fristen von mehr als drei Jahren (von 13 % auf 23 %) und ein merklicher Rückgang der kürzeren Earn-out-Fristen von zwölf Monaten oder weniger (von 35 % auf 30 %) festzustellen.

**Earn-out-Basis** – Der Anteil der umsatzbasierten Earn-outs stieg auf 32 %. Damit lag er deutlich über dem Durchschnitt der letzten sechs Jahre von 27 %. Earn-outs, die auf dem EBIT/EBITDA beruhen, kommen nach wie vor am häufigsten vor, ihr Anteil ging jedoch 2016 gegenüber dem Vorjahr von 50 % auf 42 % zurück.



**De minimis** – Mit einem Anteil von 76 % im Jahr 2016 gehören derartige Regelungen inzwischen zu den Standardklauseln. Im Durchschnitt der sechs Vorjahre hatte der Anteil bei 66 % gelegen. Es ist jedoch festzustellen, dass die Schwelle allmählich sinkt: Bei 33 % der Abschlüsse wird der Schwellenwert auf weniger als 0,1 % des Kaufpreises festgelegt. Im Durchschnitt der sechs Vorjahre war dies nur bei 27 % der Deals der Fall.

**Baskets** – Diese kommen häufiger vor und die Schwelle wird höher. Baskets kamen 2016 bei 72 % der Transaktionen zur Anwendung. Im Zeitraum 2010 bis 2015 waren es durchschnittlich 64 %. Doch erstmals seit mehreren Jahren ist der Anteil der Transaktionen, bei denen die Basket-Schwelle weniger als 1 % des Kaufpreises beträgt, 2016 gesunken, von 59 % im Vorjahr auf 55 %. Außer in Frankreich wird die First-Dollar-Regelung zunehmend die Norm. In den USA erfolgte die Schadensberechnung weiterhin bevorzugt auf Excess-only-Basis.

**Haftungshöchstgrenzen** – Die rückläufige Entwicklung ist vorerst unterbrochen. So blieb der Anteil der Deals mit einer Haftungshöchstgrenze von unter 50 % des Kaufpreises 2016 gegenüber dem Vorjahr mit 58 % konstant. Darüber hinaus stieg gegenüber dem Vorjahr der Anteil der Transaktionen, die eine Haftungshöchstgrenze von mehr als 50 % des Kaufpreises vorsahen, in den drei Regionen mit den meisten ausgewerteten Transaktionen: in den deutschsprachigen Ländern von 33 % auf 38 %, im Vereinigten Königreich von 53 % auf 55 % und in Frankreich von 20 % auf 30 %. Der Anteil der Fälle, in denen eine Haftungshöchstgrenze von unter 10 % des Kaufpreises festgelegt wurde, ist allerdings gegenüber dem Sechs-Jahres-Durchschnitt von 10 % auf 14 % gestiegen. Der in den USA verzeichnete Anteil von niedrigen Haftungshöchstgrenzen ist aber längst noch nicht erreicht.

**W&I-Versicherung** – Kommt bei M&A-Transaktionen häufig zur Anwendung, insbesondere wenn Private-Equity-Verkäufer beteiligt sind oder wenn der

Kaufpreis EUR 100 Mio. übersteigt. Bei 76 % aller Deals mit W&I-Versicherung liegt die Haftungshöchstgrenze unter 10 % des Kaufpreises, was bei lediglich 9 % der Deals ohne W&I-Versicherung der Fall ist.

**Verjährungsfristen** – Unabhängig vom Transaktionsvolumen stieg der Anteil der Deals mit langen Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten 2016 gegenüber dem Vorjahr von 15 % auf 20 %. Bei kleinerem Transaktionsvolumen ist die Wahrscheinlichkeit einer langen Verjährungsfrist größer als bei großen Transaktionsvolumina.

**Absicherung der Garantiesprüche** – Der Anteil der Käufer, die eine Absicherung der Garantiesprüche durchsetzen konnten, ging 2016 im Vergleich zum Vorjahr von 34 % auf 29 % zurück. Die Einbehaltung eines Teils des Kaufpreises war nur schwer durchzusetzen. Eine solche Regelung wurde 2016 bei 22 % der Transaktionen vereinbart, gegenüber 20 % im Vorjahr. Treuhandkonten werden nach wie vor bevorzugt als Sicherungsmittel eingesetzt, und zwar in 60 % der relevanten Fälle. 2015 lag der Anteil allerdings noch bei 63 %.

**MAC-Klauseln** – Der Anteil der Abschlüsse mit MAC-Klausel ist mit 15 % nach wie vor gering (entsprechend dem Durchschnitt der letzten sechs Jahre). Damit kommen MAC-Klauseln in Europa im Vergleich zu den USA, wo die meisten Abschlüsse (91 %) eine MAC-Klausel enthalten, relativ selten vor.

**Schiedsverfahren** – Der Anteil der M&A-Transaktionen, bei denen eine Schiedsklausel vereinbart wurde, ging 2016 auf 25 % zurück. Im Jahr 2015 und im Durchschnitt der letzten sechs Jahre lag er noch bei 36 %. Soweit das Schiedsverfahren als Mittel der Streitbeilegung gewählt wurde, hat man in 63 % der Fälle die Anwendung nationaler Schiedsordnungen bevorzugt, mit Ausnahme von größeren Transaktionen mit einem Volumen von mehr als EUR 100 Mio., bei denen mit einem Anteil von 67 % eine deutliche Präferenz für die Anwendung internationaler Schiedsordnungen besteht.



## CMS-Vergleich der Risikoverteilung Europa / USA

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

- Kaufpreisanpassungen kommen immer noch bei den meisten Abschlüssen in den USA (86 %) vor, während sie 2016 bei nur 47 % der Abschlüsse in Europa vereinbart wurden.
- Anpassungen des Betriebskapitals bleiben in den USA das mit Abstand am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Sie kamen in Europa 2016 in nur 40 % aller Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten, im Gegensatz zu 83 % in den USA.
- Earn-out-Regelungen sind bei Abschlüssen in den USA beliebter, wobei sich Europa und die USA etwas angenähert haben. Im Zeitraum 2010 bis 2015 enthielten im Durchschnitt 26 % der US-Transaktionen und nur 16 % der europäischen Transaktionen eine Earn-out-Komponente, wobei 2016 in Europa allerdings ein deutlicher Anstieg auf 22 % zu verzeichnen war. Im Jahr 2010 war der Unterschied noch extremer: Damals hatten 38 % der US-Transaktionen und nur 15 % der europäischen Transaktionen eine Earn-out-Komponente.
- *De minimis*-Regelungen entsprechen in Europa mehr oder weniger dem Standard (76 %), sind aber in den USA immer noch eher die Ausnahme als die Regel (37 %). Im Jahr 2010 lag der Anteil in den USA allerdings noch bei lediglich 16 %.
- Basket-Schwellen sind in den USA allgemein niedriger als in Europa. So haben 90 % der US-Abschlüsse eine Schwelle von 1 % oder weniger des Kaufpreises, während dies in Europa nur auf 55 % zutrifft.
- Baskets sind in den USA nicht nur wesentlich häufiger, auch die Grundlage für die Schadensberechnung unterscheidet sich. In den USA wurde bei 65 % der relevanten Abschlüsse Schadensersatz auf einer Excess-only-Basis (im Gegensatz zur First-Dollar-Basis) vereinbart, während dieser Anteil im Jahr 2016 in Europa bei nur 18 % lag.
- Bei US-Abschlüssen sind niedrigere Haftungshöchstgrenzen beliebter. So liegt die Haftungshöchstgrenze in 92 % der US-Abschlüsse bei 25 % des Kaufpreises oder weniger. Im Vergleich dazu betrug der entsprechende Anteil bei den europäischen Abschlüssen nur 42 %.
- MAC-Klauseln sind in den USA wesentlich beliebter als in Europa. Sie wurden bei 91 % der Deals in den USA vereinbart, gegenüber nur 15 % der Abschlüsse in Europa.

Die Unterschiede sind in der folgenden Übersicht zusammengefasst:

### Unterschiede Europa / USA

	EUROPA	USA
KAUFPREISANPASSUNG	47%	86%
ANPASSUNG DES WORKING CAPITAL	40%	83%
EARN-OUT-ABSCHLÜSSE	22%	26%
DE MINIMIS	76%	37%
BASKET-SCHWELLEN (1 % ODER DARUNTER)	55%	90%
EXCESS-ONLY-REGELUNG	18%	65%
HAFTUNGSHÖCHSTGRENZEN UNTER 25 %	42%	92%
MAC-KLAUSELN	15%	91%

Zu den Themen, die uns seit der ersten Studie begleiten, gehören die unterschiedlichen Gepflogenheiten und Praktiken in Europa und den USA. So auch im Jahr 2016. Zwar gab es in den zehn Jahren seit der ersten Auflage der Studie bedeutende regionale Veränderungen innerhalb Europas, beim Vergleich zwischen Europa und den USA ist das Bild aber recht





konstant geblieben. Das gilt weiterhin, obwohl Europa und die USA einen stärkeren Einfluss auf den jeweils anderen Markt ausgeübt haben (hierbei sei insbesondere der Einfluss der USA auf Europa erwähnt).

Warum unterscheiden sich also die Praktiken in Europa und den USA? Diese Frage lässt sich nur mit dem Hinweis auf tief verwurzelte, historisch begründete kulturelle Unterschiede beantworten. In den letzten Jahren gab es sogar noch mehr Unterschiede. So entstanden vor ca. zehn Jahren Preisfestlegungen auf Locked-Box-Basis zunächst im europäischen Markt. Die W&I-Versicherung setzte sich in ähnlicher Weise zuerst in Europa durch, wird aber allmählich auch in den USA immer beliebter. Beide Entwicklungen haben ihren Ursprung in der Private-Equity-Branche, wo großer Druck besteht, Verkaufserlöse an die Investoren ohne Unsicherheitsfaktor auszahlen zu können. Es besteht kein Zweifel, dass der starke Einfluss der Private-Equity-Branche in Europa (vor allem in Großbritannien) einen verhältnismäßig stärkeren Einfluss auf europäische M&A-Deals als auf amerikanische M&A-Deals hatte.

Die in den USA übliche eingeschränkte finanzielle Inanspruchnahme des Verkäufers ähnelt in Anbetracht der größeren Akzeptanz der Schadensberechnung auf Excess-only-Basis einem Versicherungsprodukt, d. h., ein Käufer muss den Schaden zumindest teilweise mittragen. Es besteht auch eine direkte Korrelation zwischen der Schadensberechnung auf Excess-only-Basis und den niedrigeren Basket-Schwellen in den USA. Die Tatsache, dass ein Käufer seinen Verlust nicht zu 100 % erstattet bekommt, bedeutet, dass ihm ein Teil des Verlusts zu einer geringeren Schwelle eher ersetzt werden dürfte, als es der Fall wäre, wenn er die Chance gehabt hätte, seinen gesamten Verlust ersetzt zu bekommen, wie es bei der bevorzugten europäischen Schadensregelung der Fall ist.

Die große Beliebtheit von MAC-Klauseln in den USA hat in Europa keine Entsprechung. Unseres Erachtens lässt sich dies nur durch die Tatsache erklären, dass Transaktionen mit gleichzeitigem Signing und Closing historisch gesehen in Europa üblicher waren als in den USA und MAC-Klauseln daher weniger oft verhandelt werden mussten. Die niedrigen Schwellen, bei denen in den USA eine obligatorische Kartellgenehmigung oder Wartefristen greifen, sind möglicherweise der Grund dafür, dass Unterzeichnung und Abschluss von Transaktionen in den USA im Regelfall getrennt stattfinden. Somit besteht bei den meisten M&A-Transaktionen ein durch den zeitlichen Abstand bedingtes Risiko.

Gleichermaßen könnte die Einstellung zu Rechtsstreitigkeiten in den USA zu anderen Trends wie z. B. sehr geringen Haftungshöchstgrenzen und standardmäßiger Anpassung des Betriebskapitals geführt haben, wodurch die Gefahr von Streitigkeiten nach dem Abschluss für den Verkäufer reduziert wird.

Die vorhandenen Unterschiede lassen sich letztendlich nicht mit absoluter Sicherheit begründen. Fest steht aber, dass die Unterschiede weiterhin bestehen und dass man bei der Verhandlung einer M&A-Transaktion die typischen Erwartungen und Einstellungen eines europäischen bzw. US-amerikanischen Beteiligten unbedingt berücksichtigen muss.

Im Zuge der Umsetzung der ersten politischen Maßnahmen der neuen US-Regierung rechnen die meisten Kommentatoren kurz- bis mittelfristig mit einem Boom am US-amerikanischen M&A-Markt. Vor dem Hintergrund der angekündigten „America first“-Politik ist es unwahrscheinlich, dass es zu einer Annäherung der europäischen und US-amerikanischen Gepflogenheiten und Geschäftspraktiken kommt. Eher das Gegenteil wird der Fall sein.

## CMS-Transaktionswertanalyse

Die Art der Risikoverteilung unterscheidet sich je nach Transaktionswert. Daher haben wir in der Studie drei Kategorien unterschieden:

- Transaktionswert bis zu EUR 25 Mio.
- Transaktionswert von EUR 25 Mio. bis EUR 100 Mio.
- Transaktionswert von mehr als EUR 100 Mio.

Je nach Volumen des Deals gelten bestimmte Standards, sodass eine differenzierte Betrachtung oder Vorgehensweise erforderlich ist. Ein Vergleich der größeren Transaktionen im Wert von mindestens EUR 100 Mio. mit Transaktionen im Wert von unter EUR 100 Mio. ergab Folgendes:

- Kaufpreisanpassungen kommen häufiger vor.
- Locked-Box-Regelungen kommen häufiger vor, wenn keine Kaufpreisanpassung vereinbart wurde.

- Earn-outs kommen seltener vor, haben aber deutlich längere Fristen, wobei in zwei Dritteln der Fälle Fristen von mehr als drei Jahren vereinbart werden.
- Der Gewinn wird nicht als Kriterium für die Berechnung von Earn-outs herangezogen, der Umsatz wird inzwischen fast genauso häufig wie das EBIT/ EBITDA und „Sonstige“ als Berechnungsgrundlage genommen.
- Die Haftungshöchstgrenzen fallen im Verhältnis geringer aus.
- Eine W&I-Versicherung wird häufiger abgeschlossen.
- Es bestehen kürzere Verjährungsfristen für Garantieansprüche.
- Der Käufer besteht eher auf einer Absicherung der Garantieansprüche, normalerweise über ein Treuhandkonto.
- MAC-Klauseln werden häufiger verwendet.
- Schiedsverfahren werden häufiger als Mittel der Streitbeilegung gewählt.

Die Unterschiede sind in der folgenden Übersicht zusammengefasst:

### Analyse nach Transaktionswert

	EUR 25 MIO.	EUR 25 – 100 MIO.	> EUR 100 MIO.
KAUFPREISANPASSUNG	45%	46%	67%
LOCKED BOX (OHNE KAUFPREISANPASSUNG)	40%	51%	58%
EARN-OUT	25%	15%	8%
KURZFRISTIGE EARN-OUTS (12 MONATE ODER WENIGER)	34%	16%	0%
LANGFRISTIGE EARN-OUTS (MEHR ALS 36 MONATE)	21%	25%	67%
EBIT/EBITDA-BASIERTE EARN-OUTS	42%	40%	33%
UMSATZBASIERTE EARN-OUTS	33%	27%	33%
HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE (WENIGER ALS 10 % DES KAUFPREISES)	8%	25%	43%
HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE (WENIGER ALS 25 % DES KAUFPREISES)	31%	52%	66%
EINSATZ EINER W&I-VERSICHERUNG	3%	16%	34%
VERJÄHRUNGSFRIST (MEHR ALS 24 MONATE)	21%	19%	13%
ABSICHERUNG DER GARANTIEANSPRÜCHE	27%	32%	39%
TREUHANDKONTO (FALLS ABSICHERUNG VON GARANTIEANSPRÜCHEN VEREINBART)	58%	63%	64%
MAC-KLAUSEL	12%	15%	22%
SCHIEDSKLAUSELN	21%	34%	42%
STEUERFREISTELLUNGSKLAUSEL	55%	69%	78%

## Warum wirkt sich der Transaktionswert bei diesen Aspekten aus?

Unseres Erachtens lassen sich die Unterschiede am ehesten wie folgt begründen:

- Es ist weniger wahrscheinlich, dass die Käufer ohne geeignete Anpassungskriterien oder die Disziplin, die eine Locked-Box-Prüfung normalerweise mit sich bringt, mit einem Festpreis zufrieden sind. Deshalb gibt es bei größeren Transaktionen eher eine Kaufpreisanpassung oder eine Locked-Box-Regelung.
- Größere Transaktionen eignen sich nicht für eine große Earn-out-Komponente. Aufgrund des höheren Preises sind die Verkäufer eher mit dem finanziellen Ergebnis zufrieden. Umgekehrt stellt es für den Käufer ein zu großes Risiko dar, wenn bei einem bereits abgeschlossenen Deal die Möglichkeit einer wesentlichen Preisanpassung besteht.
- Der zugrunde liegende Prozess: Bei höherwertigen Deals ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass die mit einem Auktionsverfahren verbundenen Kosten und der entsprechende Zeitaufwand des Managements durch die Aussicht auf einen höheren Verkaufspreis und bessere wirtschaftliche Bedingungen gerechtfertigt werden. Aus Sicht des Verkäufers bedeutet dies, dass die Haftungshöchstgrenze des Verkäufers absolut gesehen höher (aber niedriger als Anteil am Transaktionswert) sein kann und die Gewährleistungsfristen kürzer sein können. Der Verkäufer kann unter Umständen auch das Garantierisiko umgehen, indem er dem Käufer eine fertige W&I-Police bietet.
- Käuferrisiko: Der Käufer konzentriert sich in den meisten Fällen auf das Risiko des Wertverfalls, beispielsweise in Form eines wesentlichen Risikos nach Signing oder eines bedeutenden Garantierisikos. Daher drängen Käufer stärker darauf, eine MAC-Klausel zu vereinbaren und sicherzustellen, dass ein beträchtlicher Teil des Risikos durch ein Treuhandkonto oder einen Versicherer gedeckt wird (unsere Studie hat ergeben, dass durchschnittlich 30 % des Kaufpreises durch eine W&I-Police abgesichert werden).

## Wichtigste Erkenntnisse

- Der Wert der europäischen M&A-Transaktionen sank 2016 um 10 %, die Anzahl der Transaktionen blieb aber auf dem Vorjahresniveau.
- CMS analysierte im Jahr 2016 insgesamt 443 Transaktionen, 13 % mehr als im Vorjahr.
- Das Ergebnis des Brexit-Referendums und die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten wirkten sich 2016 nicht negativ auf den M&A-Markt aus.
- Die Käufer sind inzwischen vorsichtiger, was die Risikoverteilung bei M&A-Transaktionen anbelangt.
- Weitere Veränderungen der geopolitischen Lage mit ungewissen Folgen für die Wirtschaft könnten 2017 dazu führen, dass potenzielle Käufer noch größere Vorsicht walten lassen.

## CMS-Analyse der regionalen Unterschiede innerhalb Europas

Die Studie identifizierte signifikante Unterschiede bezüglich der Usancen und Praktiken innerhalb Europas.

### In den Benelux-Ländern:

- Hier wurden im europäischen Vergleich die kürzesten Verjährungsfristen für Garantieansprüche vereinbart. Nur bei 8 % der Transaktionen gelten Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten.
- Bei 92 % der Transaktionen wurden Basket-Regelungen vereinbart, davon in 91 % der Fälle die First-Dollar-Regelung.

### In Mittel- und Osteuropa (MOE):

- In dieser Region ist der Anteil der Transaktionen mit einer Earn-out-Komponente am geringsten (nur 10 % gegenüber dem europäischen Durchschnitt von 22 %).
- Schiedsverfahren sind nach wie vor das primäre Streitlösungsmittel (56 % gegenüber der europäischen Norm von 25 %).

### In den deutschsprachigen Ländern:

- Earn-out-Klauseln sind nach wie vor beliebt. Sie wurden bei 25 % der Deals vereinbart.
- Nur 10 % der Transaktionen in den deutschsprachigen Ländern enthielten eine MAC-Klausel.

### In Frankreich:

- Die Haftungshöchstgrenzen sind hier niedrig. Bei 70 % der Transaktionen liegt die Haftungshöchstgrenze des Verkäufers bei 25 % des Kaufpreises oder darunter.
- Bei 40 % der Abschlüsse betrug die Verjährungsfrist für Garantieansprüche mindestens 24 Monate.

### In Südeuropa:

- Bei 31 % der Transaktionen wurden Treuhandkonten zur Absicherung von Garantieansprüchen eingerichtet. Der Anteil liegt hier europaweit am höchsten.
- Auch der Anteil der Transaktionen mit Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten war in dieser Region mit 58 % am höchsten.

### Im Vereinigten Königreich:

- Der Anteil der Transaktionen mit Earn-out-Klausel hat sich gegenüber dem Vorjahr nahezu verdoppelt (von 12 % auf 20 %).
- Die Haftungshöchstgrenzen sind im europäischen Vergleich hier am höchsten. Bei 55 % der britischen Abschlüsse betrug die Haftungshöchstgrenze mindestens 50 % des Kaufpreises (höchster Anteil in Europa) und bei nur 27 % der Deals weniger als 25 % des Kaufpreises (niedrigster Anteil in Europa).

## Fazit

- CMS begleitete im Jahr 2016 insgesamt 443 Transaktionen, 13 % mehr als im Vorjahr.
- Obwohl 2016 das Gesamtvolumen der europäischen M&A-Transaktionen ungeachtet der Ungewissheit infolge des Brexit-Votums mit dem des Vorjahres vergleichbar war, rechnen wir 2017 mit einem Rückgang der Aktivitäten am M&A-Markt, nachdem das Vereinigte Königreich den Austritt aus der Europäischen Union erklärt hat und die Welt auf die politischen Entscheidungen des neuen US-Präsidenten reagiert.
- Im Jahresvergleich gibt es unweigerlich Unterschiede zwischen den verschiedenen Kategorien der von der Studie abgedeckten Kriterien der Risikoverteilung. Diese Fragen werden nach wie vor bei Transaktionen intensiv verhandelt. Obwohl sich die Risikoverteilung zwischen Verkäufern und Käufern generell seit 2010 stetig zugunsten der Verkäufer verlagert, sprechen genügend Anhaltspunkte dafür, dass die Käufer nun größere Vorsicht walten lassen und dass sich dieser Trend zu mehr Vorsicht 2017 aller Voraussicht nach fortsetzen wird.

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. Die Daten der Transaktionen unter Beteiligung der britischen Kanzleien Nabarro LLP und Olswang LLP, die beide zum 1. Mai 2017 mit CMS Cameron McKenna LLP fusionieren, wurden auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt und bei der Auswertung der Daten für das Vereinigte Königreich berücksichtigt.

# Kaufpreisanpassung / Locked-Box-Regelung

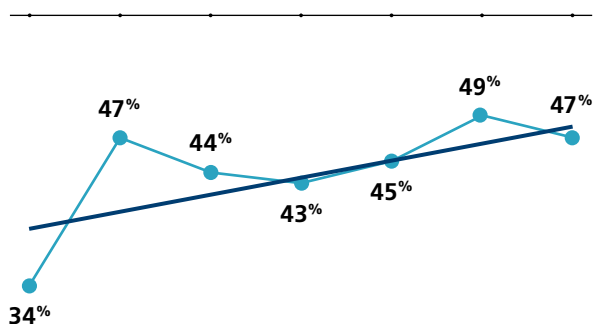
Bestimmungen zur Kaufpreisanpassung dienen der bilanziellen Sicherheit bei Abschluss eines Deals. Dabei wird der Preis auf Grundlage der Veränderung der Bilanz (bzw. einzelner Positionen der Bilanz, wie z. B. des Betriebskapitals) gegenüber einem angenommenen oder geschätzten Stand angepasst. Normalerweise findet die Anpassung nach oben oder unten statt.

Locked-Box-Regelungen legen für die Bilanz einen Stichtag vor dem Abschluss fest und verhindern Zahlungen des Zielunternehmens an den Verkäufer (beispielsweise in Form von Dividenden, Bonuszahlungen oder Managementgebühren) zwischen Stichtag und Closing. Locked-Box-Regelungen sind bei Verkäufern beliebt, denn obwohl sie den Käufer vor einer Wertentnahme durch den Verkäufer schützen (meist als „Leakage“ bezeichnet), setzen sie die Verkäufer keinem größeren bilanziellen Risiko aus und verringern das Risiko eines Streits nach dem Abschluss.

## KAPITEL 1.1

### Kaufpreisanpassungen

2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016



**GESAMTENTWICKLUNG** — Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung — Entwicklung

Mehr Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung.

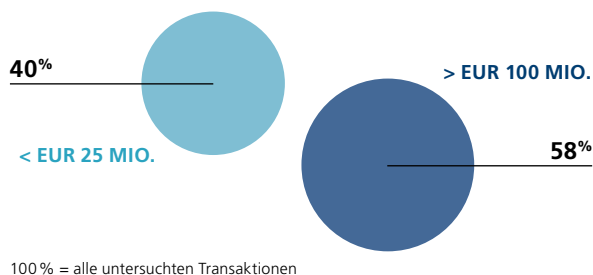
## Gesamtsituation

2016 gab es bei 47 % der Transaktionen eine Kaufpreisanpassung, gegenüber 44 % im Durchschnitt der letzten sechs Jahre und 49 % im Jahr 2015. Von besonderer Bedeutung ist die Tatsache, dass der Anteil der Deals, bei denen eine Locked-Box-Klausel vereinbart wurde, 2016 geringer als in den Vorjahren ausfiel. Von den 53 % der Transaktionen, bei denen 2016 keine Kaufpreisanpassung vereinbart wurde, hatten nur 43 % eine Locked-Box-Klausel. 2015 hatte der Anteil der Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung und mit Locked-Box-Regelung noch bei 56 % gelegen. Dieser Rückgang der Locked-Box-Deals war in den meisten Regionen zu verzeichnen. Insgesamt ging die Anzahl der Transaktionen mit Locked-Box-Klausel um 5 % zurück. Dennoch kam eine Locked-Box-Regelung bei 23 % aller Transaktionen zur Anwendung **(1.1) (1.4)**.

## KAPITEL 1.2

### CMS-Transaktionswertanalyse

Locked Box ohne Kaufpreisanpassung



ANTEIL DER KAUFPREISANPASSUNGEN 2016

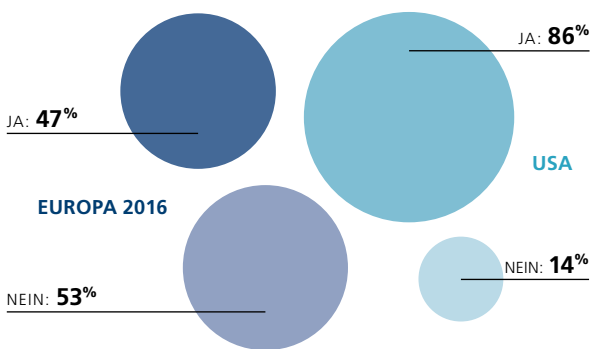
**47%**

Je größer die Transaktion, desto wahrscheinlicher ist eine Locked-Box-Regelung (falls keine Kaufpreisanpassung vereinbart wurde).

Unseres Erachtens ist der Grund für die seltenere Anwendung einer Locked-Box-Regelung 2016 in den Marktverhältnissen zu suchen und hat nichts mit der Attraktivität dieser Regelung zu tun, die unter den entsprechenden Rahmenbedingungen durchaus gegeben ist. Genau genommen gibt es drei Ursachen: die geringere Anzahl an Private-Equity-Verkäufern; die gestiegene Anzahl an US-amerikanischen und asiatischen Käufern, die Locked-Box-Regelungen eher skeptisch gegenüberstehen; und die gestiegene Anzahl der Carve-outs, in deren Folge eine Veräußerung des Zielunternehmens auf Locked-Box-Basis weniger sinnvoll ist.

**KAPITEL 1.3**

**Kaufpreisanpassungen Europa/USA**



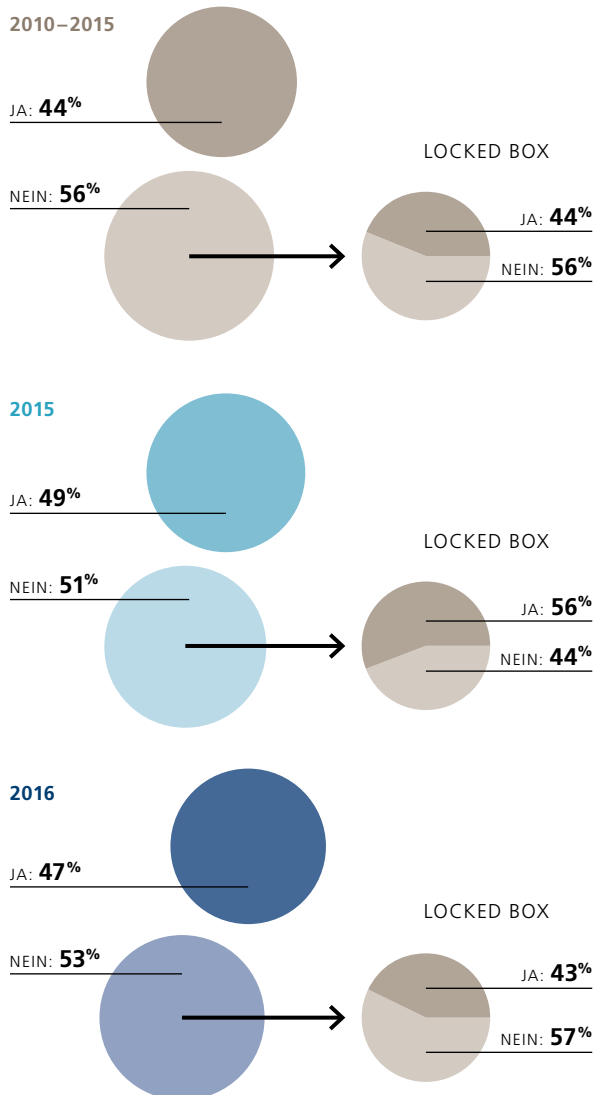
100 % = alle untersuchten Transaktionen

Kaufpreisanpassungsregelungen kommen weiterhin in Europa bei M&A-Transaktionen weniger häufig vor als in den USA. 86 % der US-Transaktionen enthalten derartige Anpassungen gegenüber 47 % der europäischen Transaktionen im Jahr 2016 <sup>(1.3)</sup>.

TRANSAKTIONEN OHNE  
BILANZANPASSUNG  
**30 %**

**KAPITEL 1.4**

**Kaufpreisanpassungen 2010–2016**



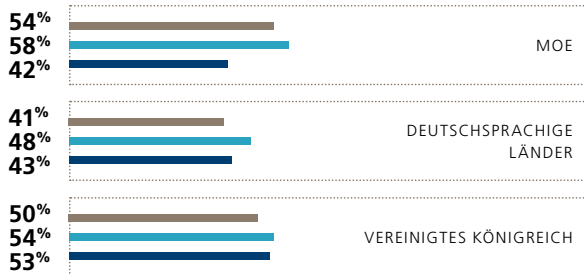
100 % = alle untersuchten Transaktionen

# Betrachtung einzelner Aspekte

## KAPITEL 1.5

### Kaufpreisanpassungen 2010–2016

Entwicklung in Europa



● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100% = alle untersuchten Transaktionen

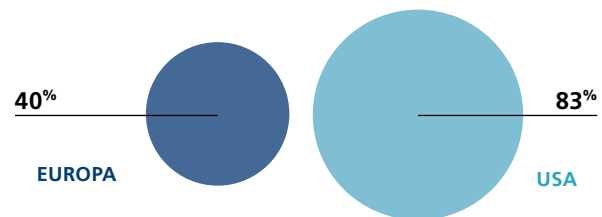
ANPASSUNG DES  
WORKING CAPITAL  
EUROPA 40%  
83% USA

Unter Berücksichtigung der Gesamtzahl der Transaktionen ging die Anwendung von Kaufpreisanpassungsregelungen in ganz Europa 2016 gegenüber dem Vorjahr von 49 % auf 47 % zurück, wobei der höchste Rückgang in Mittel- und Osteuropa verzeichnet wurde, und zwar von 58 % im Vorjahr und einem Sechs-Jahres-Durchschnitt von 54 % auf nur noch 42 %. In den deutschsprachigen Ländern enthielten im Jahr 2016 nur 43 % aller Abschlüsse eine Kaufpreisanpassungsregelung gegenüber 48 % im Vorjahr (1.5).

## KAPITEL 1.6

### Kaufpreisanpassungen Europa/USA

Working Capital als Anpassungskriterium

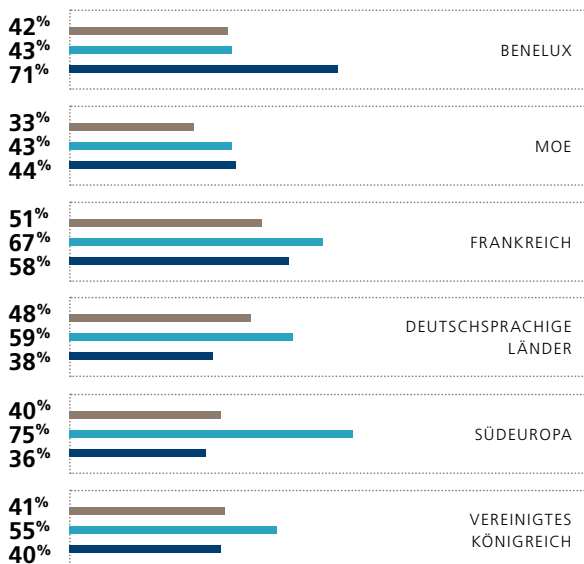


100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus

Ein weiterer Gegensatz zwischen Europa und den USA ist die Verwendung des Betriebskapitals (Working Capital) als Anpassungskriterium, sofern es eine Kaufpreisanpassung gibt. Es wird in Europa bei 40 % der Fälle gegenüber 83 % der Fälle in den USA gewählt (1.6).

## KAPITEL 1.7

### Locked Box 2010–2016



● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus  
(Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung und Locked Box sind nicht enthalten)

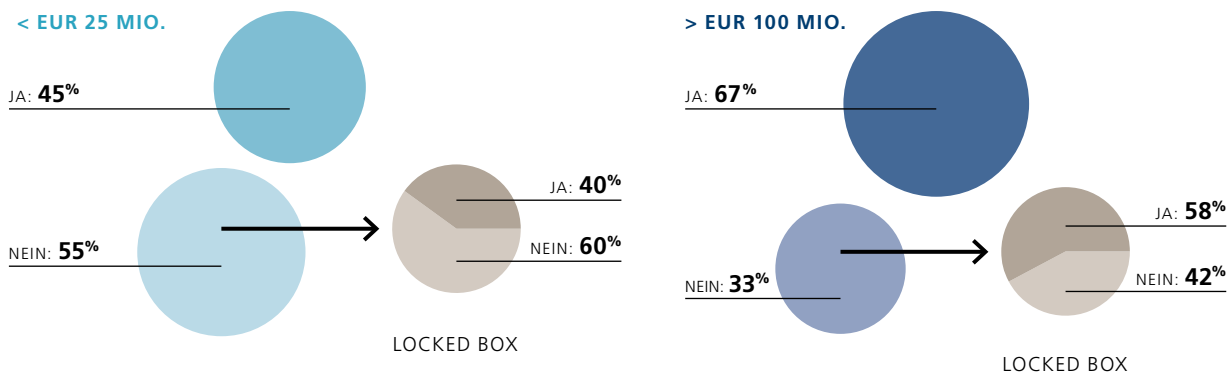
Anwendung von Locked-Box-Klauseln in nahezu allen Regionen rückläufig.

In den meisten Regionen Europas ging der Anteil der Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung, bei denen eine Locked-Box-Klausel angewandt wurde, 2016 gegenüber dem Vorjahr zurück. So z. B. in Frankreich (von 67 % auf 58 %), in den deutschsprachigen Ländern (von 59 % auf 38 %), in Südeuropa (von 75 % auf 36 %) und im Vereinigten Königreich (von 55 % auf 40 %). In den Ländern Mittel- und Osteuropas blieb er hingegen weitgehend stabil. Umgekehrt nahm der Anteil der Locked-Box-Deals an den Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung 2016 in Benelux deutlich zu, und zwar von durchschnittlich 42 % in den Jahren 2010 bis 2015 auf 71 %. In den USA sind Locked-Box-Klauseln aufgrund der häufigen Verwendung von Kaufpreisanpassungsregelungen im dortigen M&A-Markt unüblich (1.7).

# Analyse nach Transaktionswert

## KAPITEL 1.8

### Kaufpreisanpassungen 2016



100 % = alle untersuchten Transaktionen

100 % = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus

(Ohne Berücksichtigung von Transaktionen, bei denen eine Kaufpreisanpassung und gleichzeitig eine Locked-Box-Klausel vereinbart wurden)

Kaufpreisanpassungsklauseln (oder alternativ eine Locked-Box-Regelung) werden bei größeren Transaktionen am häufigsten vereinbart. Bei Transaktionen über EUR 100 Mio. enthielten 67 % eine Kaufpreisanpassung und 58 % der Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung enthielten eine Locked-Box-Regelung. Bei Transaktionen unter EUR 25 Mio. enthielten 45 % der Abschlüsse eine Kaufpreisanpassung und 40 % der Deals ohne Kaufpreisanpassung eine Locked-Box-Regelung.

[Kaufpreisanpassungen bzw. Locked-Box-Klauseln kommen bei größeren Transaktionen am häufigsten vor.](#)

Je umfangreicher die Transaktion, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer Kaufpreisanpassungsklausel. Während bei den Transaktionen unter EUR 25 Mio. der Anteil der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung bei 45 % lag, stieg der Prozentsatz bei Transaktionen über EUR 100 Mio. auf 67 %. Je größer die Transaktion ohne Kaufpreisanpassungsklausel ist, umso wahrscheinlicher ist es, dass sie Locked-Box-Regelungen enthält. Bei Deals ohne Kaufpreisanpassung reicht der Anteil der Locked-Box-Regelungen von 40 % bei Transaktionen unter EUR 25 Mio. bis hin zu 58 % bei Abschlüssen über EUR 100 Mio. (1.8).



# Earn-out

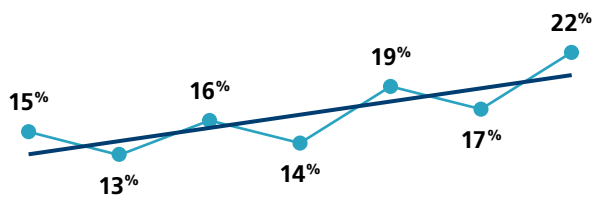
Ein Earn-out ist ein Mechanismus, bei dem ein Teil des Kaufpreises von der zukünftigen Entwicklung des Zielunternehmens (nach dem Closing) abhängt. Sowohl die Zukunftschancen als auch das Risiko nach Erwerb des Zielunternehmens werden daher vom Verkäufer und Käufer gemeinsam getragen. Für den Verkäufer bietet der Earn-out eine Chance, den Verkaufserlös zu steigern. Auch für den Käufer hat er Vorteile, denn der Verkäufer (in der Regel Einzelgesellschafter oder Gründer) wird dazu motiviert, den Unternehmenserfolg während der Earn-out-Periode zu maximieren.

## Gesamtsituation

### KAPITEL 2.1

#### CMS-Trendindex Earn-outs

2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016



**GESAMTENTWICKLUNG**

— Abschlüsse mit Earn-out-Klausel — Entwicklung

[Mehr Abschlüsse mit Earn-out-Klausel.](#)

### KAPITEL 2.2

#### CMS-Branchenanalyse Earn-outs

BRANCHE 2016

BANKING & FINANCE	27%
HOTEL & FREIZEIT	3%
ENERGIEWIRTSCHAFT	23%
KONSUMGÜTER	26%
TECHNOLOGIE, MEDIEN & KOMMUNIKATION	28%
INFRASTRUKTUR & PROJEKTE	0%
LIFESCENCES	33%
IMMOBILIEN & BAUWESEN	4%
INDUSTRIE	26%
SONSTIGE UNTERNEHMENSDIENSTLEISTUNGEN	20%

**CMS-DURCHSCHNITT** 22%

100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

[Die meisten Earn-outs im Bereich Lifesciences.](#)

In Anbetracht der Tatsache, dass Earn-outs in innovativen Branchen bevorzugt werden, überrascht es nicht, dass 2016 unter allen Branchen der Anteil der Transaktionen mit Earn-out in den Sektoren Lifesciences (33%), TMC (28%), Konsumgüter (26%) und Industrie (26%) am höchsten war, während es in den substanzstarken Sektoren Immobilien & Bauwesen, Hotel & Freizeit und Infrastruktur & Projekte kaum Transaktionen mit Earn-out-Regelungen gab (2.2).

Earn-out-Regelungen waren in den letzten Jahren beliebter als in der Zeit davor, wobei 2016 ein Ausnahmejahr war: 22 % der 2016 getätigten Abschlüsse enthielten eine Earn-out-Regelung, gegenüber dem Durchschnitt der letzten sechs Jahre von 16 %. Die deutlich gestiegene Anzahl der Deals mit Earn-out-Regelung spiegelt die zunehmende Verunsicherung wider, die in den meisten Regionen zu spüren ist (2.1) (2.3).

**Umsatzbasierte Earn-outs werden beliebter.**

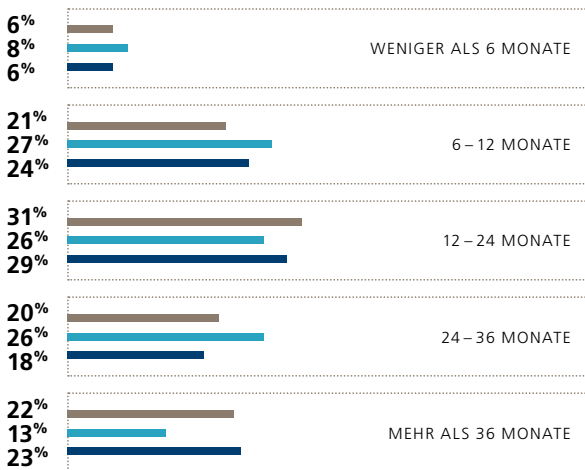
**EARN-OUT-ZEITRÄUME**



**KAPITEL 2.4**

**Earn-out 2010–2016**

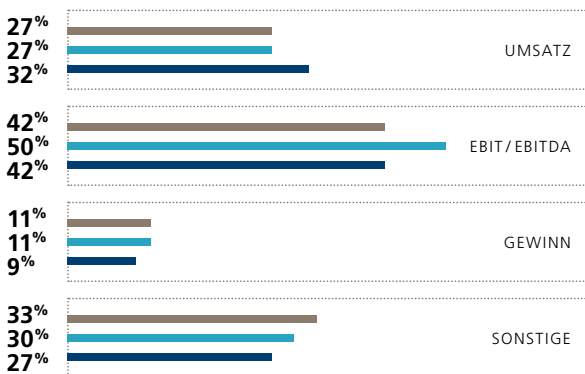
Zeiträume für die Bewertung von Earn-outs



● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100 % = alle Transaktionen mit Earn-out-Klausel

**KAPITEL 2.5**

**Vergleich der Earn-out-Kriterien 2015–2016**



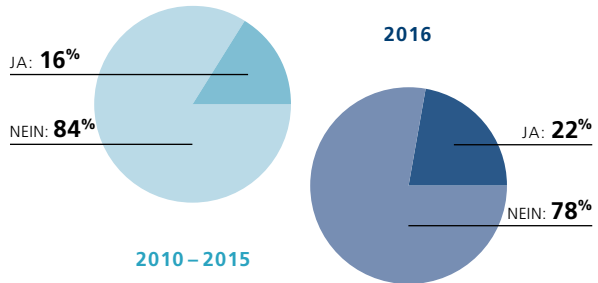
● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100 % = alle Transaktionen mit Earn-out-Klausel – Mehrfachnennungen möglich

**BELIEBTHEIT VON EARN-OUT-REGELUNGEN**



**KAPITEL 2.3**

**Earn-outs 2010–2016**



100 % = alle untersuchten Transaktionen

Es werden längere Earn-out-Fristen verzeichnet, wobei in 23 % der Fälle die Fristen mehr als drei Jahre betragen, im Vergleich zu 13 % im Jahr 2015. Diese längeren Fristen waren zuletzt nach der Finanzkrise in den Analysen der Jahre 2009 bis 2011 festzustellen und sind zweifellos ein Zeichen der Unsicherheit auf Käuferseite, was die künftige Entwicklung in der Zeit nach dem Brexit betrifft. Kürzere Earn-out-Fristen von unter zwölf Monaten gingen 2016 gegenüber dem Vorjahr von 35 % auf 30 % zurück (2.4).

**EARN-OUT-FRISTEN > 36 MONATE**

**23 %**

Im Jahr 2016 verlagerte sich der Trend deutlich von EBIT/EBITDA-basierten Earn-outs zu Earn-outs, die auf dem Umsatz beruhen. Der Umsatz wird jetzt bei 32 % der Earn-out-Transaktionen als Kriterium herangezogen, gegenüber 27 % im Durchschnitt der letzten sechs Jahre. Der Anteil der Earn-out-Deals, bei denen das EBIT/EBITDA als Earn-out-Kriterium vereinbart wurde, ging 2016 gegenüber dem Vorjahr von 50 % auf 42 % zurück. Der Trend zugunsten umsatzbasierter Earn-outs legt den Schluss nahe, dass Käufer den Wert des Zielunternehmens zunehmend danach bemessen, ob es in der Lage ist, nachhaltig Umsätze zu generieren, statt den Ertrag zur Beurteilung heranzuziehen. Dahinter steckt möglicherweise die Überlegung, dass sich Kosteneinsparungen durch konzerninterne Synergieeffekte oder sonstige Mechanismen erzielen lassen (2.5).

**EBIT/EBITDA-BASIERTE EARN-OUTS**

**42 %**

## Betrachtung einzelner Aspekte

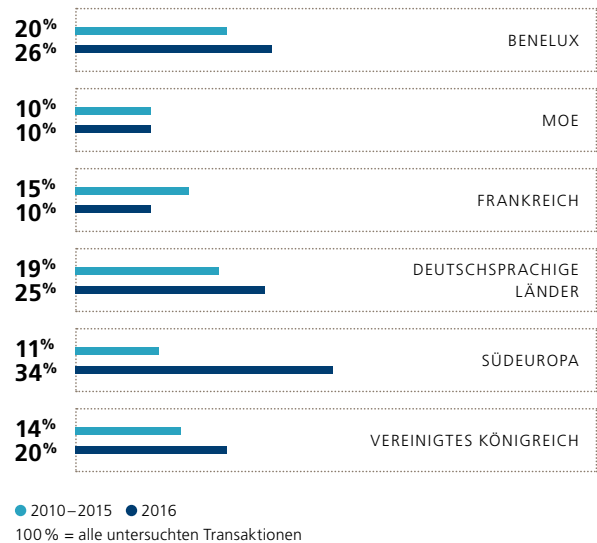
Der Anteil der Earn-out-Deals lag 2016 in vielen Regionen auf Rekordniveau. In Deutschland lag er wie im Vorjahr bei soliden 25 %, während er in Südeuropa mit 34 %, in Benelux mit 26 % und im Vereinigten Königreich mit 20 % deutlich höher als in den letzten zehn ausgewerteten Jahren ausfiel [\(2.6\)](#).

Deutliche Zunahme der Earn-outs in vielen Regionen.

### KAPITEL 2.6

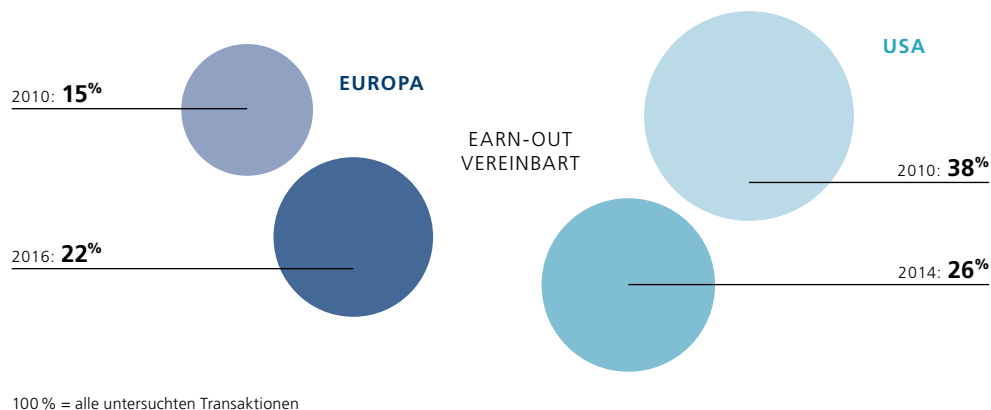
#### Earn-outs 2010–2016

Entwicklung in Europa



### KAPITEL 2.7

#### Vergleich Europa/USA Earn-outs



In den letzten Jahren war eine Konvergenz zwischen Europa und den USA festzustellen, was die Entwicklung der Earn-out-Deals angeht. Der Anteil der Transaktionen, die eine Earn-out-Komponente enthielten, lag in Europa 2016 bei 22 % und in den USA mit 26 % auf vergleichbarem Niveau. 2010 sahen die Werte noch ganz anders aus: In Europa wurde bei nur 15 % der Transaktionen eine Earn-out-Klausel vereinbart, während der Anteil in den USA bei 38 % lag [\(2.7\)](#).

# Analyse nach Transaktionswert

Earn-outs sind bei kleineren Transaktionen im Mid-Cap-Bereich in der Regel attraktiver. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie bei kleineren Transaktionen unter EUR 100 Mio. (23 %) vorkommen, ist mehr als doppelt so groß wie bei größeren Transaktionen von über EUR 100 Mio. (8 %) **(2.8)**.

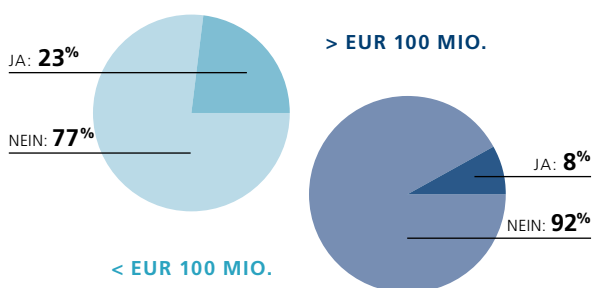
EBIT/EBITDA-basierte Earn-outs sind bei kleineren Transaktionen unter EUR 100 Mio. mit einem Anteil von 42 % beliebter als bei Transaktionen im Wert von mehr als EUR 100 Mio., bei denen der Anteil bei 33 % liegt **(2.9)**.

Earn-outs sind bei kleineren Transaktionen im Mid-Cap-Bereich in der Regel attraktiver.

## KAPITEL 2.8

### CMS-Transaktionswertanalyse

Earn-outs 2016

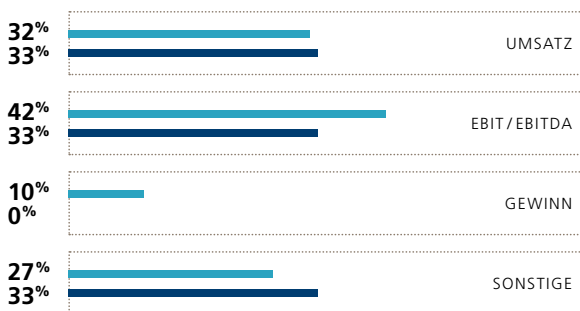


100% = alle untersuchten Transaktionen

## KAPITEL 2.9

### CMS-Transaktionswertanalyse

Vergleich der Earn-out-Kriterien



● < EUR 100 MIO. ● > EUR 100 MIO.

100% = alle Transaktionen mit Earn-out-Klausel – Mehrfachnennungen möglich

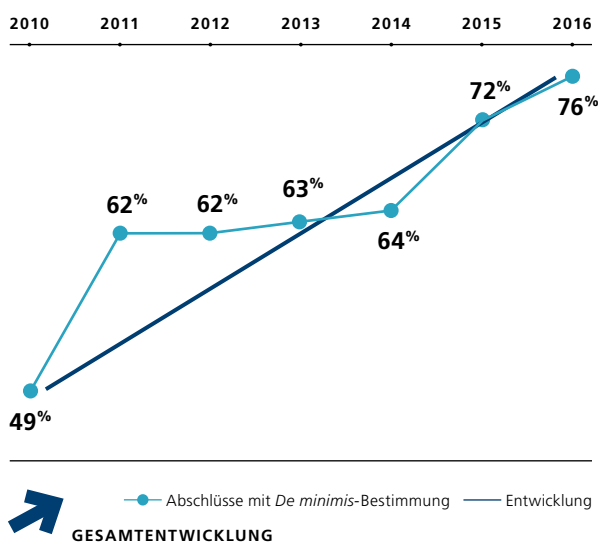
# De minimis

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.

## Gesamtsituation

### KAPITEL 3.1

#### CMS-Trendindex *De minimis*



Zunahme der Abschlüsse mit *De minimis*-Bestimmung.

2016 enthielten 76 % aller Transaktionen eine *De minimis*-Bestimmung. Damit fiel der Anteil nochmals deutlich höher als im Vorjahr (72 %) und im Durchschnitt der fünf Vorjahre (65 %) aus. Diese verkäuferfreundliche Klausel wird somit in ganz Europa zunehmend zum Standard (3.1).

### DE MINIMIS-ANTEIL 2016

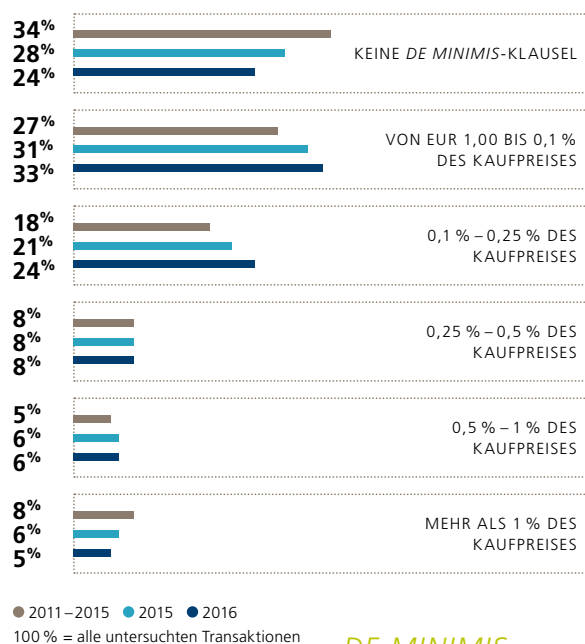
# 76 %

## DE MINIMIS-BETRAG



### KAPITEL 3.2

#### *De minimis* 2011–2016 (neue Schwellen)



DE MINIMIS  
<0,1% DES KAUFPREISES

# 33 %

Trotz zunehmender Beliebtheit der *De minimis*-Bestimmungen nahm die *De minimis*-Schwelle generell ab. Der Anteil der Transaktionen mit *De minimis*-Klausel, bei denen die *De minimis*-Schwelle unter 0,1 % des Kaufpreises lag, stieg 2016 gegenüber dem Vorjahr von 31 % auf 33 %, wobei der Fünf-Jahres-Durchschnitt 2011–2015 bei 27 % lag. Der Anteil der Abschlüsse mit einer *De minimis*-Schwelle zwischen 0,1 % und 0,25 % des Kaufpreises stieg ebenfalls gegenüber dem Vorjahr, und zwar von 21 % auf 24 %, wobei hier der Fünf-Jahres-Durchschnitt 2011–2015 bei 18 % lag (3.2).

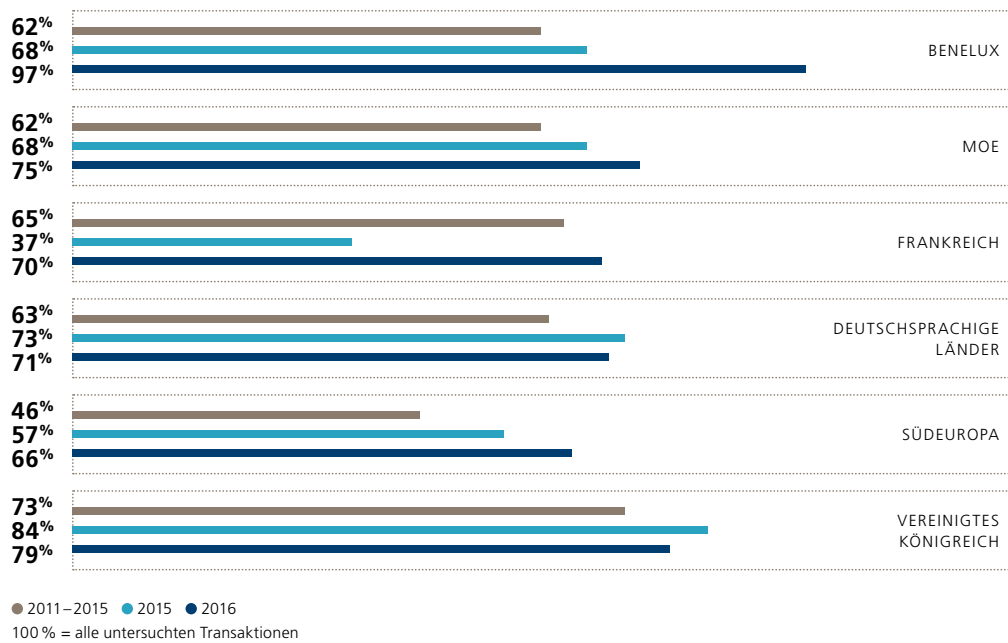
# Betrachtung einzelner Aspekte

Die regionalen Unterschiede innerhalb Europas blieben weiterhin bestehen, obwohl 2016 in allen Regionen *De minimis*-Klauseln häufiger als im Fünf-Jahres-Durchschnitt 2011–2015 vereinbart wurden. In einigen Regionen nahm der Anteil der *De minimis*-Bestimmungen 2016 gegenüber dem Vorjahr deutlich zu, beispielsweise in Mittel- und Osteuropa (von 68 % auf 75 %), in Frankreich (von atypischen 37 % auf 70 %), in Südeuropa (von 57 % auf 66 %) und am deutlichsten in Benelux (von 68 % auf 97 %) (3.3).

## KAPITEL 3.3

### De minimis-Klauseln 2011–2016

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



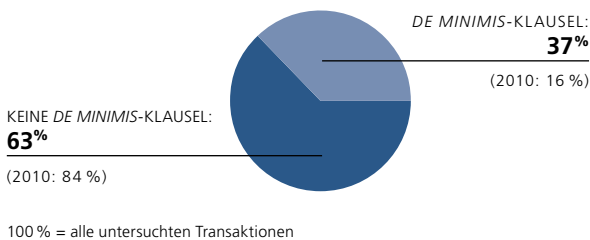
MEHR DE MINIMIS-KLAUSELN  
IN BENELUX



Anteil der *De minimis*-Klauseln steigt –  
aber mit geringeren *De minimis*-Schwellen.

## KAPITEL 3.4

### De minimis-Klauseln USA



Bisher sind *De minimis*-Klauseln in den USA weniger gebräuchlich als in Europa. Die Gepflogenheiten nähern sich aber möglicherweise stärker an Europa an, denn in den USA wurde eine *De minimis*-Klausel bei 37 % der Transaktionen vereinbart (Anstieg gegenüber 16 % der Transaktionen im Jahr 2010) (3.4).

De minimis-Klauseln sind in den USA  
weniger beliebt.

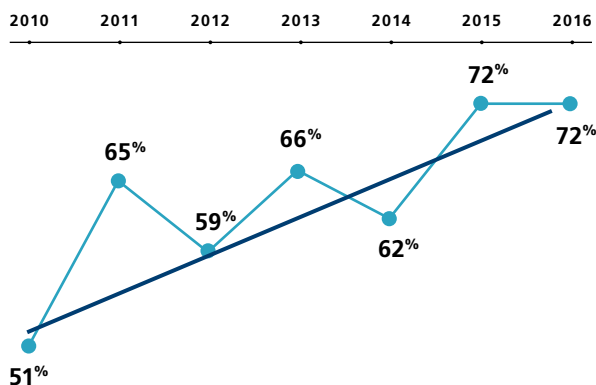
# Basket

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“).

## Gesamtsituation

### KAPITEL 4.1

#### CMS-Trendindex Baskets



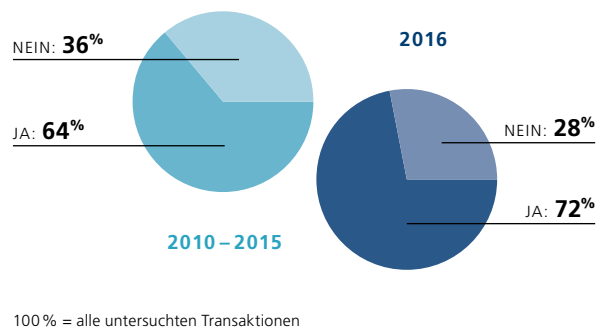
GESAMTENTWICKLUNG

— Abschlüsse mit Basket — Entwicklung

Anteil der Transaktionen mit Basket 2016 auf hohem Niveau stabil.

### KAPITEL 4.2

#### Entwicklung 2010–2016 Basket-Bestimmungen



BASKET-ANTEIL 2016

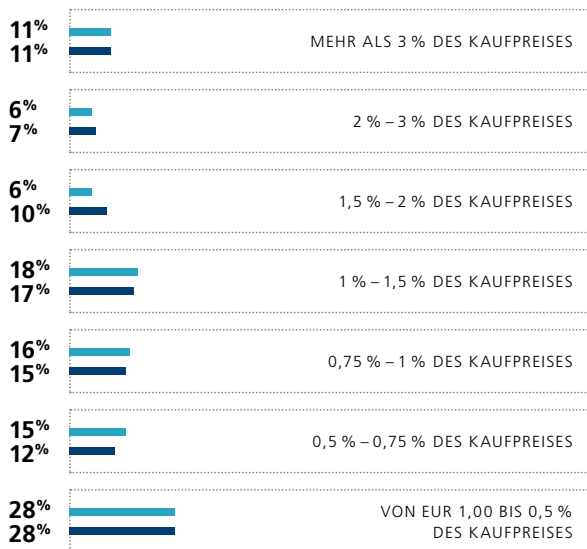
**72%** →

In Europa blieb der Anteil der Basket-Regelungen 2016 gegenüber dem Vorjahr bei 72 % stabil. Dabei geht der Trend generell nach oben: Im Durchschnitt der letzten sechs Jahre hatte der Anteil noch bei 64 % gelegen (4.1) (4.2).

Erstmals seit vielen Jahren stieg die Basket-Schwelle geringfügig an. Genau wie die Stagnation des zuvor verzeichneten Aufwärtstrends beim Anteil der Transaktionen mit Basket-Regelung zwischen 2015 und 2016 könnte auch der Anstieg der Basket-Schwelle darauf hindeuten, dass die Käufer in Anbetracht der unsicheren wirtschaftlichen Zukunft etwas vorsichtiger agieren. So wurde 2016 bei 45 % der Transaktionen ein Basket von 1 % oder mehr des Kaufpreises vereinbart. Im Vorjahr hatte der Anteil noch bei 41 % gelegen. Obwohl Transaktionen mit sehr niedrigen Basket-Schwellen von bis zu 0,5 % des Kaufpreises 2016 weiterhin auf dem Vorjahresniveau von 28 % blieben, sank der Anteil der Deals in der nächsten Stufe (0,5 % bis 0,75 % des Kaufpreises) 2016 gegenüber dem Vorjahr von 15 % auf 12 % (4.3).

**KAPITEL 4.3**

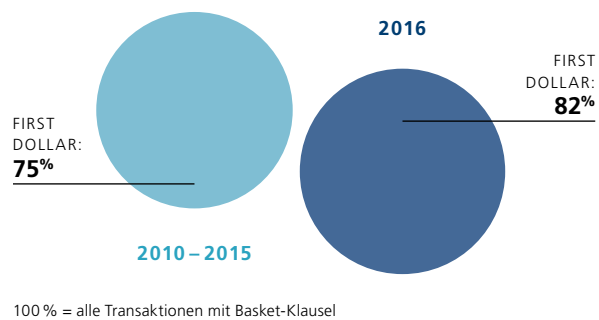
**Entwicklung 2015–2016**



● 2015 ● 2016  
100 % = alle Transaktionen mit Basket-Klausel

**KAPITEL 4.4**

**Baskets 2010–2016**



Ein käuferfreundlicher Trend bei den Basket-Klauseln ist die kontinuierlich zunehmende Anwendung der „First-Dollar“-Regelung. 2016 wurden „First-Dollar“-Regelungen bei 82 % der Deals eingesetzt, während der Durchschnitt der sechs Vorjahre noch bei 75 % lag (4.4).

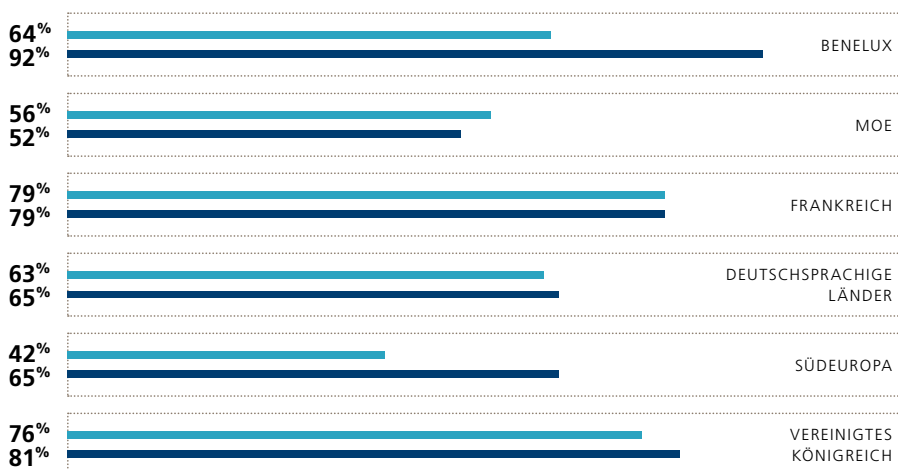
Basket-Schwelle steigt erstmals seit Jahren.

## Betrachtung einzelner Aspekte

Mit zwei wichtigen Ausnahmen ging die Anwendung von Baskets in allen Regionen geringfügig zurück. Der Rückgang war in den deutschsprachigen Ländern deutlicher ausgeprägt, wo der Anteil 2016 gegenüber dem Vorjahr von 77 % auf nur 65 % sank und damit etwa dem Sechs-Jahres-Durchschnitt 2010–2015 entsprach. Das könnte auf eine zunehmend vorsichtige Haltung der Käufer in der größten Volkswirtschaft Europas hindeuten. Zwei andere Regionen verzeichneten hingegen eine außergewöhnliche Zunahme der Basket-Klauseln: die Benelux-Länder mit einem Anteil von 92 % gegenüber dem Durchschnitt der letzten sechs Jahre von 64 % sowie Südeuropa mit einem Anteil von 65 % gegenüber dem Sechs-Jahres-Durchschnitt von 42 % (4.5).

**KAPITEL 4.5**

**Vergleich innerhalb Europas Baskets**



● 2010–2015 ● 2016  
100 % = alle untersuchten Transaktionen

Die Anwendung von Basket-Regelungen variiert innerhalb Europas stark: In den meisten Regionen geht sie zurück, in den Benelux-Ländern und Südeuropa nimmt sie aber deutlich zu.

**HÖHE DER BASKET-SCHWELLE**

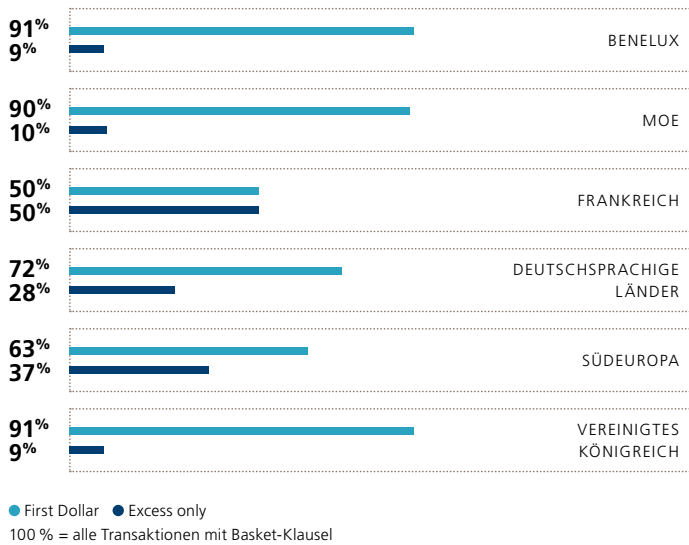




**KAPITEL 4.6**

**Vergleich innerhalb Europas**

Schadensberechnung bei Überschreiten der Basket-Schwelle



Bezüglich der Schadensberechnung ist eine eindeutige Tendenz in Europa festzustellen, denn in fast allen Regionen wird die „First-Dollar“-Regelung in mehr als zwei Dritteln der Fälle vereinbart. Eine Ausnahme bilden lediglich Frankreich und Südeuropa, wo die Regelung in etwa der Hälfte der Fälle angewandt wird, wobei gerade in Südeuropa der Anteil der „First-Dollar“-Regelungen 2016 gegenüber dem Vorjahr von 43 % auf 63 % stieg. In den Benelux-Ländern, im Vereinigten Königreich und jetzt auch in Mittel- und Osteuropa wird fast ausschließlich die „First-Dollar“-Regelung angewandt. Hier kam sie bei 90 % der Deals zum Einsatz (4.6).

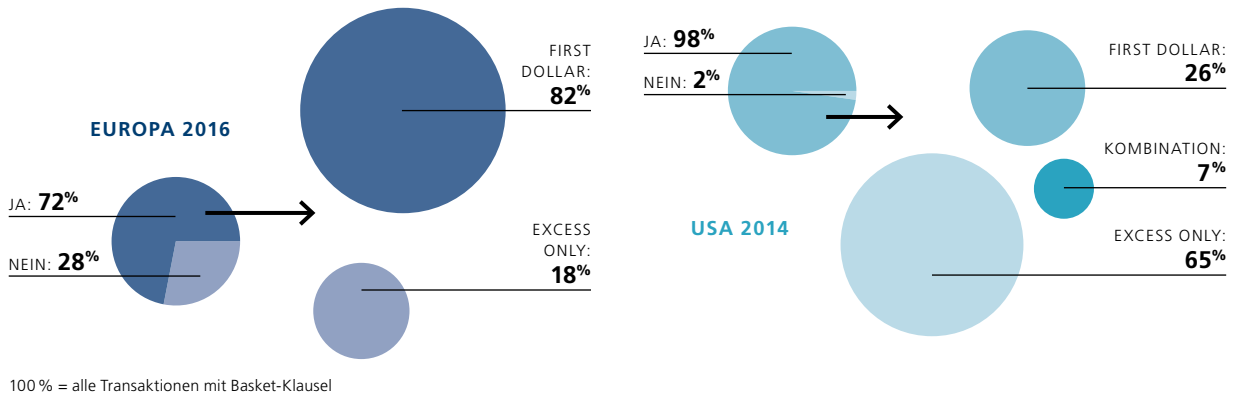
Außer in Frankreich kommt überwiegend die „First-Dollar“-Regelung zur Anwendung.

**SCHADENSBERECHNUNG AUF FIRST-DOLLAR-BASIS**

**82 %**

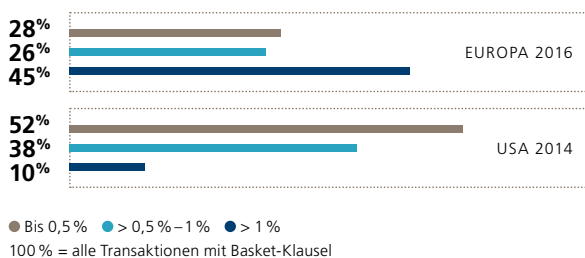
**KAPITEL 4.7**

**Vergleich Europa / USA Schadensberechnung bei Überschreiten der Basket-Schwelle**



**KAPITEL 4.8**

**Vergleich Europa / USA Höhe der Basket-Schwelle**



Es bestehen nach wie vor deutliche Unterschiede bei der Verwendung der Basket-Regelung zwischen den USA und Europa. In den USA ist die Basket-Regelung die Norm und wird bei 98 % der Deals angewandt, in Europa sind es dagegen nur 72 %. Darüber hinaus werden in Europa immer noch höhere Basket-Schwellen als in den USA vereinbart, denn in 45 % der Fälle lagen sie 2016 in Europa bei über 1 % des Kaufpreises. In den USA war dies bei nur 10 % der Deals der Fall. Schließlich wurde 2016 die First-Dollar-Regelung bei der großen Mehrheit (82 %) der Deals mit Basket in Europa angewandt, sie ist aber in den USA weniger beliebt als die Schadensberechnung auf Excess-only-Basis und kam dort viel seltener vor (26 %) (4.7) (4.8).

In Europa liegen die Basket-Schwellen immer noch wesentlich höher als in den USA.

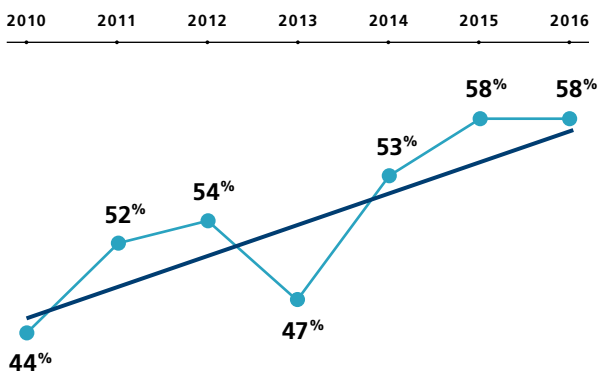
# Haftungshöchstgrenzen

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 den Verkäufer unfair wäre, sich bei dem Verkauf seines 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 exakte Höhe dieser Haftungsbegrenzung. Es gibt zwei große Ausnahmen bei der Anwendung der herkömmlichen Haftungshöchstgrenze: Wenn sich die Garantie des Verkäufers lediglich auf Eigentumsrechte bezieht, ist der Käufer oft nicht bereit, einer Haftungshöchstgrenze zuzustimmen; und bei sogenannten Distressed-M&A-Transaktionen, bei denen sich die Haftungshöchstgrenze normalerweise nicht auf den Kaufpreis bezieht (der eher symbolisch sein kann), sondern auf andere Kriterien (z. B. die Höhe der vom Käufer übernommenen Haftung).

## KAPITEL 5.1

### CMS-Trendindex

Haftungshöchstgrenze (weniger als 50 % des Kaufpreises)



— Abschlüsse mit einer Haftungshöchstgrenze von weniger als 50 % des Kaufpreises  
— Entwicklung

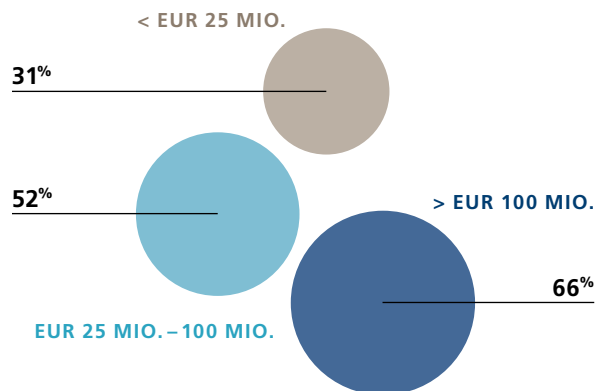
**AKTUELLE ENTWICKLUNG**      **GESAMTENTWICKLUNG**

Haftungshöchstgrenzen sanken 2016 nicht mehr weiter.

## KAPITEL 5.2

### CMS-Transaktionswertanalyse

Haftungshöchstgrenze (weniger als 25 % des Kaufpreises)



100 % = alle untersuchten Transaktionen

Je größer der Deal, desto niedriger die prozentuale Haftungshöchstgrenze.

„Bei mehr als der Hälfte der Transaktionen mit einem Volumen von EUR 25 bis 100 Mio. wurde eine Haftungshöchstgrenze für den Verkäufer von weniger als 25 % des Kaufpreises vereinbart.“

# Gesamtsituation

Der Anteil der Transaktionen ohne jegliche Haftungshöchstgrenze sank 2016 gegenüber dem Vorjahr von 11 % auf 9 %. Im Sechs-Jahres-Durchschnitt 2010–2015 lag der Anteil bei 17 %. Den Verkäufern gelingt es zunehmend, ihre Haftung auf unter 10 % des Kaufpreises zu begrenzen. Dies war 2016 bei 14 % der Transaktionen der Fall, im Vergleich zu 13 % im Vorjahr und nur 10 % im Durchschnitt des Zeitraums 2010–2015.

Es zeichnet sich jedoch ab, dass sich dieser Trend zu niedrigeren Haftungshöchstgrenzen bei Transaktionen jeder Größenordnung nicht weiter fortsetzen wird. Erstmals seit vielen Jahren gibt es mehrere Anzeichen dafür, dass Käufer gegenüber den Verkäufern höhere Haftungshöchstgrenzen durchsetzen oder zumindest niedrigere Haftungshöchstgrenzen verhindern können. Der Anteil der Transaktionen mit Haftungshöchstgrenzen von unter 50 % des Kaufpreises blieb 2016 mit 58 % auf Vorjahresniveau, während der Anteil der Transaktionen mit Haftungsgrenzen von 100 % des Kaufpreises – trotz der grundsätzlich zunehmenden Akzeptanz von Haftungshöchstgrenzen im Vergleich zu früheren Jahren – 2016 gegenüber dem Vorjahr von 23 % auf 27 % anstieg, wobei der Sechs-Jahres-Durchschnitt bei 24 % lag (5.1) (5.3).

## TRANSAKTIONEN MIT NIEDRIGER HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE

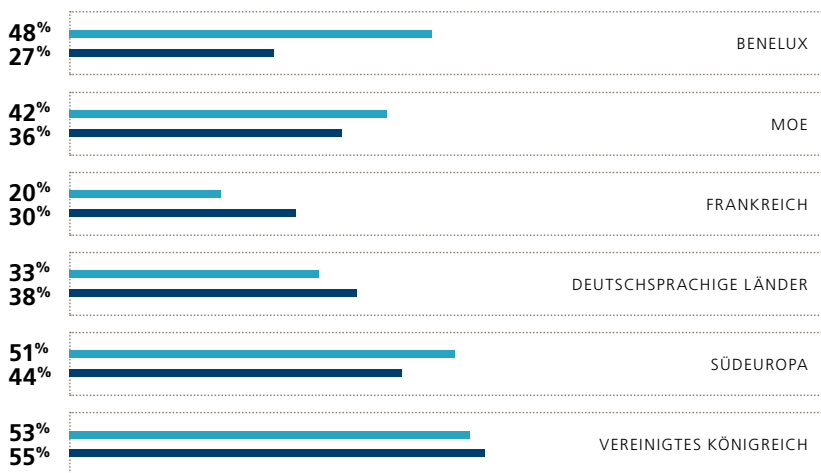


## Betrachtung einzelner Aspekte

### KAPITEL 5.4

#### Haftungshöchstgrenzen (mehr als 50 % des Kaufpreises)

Entwicklung in Europa



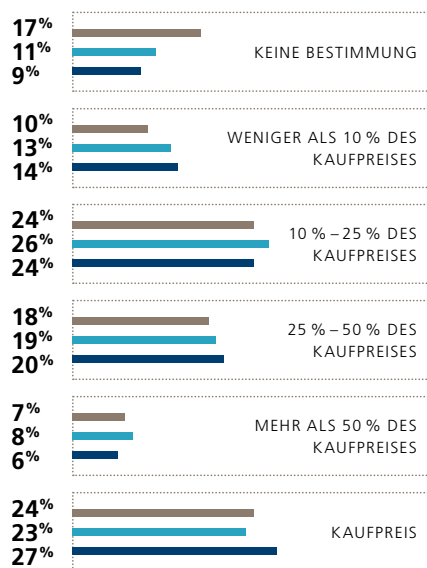
● 2015 ● 2016

100 % = alle untersuchten Transaktionen

Ein Vergleich der Länder innerhalb Europas liefert ebenfalls interessante Erkenntnisse. Jede der Regionen mit dem höchsten Transaktionsaufkommen im Jahr 2016 verzeichnete gegenüber dem Vorjahr eine vergleichbare Zunahme der Deals mit Haftungshöchstgrenzen von mehr als 50 % des Kaufpreises: die deutschsprachigen Länder von 33 % auf 38 %, das Vereinigte Königreich von 53 % auf 55 % und Frankreich von 20 % auf 30 %. Allerdings fallen die Haftungshöchstgrenzen in Frankreich sehr niedrig aus, denn bei 70 % der betreffenden Deals lagen sie bei unter 25 %. Auch in Mittel- und Osteuropa sowie in den Benelux-Ländern nahm der Anteil der Abschlüsse mit niedrigen Haftungshöchstgrenzen zu. Doch generell sind der gebremste Abwärtstrend und die gestiegenen Haftungshöchstgrenzen in den aktivsten Regionen ein deutlicher Beleg für die Vorsicht der Käufer am Markt (5.4).

### KAPITEL 5.3

#### Haftungshöchstgrenzen 2010–2016



● 2010–2015 ● 2015 ● 2016

100 % = alle untersuchten Transaktionen

Mehr Transaktionen (27 %) mit Haftungshöchstgrenzen von 100 % des Kaufpreises.

## DEALS OHNE HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE

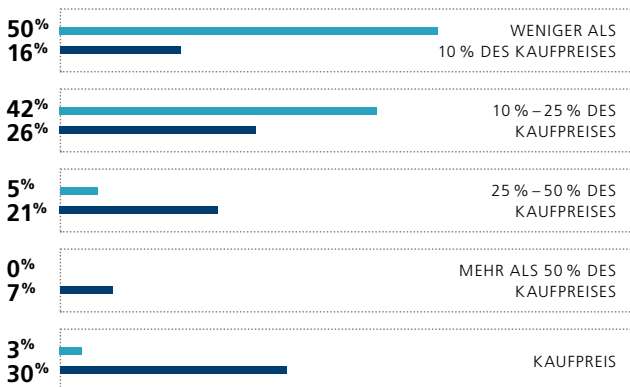
# 9 %

Es fällt auf, dass niedrige Haftungshöchstgrenzen in bestimmten Branchen häufiger vorkommen. Haftungshöchstgrenzen von unter 25 % wurden besonders häufig bei Transaktionen in den Branchen Immobilien & Bauwesen (61 %), Hotel & Freizeit (54 %) und Konsumgüter (49 %) vereinbart, während die Verkäufer in anderen Sektoren, vor allem Infrastruktur & Projekte (0 %) und Energie (15 %), ihre Interessen weniger gut durchsetzen konnten (5.5).

Verkäufer aus den Bereichen Infrastruktur & Projekte sowie Energiewirtschaft sind am wenigsten in der Lage, niedrige Haftungshöchstgrenzen durchzusetzen.

#### KAPITEL 5.6

### Haftungshöchstgrenzen Europa/USA



● USA 2014 ● Europa 2016  
100 % = alle Transaktionen mit allgemeiner Haftungshöchstgrenze  
US-Angaben beziehen sich auf den „Transaktionswert“

## Analyse nach Transaktionswert

Eine Analyse des Transaktionswerts ergibt, dass die Haftungshöchstgrenze und der Kaufpreis miteinander korrelieren. Grundsätzlich vereinbaren Käufer und Verkäufer eine verhältnismäßig geringere Haftungshöchstgrenze bei Transaktionen mit einem hohen Kaufpreis und umgekehrt. Bei Transaktionen mit einem Wert von über EUR 100 Mio. konnten die Verkäufer 2016 in 43 % der Fälle ihre Haftung auf weniger als 10 % des Kaufpreises beschränken. Bei Transaktionswerten von EUR 25 bis 100 Mio. war dies hingegen nur bei 25 % der Deals und bei Transaktionswerten von unter EUR 25 Mio. lediglich bei 8 % der Deals der Fall. Bei den Haftungshöchstgrenzen bis 25 % des Kaufpreises ergibt sich ein ähnliches Bild. Bei 66 % der Transaktionen von über EUR 100 Mio., bei 52 % der Transaktionen von EUR 25 bis 100 Mio. und bei 31 % der Transaktionen mit einem Volumen von unter EUR 25 Mio. konnten die Verkäufer ihre Haftung auf weniger als 25 % des Kaufpreises begrenzen (5.2) (5.7).

#### KAPITEL 5.5

### Häufigkeit der Haftungshöchstgrenzen von bis zu 25 %

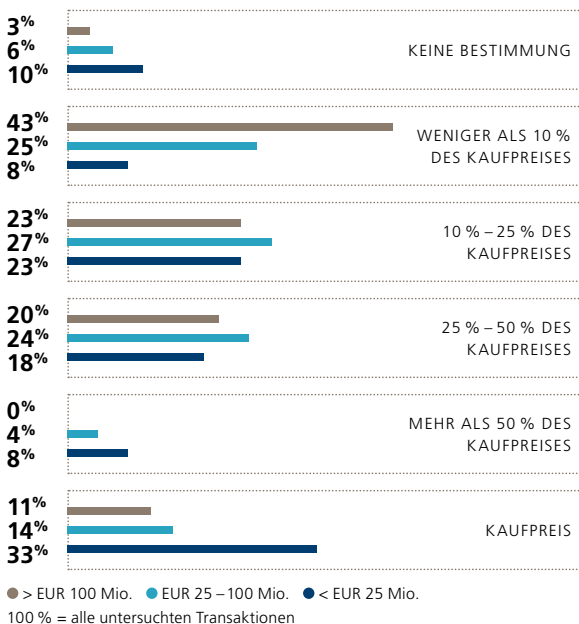
BRANCHE	2016
BANKING & FINANCE	36%
HOTEL & FREIZEIT	54%
ENERGIEWIRTSCHAFT	15%
KONSUMGÜTER	49%
TECHNOLOGIE, MEDIEN & KOMMUNIKATION	32%
INFRASTRUKTUR & PROJEKTE	0%
LIFESCIENCES	41%
IMMOBILIEN & BAUWESEN	61%
INDUSTRIE	32%
SONSTIGE UNTERNEHMENSDIENSTLEISTUNGEN	38%
<b>CMS-DURCHSCHNITT</b>	<b>38%</b>

100 % = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

In Europa sind die Haftungshöchstgrenzen immer noch wesentlich höher als in den USA. Bei der Hälfte der US-Transaktionen mit einer Haftungshöchstgrenze lag diese bei weniger als 10 % des Kaufpreises (Europa: 16 %). Bei weiteren 42 % der US-Transaktionen betrug die Haftungshöchstgrenze 10 % bis 25 % des Kaufpreises. In den USA galt demnach bei insgesamt 92 % der Abschlüsse eine Haftungshöchstgrenze von maximal 25 % des Kaufpreises. In Europa hingegen wies noch nicht einmal die Hälfte der Deals eine Haftungshöchstgrenze von 25 % oder weniger des Kaufpreises auf (5.6).

#### KAPITEL 5.7

### CMS-Transaktionswertanalyse Haftungshöchstgrenzen 2016



# W&I-Versicherung

W&I-Versicherungen gibt es bereits seit etlichen Jahren, sie sind aber erst jetzt zum routinemäßigen Bestandteil zahlreicher M&A-Abschlüsse geworden. Sie sind eine Möglichkeit zur Schließung der Garantielücke, die dann entsteht, wenn ein Verkäufer die gewünschten Garantien oder Freistellungen nicht gewähren kann. Ein solches Versicherungsprodukt ist besonders für finanzorientierte Verkäufer bei kontrollierten Auktionen attraktiv. Diese sind nicht zur Vereinbarung von Garantien und Freistellungen bereit, können jedoch ein Versicherungspaket anbieten, das es dem Käufer erlaubt, Garantieansprüche gegenüber der Versicherungsgesellschaft statt gegenüber dem Verkäufer geltend zu machen.

## Gesamtsituation

### KAPITEL 6.1

#### Merkmale W&I-Versicherungen

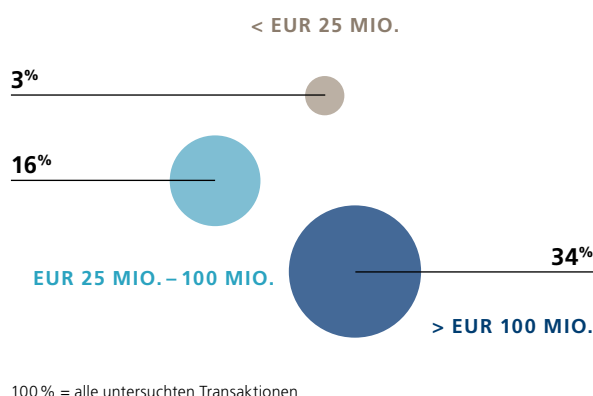
MERKMAL	2016
DE MINIMIS FÜR VERKÄUFER	0,1%
BASKET-SCHWELLE FÜR VERKÄUFER	1%
— FIRST DOLLAR	94%
— EXCESS ONLY	6%
HAFTUNGSHÖCHSTGRENZE DES VERKÄUFERS	9%
VERJÄHRUNGSFRIST FÜR GARANTIEANSPRÜCHE	22 Monate
ANTEIL DER VERKÄUFER UNTER DEN VERSICHERUNGSNEHMERN	6%
ANTEIL DER KÄUFER UNTER DEN VERSICHERUNGSNEHMERN	94%
VERHÄLTNISS VON VERSICHERUNGSSCHUTZ UND DEAL-WERT	30%
ANTEIL DER NICHT ABGESICHERTEN HAFTUNG	1%
DURCHSCHNITTLICHER TRANSAKTIONSWERT FÜR W&I	EUR 277 Mio.
DURCHSCHNITTLICHER W&I-VERSICHERUNGSSCHUTZ	EUR 29 Mio.

Prozentsätze größer als 1 % wurden auf- oder abgerundet. Statistische Auswertung der Deals mit W&I-Versicherung, bei denen CMS überwiegend für den Versicherungsgeber tätig wurde.

### KAPITEL 6.2

#### W&I-Versicherung

nach Kaufpreis (europaweit) 2016



W&I-Versicherungen werden am häufigsten bei größeren Transaktionen eingesetzt.

Will Hemsley, Partner von Hemsley Wynne Furlonge, erklärt: „Die W&I-Versicherung gilt als ein wichtiges strategisches Instrument für Mandanten und Berater, die an M&A-Transaktionen beteiligt sind. Dass Verkäufer die Möglichkeit haben, eine Transaktion zu einem sauberen Ende zu bringen, ist nach wie vor der wichtigste Faktor für den Abschluss der Versicherung bei vielen Bieterverfahren, wobei heute meistens eine sogenannte Stapled Insurance abgeschlossen wird. Während das Produkt immer noch vor allem von institutionellen Anlegern bevorzugt wird, hat sich die Einstellung der Unternehmen 2016 deutlich geändert, die als Käufer oder Verkäufer zunehmend ihre Bilanz mit diesen Policen schützen. Im Hinblick auf die Dynamik der Transaktionen sei darauf hingewiesen, dass die Versicherungsgesellschaften ihre Policen unabhängig von Branchen und Ländern anbieten, wobei die Nachfrage in den letzten Jahren deutlich gestiegen ist.“

### KÄUFERPOLICEN

94%

In der Vergangenheit haben Käufer die Möglichkeiten von Versicherungsgesellschaften zur Erfüllung von Ersatzansprüchen allgemein skeptisch beurteilt. Die Bilanz der wachsenden Zahl von geregelten Fällen konnte diese Bedenken jedoch zum Teil ausräumen. Entscheidend

für die Käufer ist, dass eine Paralledeckung (sogenannte „Back-to-back-Coverage“) der unter Berücksichtigung von Disclosures und Due Diligence intensiv ausgehandelten Garantien angeboten werden kann.

Obwohl die Anzahl der Transaktionen mit W&I-Versicherung 2016 gegenüber dem Vorjahr zurückging, war der Markt bereit, größere Transaktionen abzudecken, wobei der durchschnittliche Wert der Transaktionen mit W&I-Versicherung bei EUR 277 Mio. lag. Die durchschnittliche Deckung pro Transaktion lag somit bei etwa EUR 29 Mio. Damit deckt die W&I-Versicherung im Durchschnitt 30 % des Kaufpreises ab. Transaktionen im Immobiliensektor waren 2016 das Hauptbetätigungsfeld der W&I-Versicherungsgesellschaften. So lag die Quote für den Abschluss einer W&I-Versicherung im Bereich Immobilien&Bauwesen bei 24 %, im Bereich Industrie bei 15 % und im Bereich Konsumgüter bei 13 % (6.3).

CMS ist eine der aktivsten Anwaltssozietäten im Bereich der W&I-Versicherung und berät Versicherungsgesellschaften bei etwa 100 Geschäften pro Jahr. Wir haben die Deals mit W&I-Versicherung analysiert, bei denen CMS für die Versicherungsgesellschaft tätig wurde, und die Daten mit den Deals ohne W&I-Versicherung verglichen, die ebenfalls Gegenstand dieser Studie sind. Die erhobenen Werte für Deals mit W&I-Versicherung und Deals ohne W&I-Versicherung zeigen die jeweils unterschiedliche Risikoverteilung zwischen Verkäufer und Käufer auf.

## DURCHSCHNITTLICHER VERSICHERUNGSSCHUTZ 30 % DES KAUFPREISES

### KAPITEL 6.3

#### Branchenanalyse W&I (alle Transaktionen) 2016

BRANCHE	2016
BANKING&FINANCE	5%
HOTEL&FREIZEIT	9%
ENERGIEWIRTSCHAFT	6%
KONSUMGÜTER	13%
TECHNOLOGIE, MEDIEN&KOMMUNIKATION	12%
INFRASTRUKTUR&PROJEKTE	2%
LIFESCIENCES	7%
IMMOBILIEN&BAUWESEN	24%
INDUSTRIE	15%
SONSTIGE UNTERNEHMENSDIENSTLEISTUNGEN	7%

100 % = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

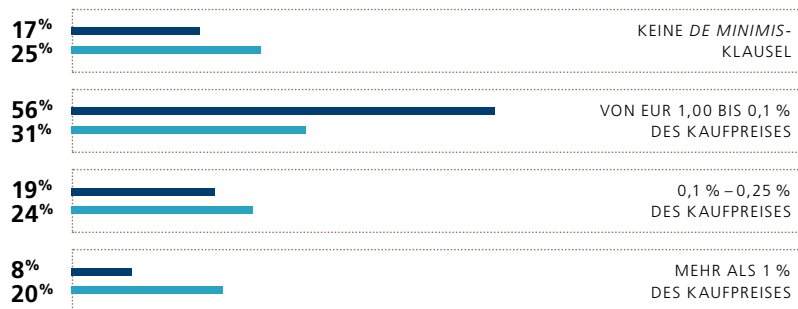
## Betrachtung einzelner Aspekte

### De minimis

Die Käufer befinden sich bei Deals mit W&I-Versicherung tendenziell in einer besseren Position, denn bei 56 % dieser Transaktionen liegt die *De minimis*-Schwelle bei 0,1 % des Kaufpreises oder darunter. Dagegen gilt diese Schwelle nur bei 31 % der Transaktionen ohne W&I. Basket-Schwellen bei Transaktionen mit W&I und Transaktionen ohne W&I sind vergleichbar (6.4).

### KAPITEL 6.4

#### De minimis-Klauseln 2016 bei Deals mit und ohne W&I



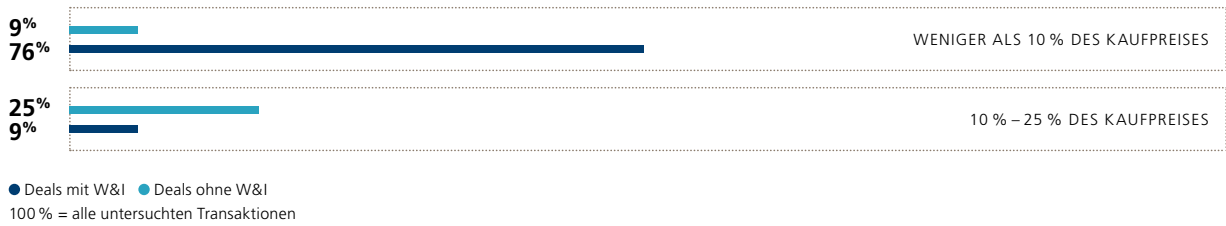
● Deals mit W&I ● Deals ohne W&I  
100 % = alle untersuchten Transaktionen

### Haftungshöchstgrenzen

Hier ergeben sich für den Verkäufer eindeutig die größten Vorteile. Die Beschränkung der Haftung ist für Verkäufer einer der Hauptbeweggründe, Transaktionen mit W&I-Versicherung abzuwickeln. So liegt die Haftungshöchstgrenze bei durchschnittlich 9 %. Bei 76 % der Transaktionen mit W&I-Versicherung liegt die Haftungshöchstgrenze unter 10 % des Kaufpreises, was bei Deals ohne W&I nur in 9 % der Fälle zutrifft. Obwohl der Käufer immer das Restrisiko des nicht von der Police abgesicherten Teils des Kaufpreises trägt, kann er für den Restbetrag oftmals eine komplette Deckung aushandeln. So gibt es bei etwa 25 % der Transaktionen mit W&I-Versicherung keinen Selbstbehalt, sodass die Versicherung bis zur Höhe der Deckungssumme den gesamten Verlust abdeckt. Mit seltenen Ausnahmen liegt der durchschnittliche Selbstbehalt einer Police bei 1 % des Kaufpreises. Oft hat der Käufer die Möglichkeit, in Höhe des Selbstbehalts gegen den Verkäufer vorzugehen (6.1) (6.5).

**KAPITEL 6.5**

**Haftungshöchstgrenzen 2016** bei Deals mit und ohne W&I



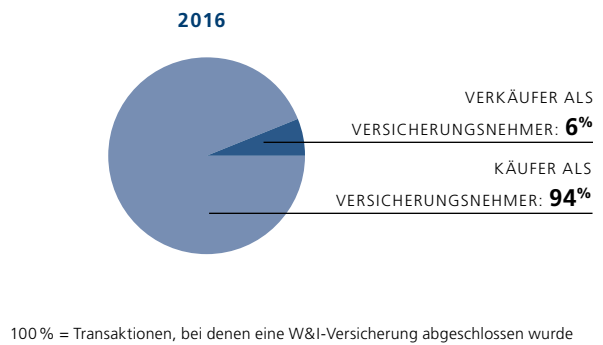
**Verjährungsfristen für Garantieansprüche**

Bei den Verjährungsfristen für Garantieansprüche gibt es zwischen Transaktionen mit und ohne W&I-Versicherung kaum Unterschiede. Wenn der Käufer als Versicherungsnehmer auftritt, liegt die Entscheidung bei ihm, die Versicherungsdauer über den im Kaufvertrag vereinbarten Zeitraum hinaus zu verlängern.

Die W&I-Versicherung kann sowohl für die Verkäufer- als auch für die Käuferseite angeboten werden. Im Regelfall wird sie jedoch vom Käufer abgeschlossen (94 % der relevanten Transaktionen im Jahr 2016), wobei die Prämie, die normalerweise 1 % bis 2 % der Deckungssumme entspricht, häufig vom Verkäufer getragen wird (6.6).

**KAPITEL 6.6**

**W&I-Versicherungen nur 2016**



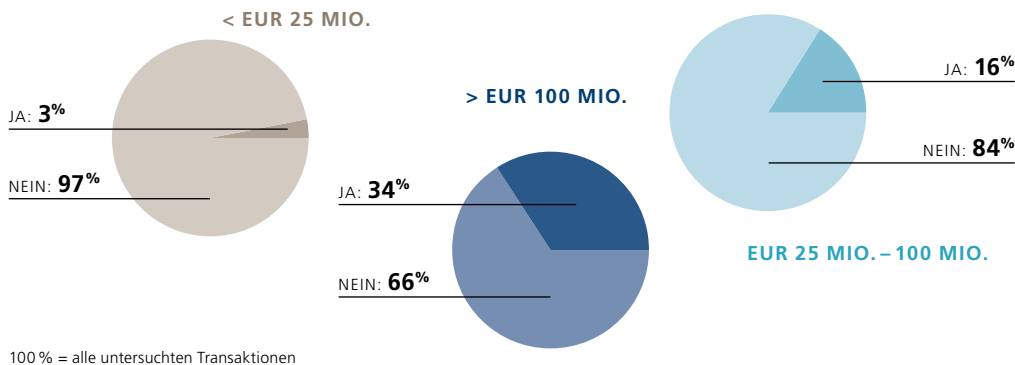
**Analyse nach Transaktionswert**

Es besteht in jedem Fall eine Abhängigkeit zwischen der Wahl einer W&I-Versicherung und dem Transaktionswert: Je größer die Transaktion, desto eher stellt die W&I-Versicherung eine attraktive Lösung dar. Die CMS-Daten zeigen, dass das Produkt bei 3 % der Transaktionen mit einem Wert von bis zu EUR 25 Mio., bei 16 % der Transaktionen mit einem Wert von EUR 25 bis 100 Mio. und bei 34 % der Transaktionen mit einem Wert von über EUR 100 Mio. angesetzt wird (6.7).

W&I-VERSICHERUNG  
**3 %**  
 ALLER DEALS < EUR 25 MIO.  
**34 %**  
 ALLER DEALS > EUR 100 MIO.

**KAPITEL 6.7**

**W&I-Versicherung** nach Kaufpreis (europaweit) 2016



W&I im Sektor Immobilien & Bauwesen am beliebtesten.

# Verjährungsfristen für Garantieansprüche

Verkäufer und Käufer einigen sich in der Regel auf eine Verkürzung der gesetzlichen Verjährungsfristen für Garantieansprüche im Kaufvertrag, indem sie kürzere Verjährungsfristen vereinbaren. Dies ist verkäuferfreundlich, da den Käufern weniger Zeit bleibt, um Garantieansprüche geltend zu machen.

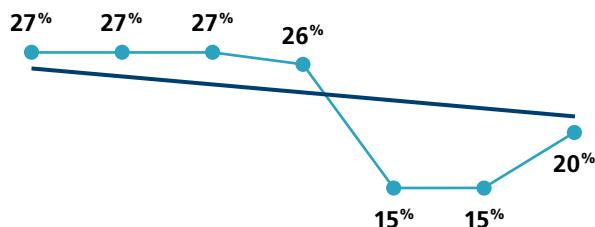
## Gesamtsituation

### KAPITEL 7.1

#### CMS-Trendindex

Verjährungsfristen (mehr als 24 Monate)

2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016



—●— Verjährungsfristen (mehr als 24 Monate) — Entwicklung



AKTUELLE ENTWICKLUNG



GESAMTENTWICKLUNG

2016 gab es unabhängig vom Transaktionswert eine Zunahme der längeren Verjährungsfristen (von mehr als 24 Monaten) und einen entsprechenden Rückgang der kürzeren Verjährungsfristen. Der Anteil der Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten stieg 2016 gegenüber dem Vorjahr von 15 % auf 20 % und entwickelte sich somit zugunsten der Käufer. Der Anteil der Verjährungsfristen von 12 bis 24 Monaten sank 2016 im Vergleich zum Vorjahr von 69 % auf 66 %. Der Anteil der Verjährungsfristen von 12 bis 18 Monaten sank 2016 ebenfalls gegenüber dem Vorjahr von 38 % auf 36 % (7.1) (7.3).

### KAPITEL 7.2

#### CMS-Branchenanalyse

Verjährungsfristen (mehr als 24 Monate)

BRANCHE	2015	2016
BANKING&FINANCE	21%	13%
HOTEL&FREIZEIT	13%	30%
ENERGIEWIRTSCHAFT	12%	8%
KONSUMGÜTER	23%	15%
TECHNOLOGIE, MEDIEN&KOMMUNIKATION	20%	14%
INFRASTRUKTUR&PROJEKTE	0%	0%
LIFESCIENCES	11%	24%
IMMOBILIEN&BAUWESEN	17%	23%
INDUSTRIE	15%	30%
SONSTIGE UNTERNEHMENSDIENSTLEISTUNGEN	15%	28%
<b>CMS-DURCHSCHNITT</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>

100 % = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

#### Längste Verjährungsfristen in den Branchen Industrie und Hotel & Freizeit.

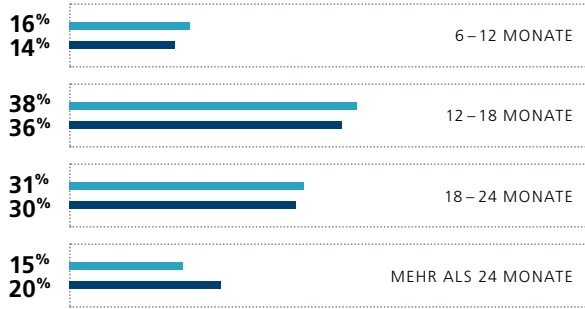
Aus der Sektoranalyse geht hervor, dass es längere Verjährungsfristen (d. h. länger als 24 Monate) eher in den Sektoren Industrie und Hotel & Freizeit gab (jeweils 30 % der in diesen Branchen ausgewerteten Transaktionen).

2015 wurden längere Verjährungsfristen vor allem in den Sektoren Banking & Finance und Konsumgüter verzeichnet, die aber 2016 kürzere Verjährungsfristen aufwiesen (7.1) (7.2).



**KAPITEL 7.3**

**Verjährungsfristen für Garantieansprüche  
2015–2016**



● 2015 ● 2016  
100% = alle untersuchten Transaktionen

VERJÄHRUNGSFRISTEN  
12–24 MONATE

66% ↘

VERJÄHRUNGSFRISTEN  
>24 MONATE

20% ↗

Betrachtung einzelner Aspekte

In Frankreich vereinbaren die Parteien in der Regel längere Verjährungsfristen für Garantieansprüche. 2016 und im Vorjahr enthielten durchschnittlich 40% der Transaktionen Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten.

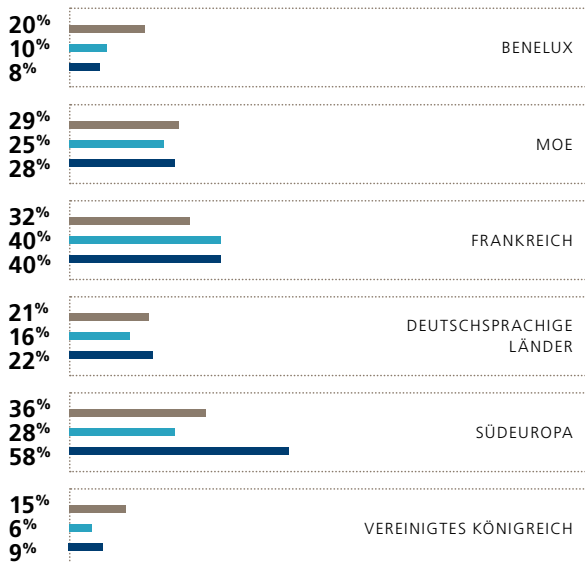
Mit 58% der Transaktionen, bei denen Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten vereinbart wurden, ist

Südeuropa die käuferfreundlichste Region. Im Sechsjahres-Durchschnitt lag der Anteil noch bei 36%.

Die kürzesten Verjährungsfristen für Garantieansprüche gab es im Vereinigten Königreich, wo 20% der Transaktionen Verjährungsfristen von bis zu zwölf Monaten enthielten. Dagegen ging der Anteil dieser kurzen Verjährungsfristen in den Benelux-Ländern 2016 gegenüber dem Vorjahr von 28% (Spitzenwert 2015) auf 8% zurück (7.4) (7.5).

**KAPITEL 7.4**

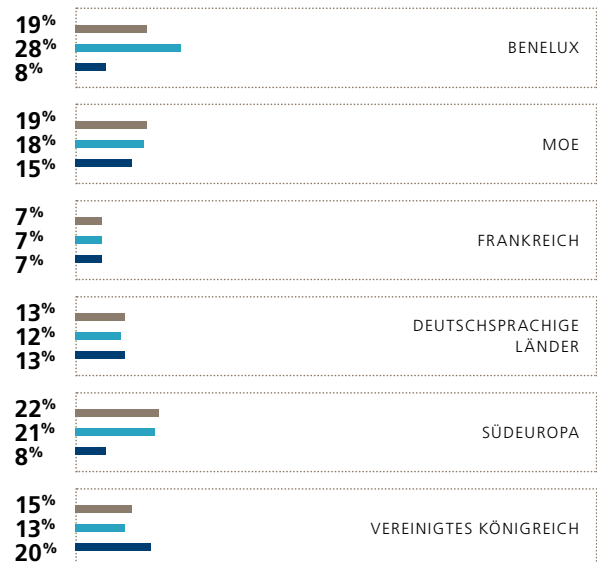
**Verjährungsfristen für Garantieansprüche  
Mehr als 24 Monate, 2010–2016**



● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100% = alle untersuchten Transaktionen

**KAPITEL 7.5**

**Verjährungsfristen für Garantieansprüche  
6–12 Monate, 2010–2016**



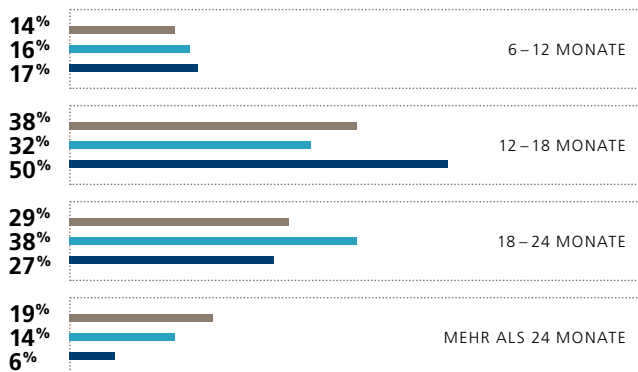
● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100% = alle untersuchten Transaktionen

Südeuropa übertrifft Frankreich als Region mit den längsten Verjährungsfristen. In einigen Regionen Europas (Benelux, Vereinigtes Königreich) setzen sich kürzere Verjährungsfristen durch.

# Analyse nach Transaktionswert

## KAPITEL 7.6

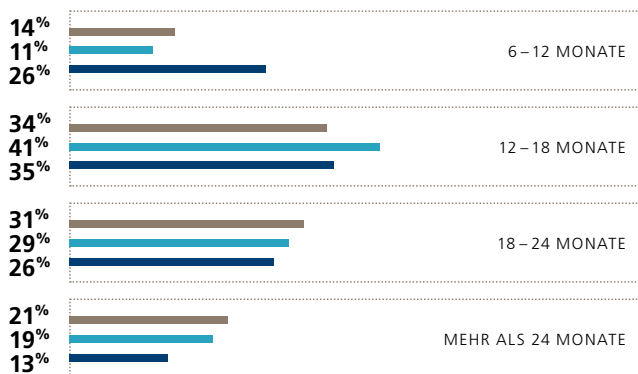
### Verjährungsfristen für Garantieansprüche nach Kaufpreis 2015



● < EUR 25 Mio. ● EUR 25–100 Mio. ● > EUR 100 Mio.  
100% = alle untersuchten Transaktionen

## KAPITEL 7.7

### Verjährungsfristen für Garantieansprüche nach Kaufpreis 2016



● < EUR 25 Mio. ● EUR 25–100 Mio. ● > EUR 100 Mio.  
100% = alle untersuchten Transaktionen

Bei Transaktionen mit einem Volumen von über EUR 100 Mio. wurden eher verkäuferfreundliche Verjährungsfristen vereinbart. 2016 enthielten 13 % dieser Transaktionen Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten (im Jahr 2015 lag der Anteil bei nur 6 %). Dessen ungeachtet wurden bei größeren Transaktionen tendenziell kürzere Verjährungsfristen vereinbart. Eine Verjährungsfrist von mehr als 24 Monaten kam bei 13 % der Deals mit einem Volumen von mehr als EUR 100 Mio. zur Anwendung; der Anteil bei den Abschlüssen mit einem Volumen von unter EUR 25 Mio. lag hingegen bei 21 %.

Im Vergleich dazu haben Verkäufer und Käufer 2016 bei einem Transaktionsvolumen von EUR 25 bis 100 Mio. eher Verjährungsfristen zwischen 12 und 18 Monaten vereinbart, und zwar in 41 % der Fälle. Das entspricht einer deutlichen Zunahme gegenüber dem Vorjahreswert von 32 % **(7.6) (7.7)**.

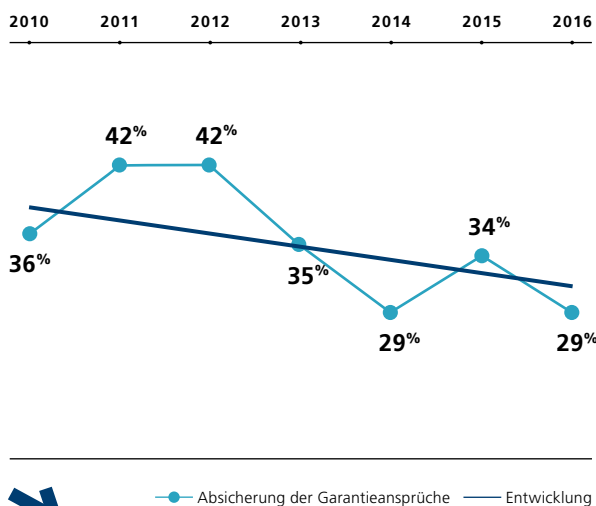
Mehr Transaktionen mittlerer Größenordnung (41 %) mit Verjährungsfristen von 12 bis 18 Monaten.

# Absicherung der Garantieansprüche

Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Verkäufers nach einer M&A-Transaktion ist für den Käufer häufig ein Thema (beispielsweise weil sich der Verkäufer nach dem Abschluss zu einer reinen Unternehmenshülle ohne wesentliche Wirtschaftsgüter entwickeln könnte). In einem derartigen Fall könnten sich die Garantiesprüche des Käufers als wertlos erweisen. Daher ist es käuferfreundlich, wenn sich die Parteien auf eine Absicherung der Garantiesprüche einigen. Art und Höhe der Absicherung hängen von vielen Faktoren ab, beispielsweise der Wahrscheinlichkeit, dass ein Garantiespruch geltend gemacht werden kann, der Belastbarkeit der Zusicherungen („Covenant“) des Verkäufers und der Struktur der Transaktion.

## KAPITEL 8.1

### CMS-Trendindex Absicherung der Garantiesprüche



**GESAMTENTWICKLUNG**

Weniger Deals enthalten eine Absicherung der Garantiesprüche.

## HÄUFIGKEIT DER ABSICHERUNG

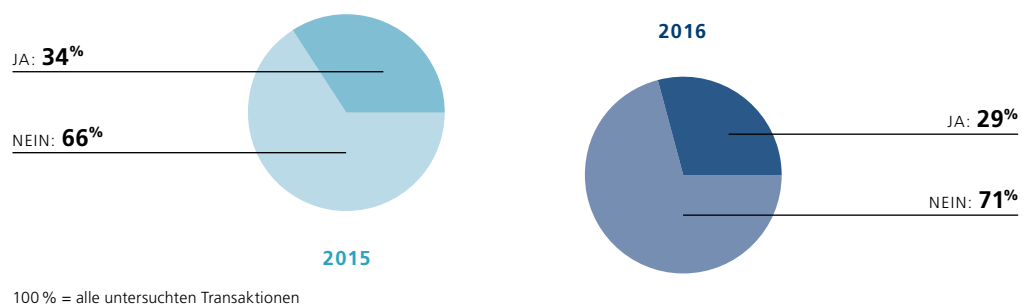
29% ↓

## Gesamtsituation

Im Vergleich zu 2015 und dem Sechs-Jahres-Durchschnitt von jeweils 34 % war 2016 nur bei 29 % der Transaktionen eine Absicherung der Garantiesprüche vorgesehen. Der verkäuferfreundliche Trend hat sich damit fortgesetzt. Den Verkäufern ist es häufiger gelungen, eine Absicherung zu umgehen. Das könnte mit der Beliebtheit der W&I-Versicherung zu tun haben, die den Käufern zugutekommt **(8.1) (8.2)**.

## KAPITEL 8.2

### Absicherung der Garantiesprüche 2015–2016

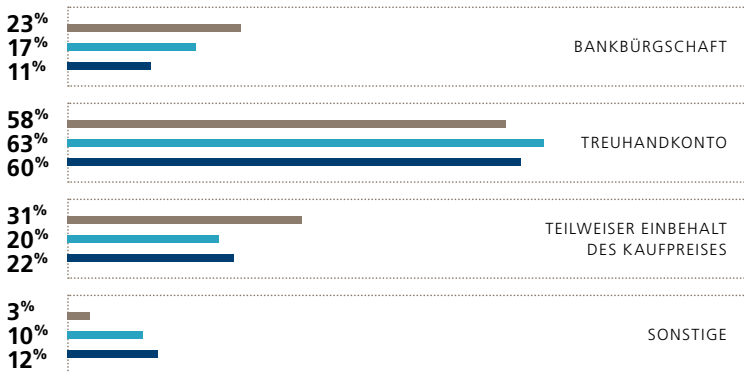


# Betrachtung einzelner Aspekte

Der teilweise Einbehalt des Kaufpreises dürfte bei den Verkäufern die unbeliebteste Art der Absicherung sein, da ein Verkäufer dann ein Risiko bezüglich der Zahlungsfähigkeit des Käufers eingeht. Daher haben Käufer Grund, optimistisch zu sein, da der Anteil der Transaktionen, bei denen der Käufer einen Teil des Kaufpreises einbehalten konnte (sofern eine Absicherung angeboten wurde), 2016 gegenüber dem Vorjahr geringfügig von 20 % auf 22 % anstieg. Im Vergleich zu dem Sechs-Jahres-Durchschnitt von 31 % ging der Anteil jedoch deutlich zurück (8.3).

## KAPITEL 8.3

### Absicherung der Garantiesprüche 2010–2016

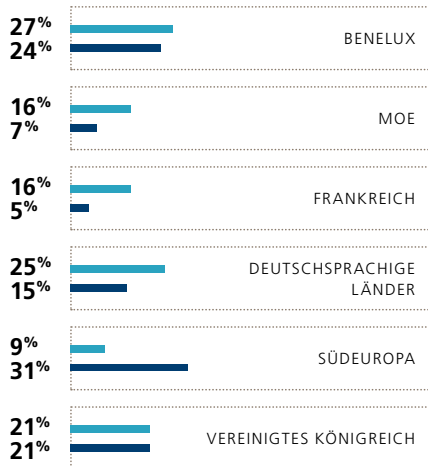


● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100% = alle Transaktionen mit Sicherheitsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich

Treuhandkonten sind die am häufigsten verwendete Art der Absicherung. Ihre Anwendung ging 2016 gegenüber dem Vorjahr von 63 % auf 60 % zurück. In einigen Regionen wurde dieser Rückgang besonders deutlich: in Frankreich von 16 % auf 5 %, in den deutschsprachigen Ländern von 25 % auf 15 % und in Mittel- und Osteuropa von 16 % auf 7 %. In den Benelux-Ländern (24 %) und im Vereinigten Königreich (21 %) blieben Treuhandkonten weiterhin beliebt. In Südeuropa kamen sie 2016 mit einem Anteil von 31 % häufiger als im Vorjahr zur Anwendung (9 %) (8.4).

## KAPITEL 8.4

### Treuhandkonten 2015–2016



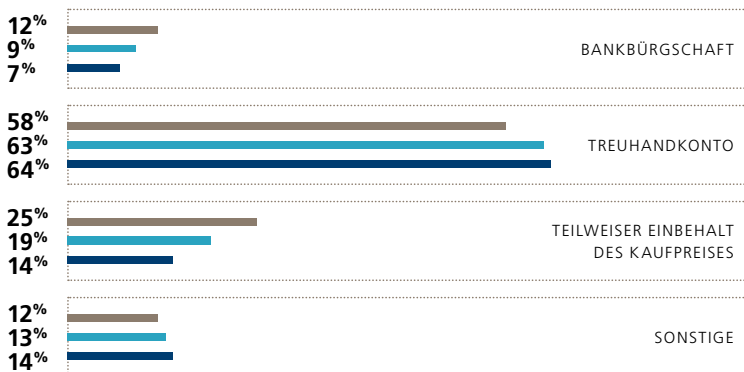
● 2015 ● 2016  
100% = alle untersuchten Transaktionen

Treuhandkonten sind die am häufigsten verwendete Art der Absicherung.

# Analyse nach Transaktionswert

## KAPITEL 8.5

### Absicherung von Garantiesprüchen nach Kaufpreis 2016



● < EUR 25 Mio. ● EUR 25–100 Mio. ● > EUR 100 Mio.  
100% = alle Transaktionen mit Sicherheitsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich

## EINBEHALT DES KAUFPREISES

22% ↗

Eine Analyse der Transaktionen mit Absicherung der Garantiesprüche nach Transaktionswert zeigt, dass der Einbehalt eines Teils des Kaufpreises bei Deals mit einem Wert von unter EUR 25 Mio. häufiger (25 %) zur Anwendung kommt.

Darüber hinaus ist festzustellen, dass die Anwendung von Treuhandkonten und anderen Absicherungsformen nicht so sehr vom Transaktionswert abhängig ist (8.3) (8.5).

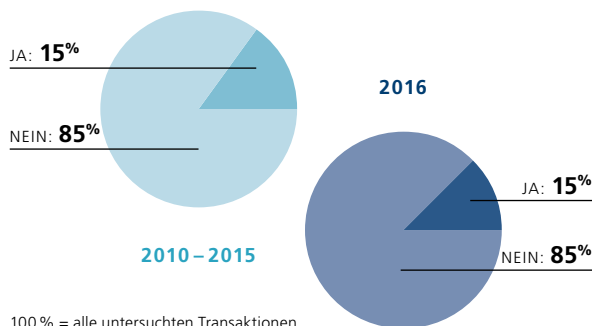
# MAC-Klauseln

Material-Adverse-Change-Klauseln (MAC-Klauseln) verteilen das Risiko wesentlicher Veränderungen, die zwischen dem Abschluss des Vertrags (Signing) und dem dinglichen Vollzug (Closing) auftreten. MAC-Klauseln berechtigen den Käufer, den Vertrag zu kündigen, falls vor dem dinglichen Vollzug ein bestimmtes Ereignis eintritt. Derartige Ereignisse werden explizit im Vertrag festgelegt und sind oftmals Gegenstand intensiver und eingehender Verhandlungen. Der Verkäufer versucht in der Regel, bestimmte unvermeidbare Ereignisse von der MAC-Klausel auszuklammern, damit das Risiko einer wesentlichen Änderung vom Käufer getragen wird.

## Gesamtsituation

### KAPITEL 9.1

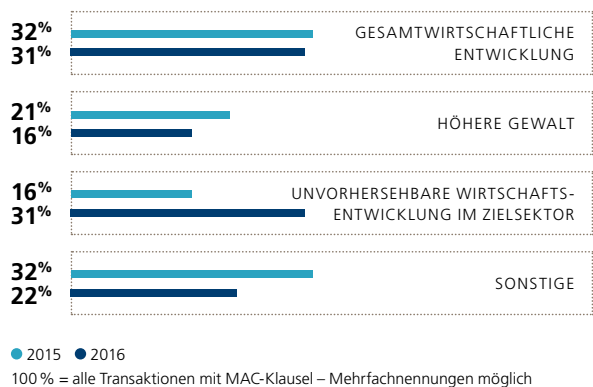
#### MAC-Klauseln 2010–2016



### KAPITEL 9.3

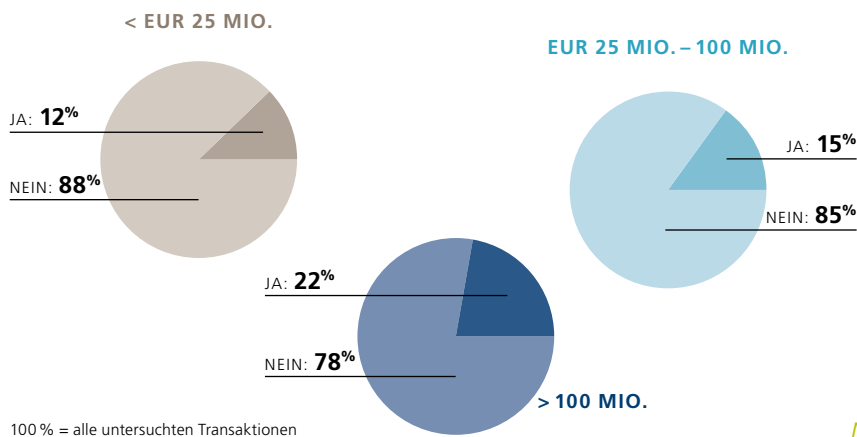
#### MAC-Klauseln 2015–2016

Ausnahmen von MAC-Bestimmungen



### KAPITEL 9.2

#### MAC-Klauseln nach Kaufpreis 2016



2016 wurden MAC-Klauseln bei nur 15 % der Deals eingesetzt, was dem Durchschnitt der sechs Vorjahre (15 %) entspricht (9.1) (9.2) :

MAC-KLAUSEL-ANTEIL 2016

15% →

Je größer der Deal, desto wahrscheinlicher eine MAC-Klausel.

AUSSCHLUSS  
„UNVORHERSEHBARER  
WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG  
IM ZIELSEKTOR“ VON DER  
MAC-KLAUSEL

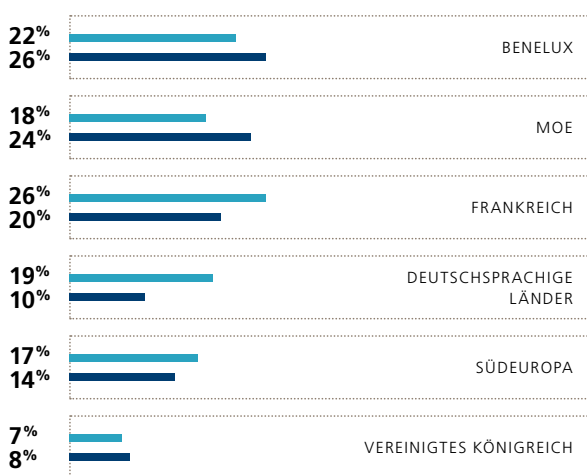
31% ↗

Nach wie vor ist es für Käufer allgemein schwierig, MAC-Klauseln auszuhandeln, und darüber hinaus werden oftmals Ausnahmen (Carve-outs) vereinbart. Beispielsweise war es 2016 zunehmend üblich, „unvorhersehbare Wirtschaftsentwicklung im Zielsektor“ aus der MAC-Klausel auszuschließen. Der Anteil der Transaktionen mit Carve-outs aus der MAC-Klausel stieg 2016 gegenüber dem Vorjahr von 16 % auf 31 % (9.3).

## Betrachtung einzelner Aspekte

### KAPITEL 9.4

#### MAC-Klauseln 2015–2016



● 2015 ● 2016  
100 % = alle untersuchten Transaktionen

Die Anwendung von MAC-Klauseln entwickelte sich in den einzelnen Regionen Europas unterschiedlich. Besonders hervorzuheben ist die Tatsache, dass in einigen Ländern 2016 deutlich weniger MAC-Klauseln als im Vorjahr eingesetzt wurden. So sank der Anteil in Frankreich von 26 % auf 20 %, in den deutschsprachigen Ländern von 19 % auf 10 % und in Südeuropa von 17 % auf 14 %. In den Benelux-Ländern dagegen erhöhte sich der Anteil im selben Zeitraum von 22 % auf 26 %. In Mittel- und Osteuropa war ebenfalls ein Anstieg von 18 % auf 24 % zu verzeichnen. Am wenigsten beliebt ist die MAC-Klausel im Vereinigten Königreich, wo sie 2016 bei nur 8 % der Transaktionen Anwendung fand (9.4).

### Unterschiedliche Beliebtheit von MAC-Klauseln in den einzelnen Ländern.

Darüber hinaus lassen sich 2016 branchenspezifische Trends bei der Anwendung von MAC-Klauseln feststellen. Am häufigsten kamen sie mit einem Anteil von 24 % im Sektor Immobilien & Bauwesen zum Einsatz. In anderen Branchen macht sich die rückläufige Entwicklung deutlich bemerkbar. Im Sektor Banking & Finance ging der Anteil der Transaktionen mit MAC-Klausel 2016 gegenüber dem Vorjahr um 17 Prozentpunkte, in der Industrie um 16 Prozentpunkte und in der Energiewirtschaft um 15 Prozentpunkte zurück (9.5).

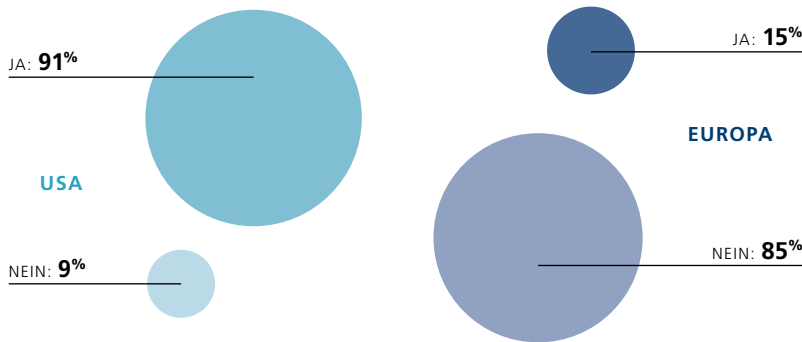
### KAPITEL 9.5

#### Häufigkeit von MAC-Klauseln 2015–2016 in %

BRANCHE	2015	2016
BANKING & FINANCE	25%	8%
HOTEL & FREIZEIT	12%	16%
ENERGIEWIRTSCHAFT	19%	4%
KONSUMGÜTER	11%	9%
TECHNOLOGIE, MEDIEN & KOMMUNIKATION	13%	17%
INFRASTRUKTUR & PROJEKTE	0%	0%
LIFESCIENCES	12%	11%
IMMOBILIEN & BAUWESEN	15%	24%
INDUSTRIE	31%	15%
SONSTIGE UNTERNEHMENSDIENSTLEISTUNGEN	16%	14%
<b>CMS-DURCHSCHNITT</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>

100 % = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche

MAC-Klauseln



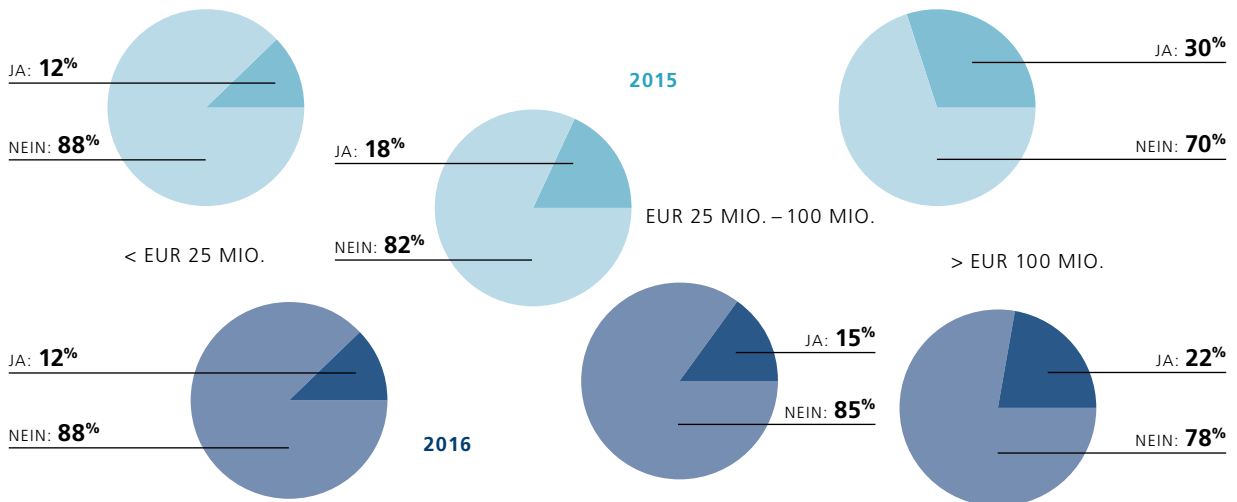
100 % = alle untersuchten Transaktionen  
 „Stand-alone MAC“, „Back Door MAC“ und gemischte „Stand-alone/Back Door MAC“

Im Gegensatz zu Europa, wo nur 15 % der Deals eine MAC-Klausel enthielten, lag der Wert bei US-amerikanischen Deals bei 91 %. Dieser deutliche Unterschied resultiert zum Teil daraus, dass die Verkäufer eine höhere Transaktionssicherheit bei kontrollierten Auktionen in Europa fordern. Zudem sind MAC-Klauseln in bestimmten europäischen Ländern generell deshalb weniger weit verbreitet, weil dort mehr Transaktionen mit gleichzeitigem Signing und Closing erfolgen (9.6).

**Bedeutender Unterschied zu den USA (91 %).**

Analyse nach Transaktionswert

MAC-Klauseln nach Kaufpreis 2015–2016



100 % = alle untersuchten Transaktionen

HÄUFIGKEIT VON MAC-KLAUSELN

**12 %**

ALLER DEALS < EUR 25 Mio.

**22 %**

ALLER DEALS > EUR 100 Mio.

In den letzten Jahren haben wir festgestellt, dass Transaktionen mit einem höheren Kaufpreis tendenziell häufiger eine MAC-Klausel enthalten als Transaktionen mit einem geringeren Kaufpreis. Das war auch 2016 der Fall:

- 22 % der Transaktionen mit einem Wert von mehr als EUR 100 Mio. enthielten eine MAC-Klausel (gegenüber 30 % im Vorjahr).
- 15 % der Transaktionen mit einem Wert von EUR 25 bis 100 Mio. enthielten eine MAC-Klausel.
- 12 % der Transaktionen mit einem Wert von weniger als EUR 25 Mio. enthielten eine MAC-Klausel.

Diese unterschiedliche Verteilung liegt vermutlich daran, dass die Käufer das Risiko einer wesentlichen Veränderung nach Vertragsschluss bei größeren Deals als deutlich problematischer einschätzen, aber auch daran, dass der Zeitraum zwischen Signing und Closing länger sein kann, wenn behördliche Genehmigungen erforderlich sind – was bei größeren Deals eher der Fall ist (9.7).

# Schiedsklauseln

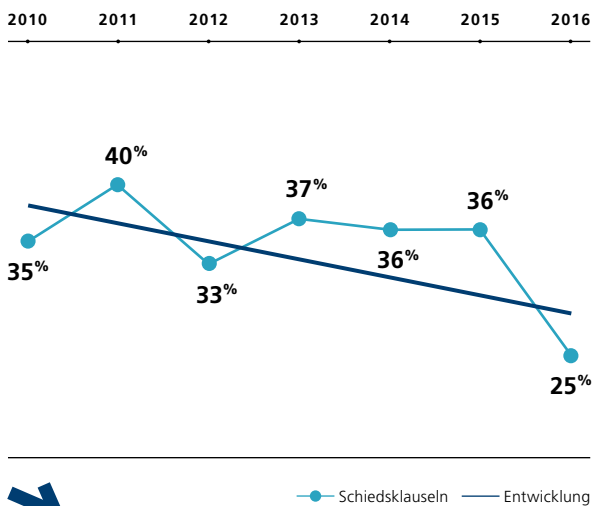
Bei einer Schiedsklausel müssen alle sich durch den Deal ergebenden Streitigkeiten vor einem privaten Schiedsgericht statt einem öffentlichen Gericht entschieden werden. Grund für die Vereinbarung einer Schiedsklausel kann z. B. der Wunsch sein, die Gerichte in Ländern zu umgehen, in denen die Verfahren zeitraubend sind und der Ausgang sehr ungewiss ist, oder aber die Vermeidung eines öffentlichen Prozesses. Allerdings werden auch Nachteile gesehen, wie beispielsweise die relativ hohen Kosten von Schiedsverfahren durch bekannte Schiedsgerichtsinstitutionen oder Bedenken, dass die theoretische Verfahrenseffizienz in der Praxis nicht erreicht wird. Da jedoch die Vollstreckung ausländischer Urteile in einigen Ländern unter Umständen immer noch schwierig ist, steht wahrscheinlich die Erreichung eines Schiedsspruchs, der in mehreren Ländern durchgesetzt werden kann, bei der Entscheidung zugunsten einer Schiedsklausel im Mittelpunkt.

## Gesamtsituation

Schiedsverfahren wurden 2016 in 25 % der Fälle als Streitlösungsmittel vereinbart. Der Anteil ging gegenüber dem Vorjahr (36 %) und dem Durchschnitt der sechs Vorjahre (36 %) deutlich zurück. Wir sind der Ansicht, dass es sich hierbei um eine vorübergehende Entwicklung handelt. Die ablehnende Haltung hat möglicherweise damit zu tun, dass insbesondere in Deutschland im Zusammenhang mit dem Freihandelsabkommen TTIP zwischen der EU und den USA, das nun zum Scheitern verurteilt ist, öffentlich über die Anwendung von Schiedsverfahren zur Beilegung von Streitigkeiten zwischen Investoren und Staat diskutiert wird. Die Vorbehalte scheinen inzwischen auch Auswirkungen auf privatwirtschaftliche Verträge zu haben. Wir rechnen jedoch damit, dass 2017 wieder mehr Schiedsklauseln vereinbart werden. Es gibt einen Trend hin zur Anwendung nationaler Schiedsordnungen statt internationaler Schiedsordnungen (2016 wurden nationale Schiedsordnungen bei 63 % der Transaktionen mit Schiedsklausel vereinbart, gegenüber 60 % im Durchschnitt der sechs Vorjahre) **(10.1) (10.2)**.

### KAPITEL 10.1

#### CMS-Trendindex Schiedsklauseln



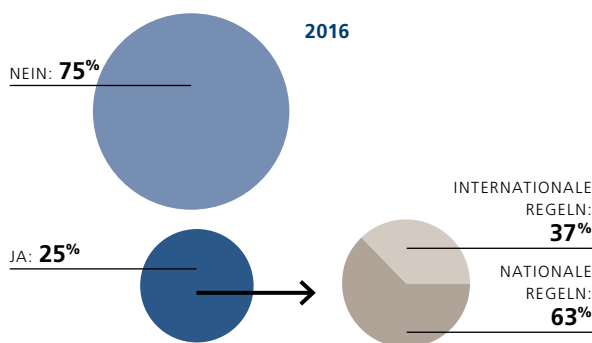
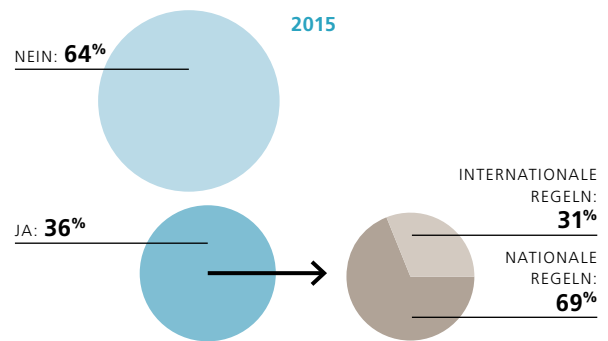
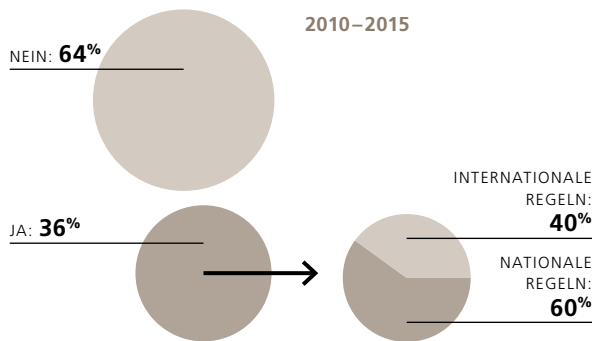
GESAMTENTWICKLUNG

Schiedsverfahren in einigen Ländern weniger beliebt.

SCHIEDSKLAUSEL-  
ANTEIL 2016

25% ↓





100% = alle untersuchten Transaktionen

NATIONALE SCHIEDSORDNUNGEN

63% ↗

Betrachtung einzelner Aspekte

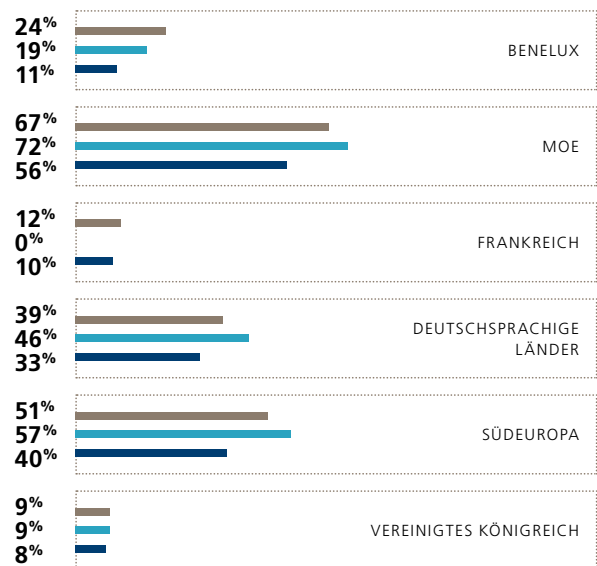
Der Anteil der Transaktionen mit Schiedsklauseln ging 2016 in Südeuropa auf 40% (gegenüber 51% im Durchschnitt der sechs Vorjahre), in Mittel- und Osteuropa auf 56% (gegenüber 67% im Durchschnitt der sechs Vorjahre) und in den deutschsprachigen Ländern auf 33% (gegenüber 39% im Durchschnitt der sechs Vorjahre) zurück.

Im Vereinigten Königreich werden Schiedsklauseln hingegen selten angewandt: 2016 wurden sie bei nur 8% der Transaktionen vereinbart (Sechs-Jahres-Durchschnitt 9%). In Frankreich wurden 2016 bei 10% der Transaktionen Schiedsklauseln vereinbart (Sechs-Jahres-Durchschnitt 12%) (10.3).

SCHIEDSKLAUSEL-ANTEIL IN DER MOE-REGION

56%

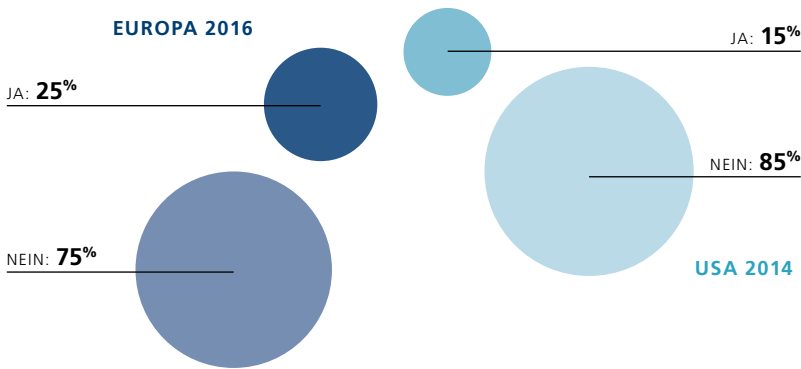
Schiedsverfahren in einigen Ländern beliebter, insbesondere in Mittel- und Osteuropa.



● 2010–2015 ● 2015 ● 2016  
100% = alle untersuchten Transaktionen

**KAPITEL 10.4**

**Vergleich Europa/USA  
Schiedsklauseln**



„Schiedsklauseln sind in Europa (25 %) wesentlich beliebter als in den USA (15 %).“

100 % = alle untersuchten Transaktionen

**Analyse nach Transaktionswert**

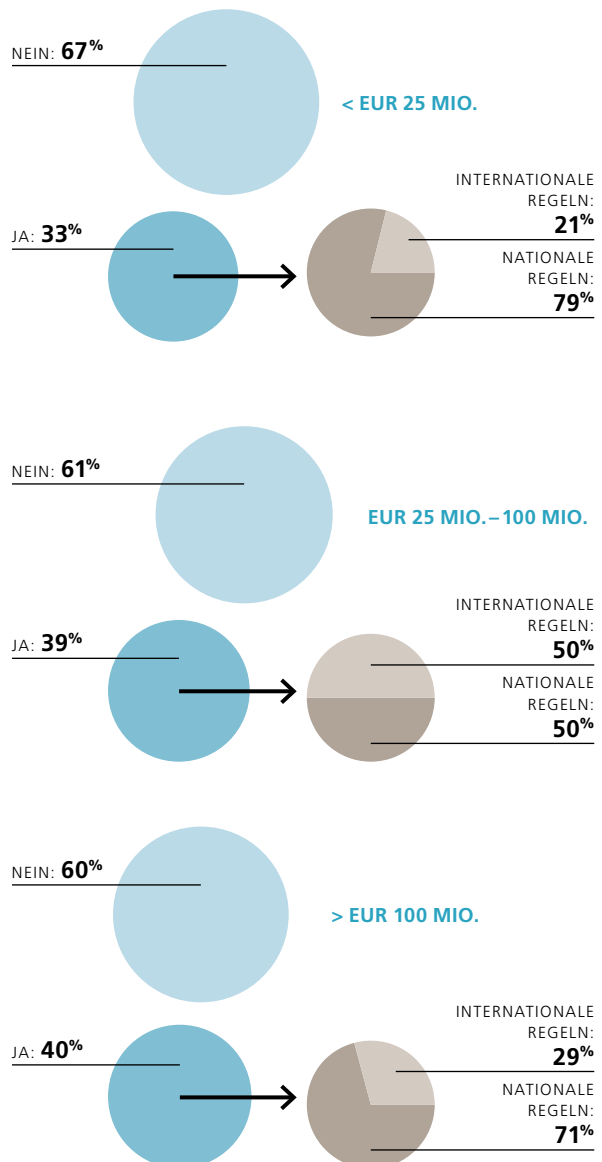
Der Transaktionswert war offenbar 2016 ein relevanter Faktor, wenn es darum ging, sich für oder gegen eine Schiedsklausel zu entscheiden. Bei kleineren Transaktionen von unter EUR 25 Mio. lag der Anteil der Verträge mit Schiedsklausel bei 21 %. Je größer der Transaktionswert, desto öfter wird ein Schiedsverfahren als Streitbeilegungsmechanismus vereinbart. Bei Deals von mehr als EUR 100 Mio. beträgt der Anteil 42 %.

Die interessanteste Beobachtung ist, dass der Transaktionswert das entscheidende Kriterium für die Wahl einer nationalen oder internationalen Schiedsordnung war. Bei großen Transaktionen mit einem Wert von über EUR 100 Mio. wird tendenziell eine internationale Schiedsordnung gewählt (67 %), während man sich bei kleineren Deals an nationalen Schiedsordnungen orientiert. Bei einem Transaktionswert von mehr als EUR 100 Mio. stieg unter allen Transaktionen mit vereinbarter Schiedsklausel der Anteil der internationalen Schiedsordnungen 2016 gegenüber dem Vorjahr von 29 % auf 67 % (10.5).

Der Transaktionswert kann die Entscheidung für das Schiedsverfahren als Streitbeilegungsmechanismus beeinflussen.

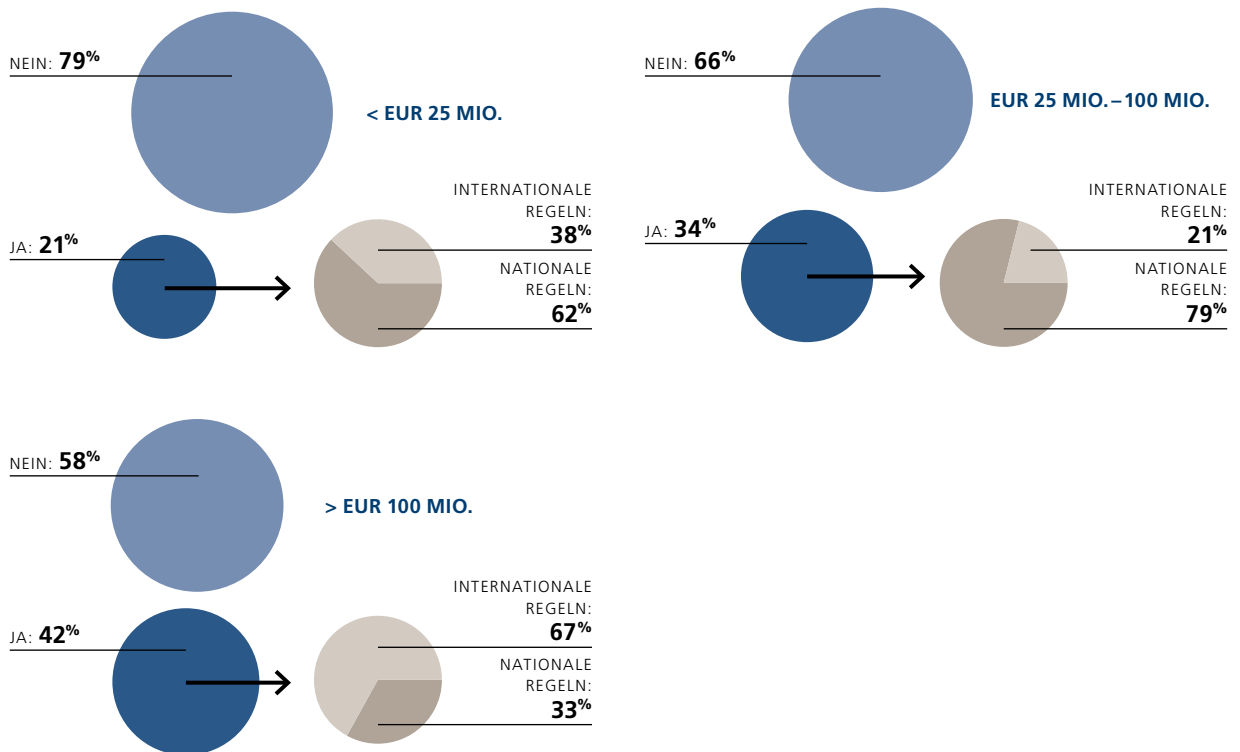
**KAPITEL 10.5**

**Schiedsklauseln nach Kaufpreis 2015**



## Schiedsklauseln nach Kaufpreis 2016

---

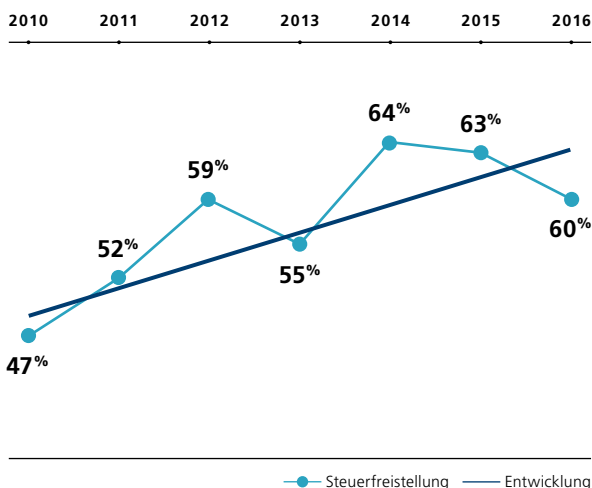


# Steuerliche Aspekte

Der Grund für eine Steuerfreistellungsvereinbarung besteht darin, dass der Käufer gegenüber Steuerrisiken schadlos gehalten werden möchte, die vor dem Closing bestehen. Steuerfreistellungsvereinbarungen enthalten oftmals Höchstgrenzen und Verjährungsfristen. Es gibt auch unterschiedliche Verjährungsfristen für Ansprüche in Verbindung mit einer Steuerfreistellung, nämlich „absolute“ und „relative“ 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.

## KAPITEL 11.1

### CMS-Trendindex Steuerfreistellung



### STEUERFREISTELLUNG 2016

**60%** ↓

## Gesamtsituation

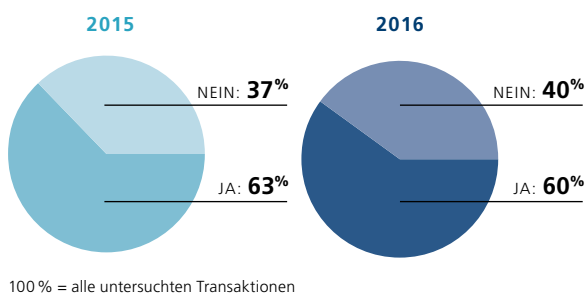
2016 wurden Steuerfreistellungen bei 60 % der Deals vereinbart. Damit stieg der Anteil gegenüber dem Durchschnitt der letzten sechs Jahre von 57 % geringfügig an, wobei 2015 noch in 63 % der Fälle Steuerfreistellungen vereinbart wurden. Gleichzeitig enthielten die Vereinbarungen in 50 % der Fälle eine Klausel, die dem Verkäufer das Recht auf Beteiligung an einer zukünftigen steuerlichen Außenprüfung einräumt (2010–2015: 48 % und 2015: 46 %) **(11.1)**

**(11.2) (11.3)**

## KAPITEL 11.2

### Steuerfreistellung 2015–2016

Wurde eine Steuerfreistellung vereinbart?



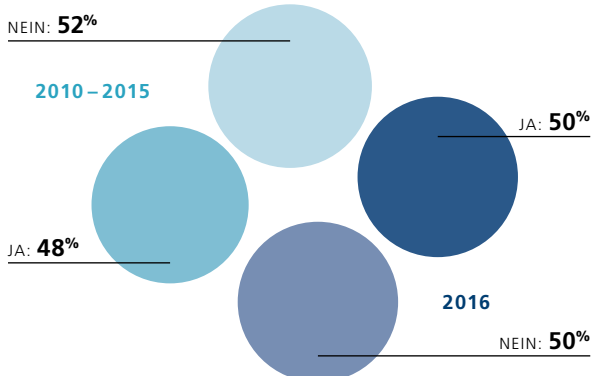
100 % = alle untersuchten Transaktionen

TEILNAHMERECHT  
VERKÄUFER

**50%** ↗

## KAPITEL 11.3

### Steuerfreistellung 2010–2016 Recht zur Teilnahme an einer zukünftigen steuerlichen Außenprüfung

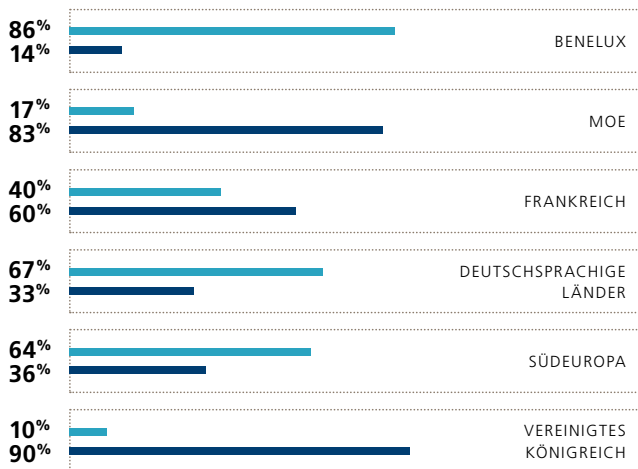


100 % = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

## Betrachtung einzelner Aspekte

### KAPITEL 11.4

#### Steuerfreistellung 2016 Absolute und relative Verjährungsfrist



● Relativ ● Absolut

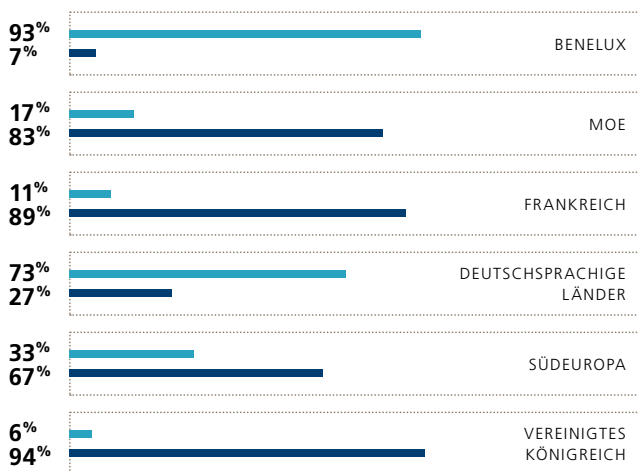
100 % = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

## Analyse nach Transaktionswert

Die Analyse nach Transaktionswert zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit der Vereinbarung einer Steuerfreistellungsklausel mit der Größe des Deals steigt. Der Anteil der Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel lag bei einem Volumen von über EUR 100 Mio. bei 78 %, bei einem Volumen von EUR 25 bis 100 Mio. bei 69 % und bei einem Volumen von unter EUR 25 Mio. bei 55 %, wobei die Ergebnisse am unteren und oberen Ende der Skala deutlicher als im Vorjahr ausfielen (11.5).

### KAPITEL 11.4

#### Steuerfreistellung 2015 Absolute und relative Verjährungsfrist



● Relativ ● Absolut

100 % = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

Es gibt eindeutige regionale Unterschiede bei der Anwendung absoluter und relativer Verjährungsfristen. Während relative Verjährungsfristen in den Benelux-Ländern (86 %), den deutschsprachigen Ländern (67 %) und in Südeuropa (64 %) am häufigsten vorkamen, sind absolute Verjährungsfristen im Vereinigten Königreich (90 %) und in der MOE-Region (83 %) eher die Regel. In Frankreich ist das Verhältnis von absoluten (60 %) und relativen (40 %) Verjährungsfristen ausgeglichener.

In einigen Regionen gab es 2016 gegenüber dem Vorjahr eine deutliche Verschiebung. So waren in Südeuropa und Frankreich absolute Verjährungsfristen 2015 noch die Norm gewesen. 2016 überwogen dagegen in Südeuropa relative Verjährungsfristen, während in Frankreich das Verhältnis von absoluten (60 %) und relativen (40 %) Verjährungsfristen eher ausgeglichen war (11.4).

Regionale Unterschiede sind maßgeblich bei der Entscheidung zwischen absoluter und relativer Verjährungsfrist.

STEUERFREISTELLUNG

55 %

< EUR 25 Mio.

69 %

EUR 25 Mio. – EUR 100 Mio.

78 %

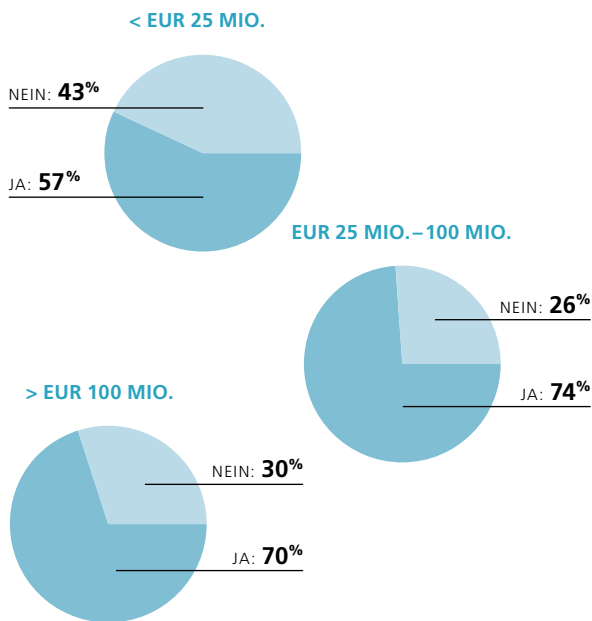
> EUR 100 Mio.

**KAPITEL 11.5**

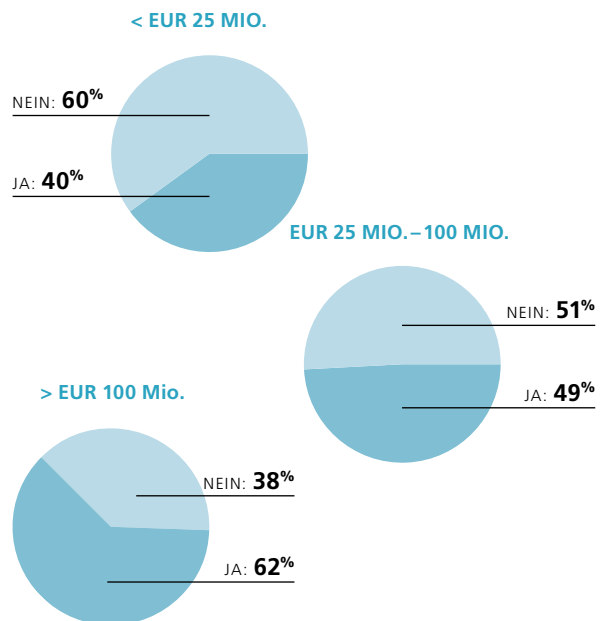
**Steuerfreistellung nach Kaufpreis 2015**

Wurde eine Steuerfreistellung vereinbart?

Recht zur Teilnahme an einer zukünftigen steuerlichen Außenprüfung



100 % = alle untersuchten Transaktionen



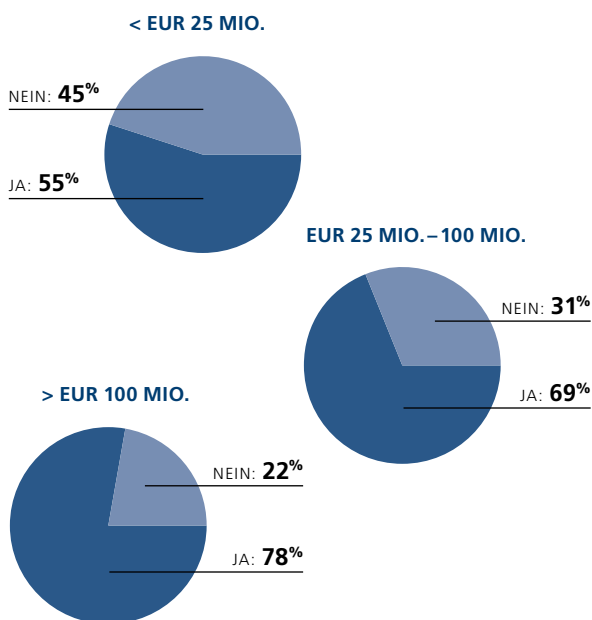
100 % = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

**KAPITEL 11.5**

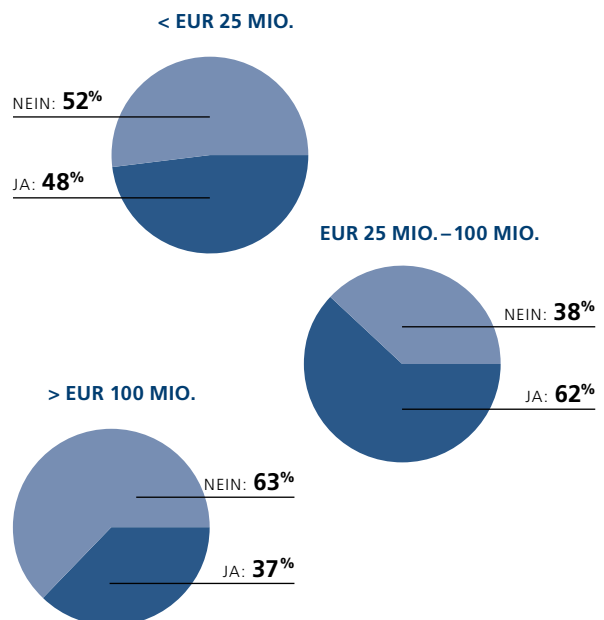
**Steuerfreistellung nach Kaufpreis 2016**

Wurde eine Steuerfreistellung vereinbart?

Recht zur Teilnahme an einer zukünftigen steuerlichen Außenprüfung



100 % = alle untersuchten Transaktionen



100 % = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

Steuerfreistellungsklauseln kommen bei größeren Transaktionen häufiger vor.

# Wo Sie CMS finden



# Aktuelle Headline-Deals bei CMS Corporate / M&A

## **Astra Rail**

Beratung von Astra Rail bei der Gründung eines Joint Ventures mit Greenbrier Europe.

## **AXA**

Beratung bei der Veräußerung der AXA Bank in Ungarn an OTP Bank Plc.

## **capiton**

Beratung von capiton beim Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an der Gemaco Group.

## **EDF Luminus**

Beratung von EDF Luminus bei der Veräußerung von 49 % der Anteile an EDF Luminus Solutions an Dalkia, einen führenden französischen Dienstleister im Energiesektor.

## **Hollywood Bowl Group**

Beratung der Hollywood Bowl Group beim Börsengang mit einem Volumen von GBP 240 Mio. bzw. bei der Zulassung zum Hauptmarkt der LSE.

## **Implenia**

Beratung von Implenia bei der Übernahme des Bilfinger Hochbau-Geschäfts von EQT.

## **mutares**

Beratung der mutares AG, München, bei der Übernahme des internationalen Anlagenbauers Balcke-Dürr von SPX Corporation.

## **Quad Gas**

Beratung des Konsortiums Quad Gas bei der Übernahme einer Beteiligung von 61 % am britischen Gasversorgungsgeschäft von National Grid plc mit einem Volumen von GBP 13,8 Mrd.

## **Rémy Cointreau**

Beratung von Rémy Cointreau bei der Gründung eines Joint Ventures mit Lucas Bols N. V. für die Marke Passoã.

## **Repsol**

Beratung von Repsol beim Verkauf seines britischen Offshore-Windenergie-Geschäfts an das chinesische Unternehmen SDIC.

## **Schaeffler**

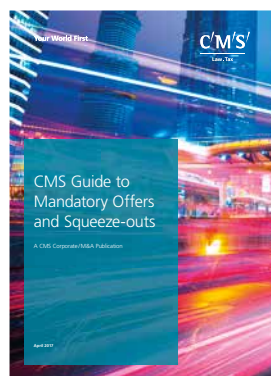
Beratung von Schaeffler beim Verkauf des Geschäftsfelds Feinschneiden.

## **Telefónica**

Beratung von Telefónica beim Verkauf von 40 % der Anteile an der Tochtergesellschaft Telxius an KKR.



# Weitere Publikationen



## ***CMS Guide to Mandatory Offers and Squeeze-outs***

Dieser Leitfaden gibt einen Überblick über die rechtlichen Rahmenbedingungen und Gepflogenheiten bei öffentlichen Übernahmen und Squeeze-outs in insgesamt 26 Ländern (18 EU-Mitgliedsstaaten, Albanien, Bosnien-Herzegowina, Russland, Serbien, Schweiz, Türkei und Ukraine sowie China) und enthält Kontaktdaten von erfahrenen Rechtsberatern, die in diesem Bereich tätig sind.



## ***Emerging Europe M&A-Report 2016/17***

Die Ausgabe 2016/17 des Reports präsentiert Daten und Auflistungen der größten M&A-Transaktionen aus Mittel-, Ost- und Südosteuropa, Kommentare zu den Ereignissen des Jahres 2016 sowie Prognosen zur Dealtätigkeit im Jahr 2017.



## ***European M&A Outlook 2016***

Der European M&A Outlook zur Entwicklung des europäischen M&A-Marktes in den kommenden zwölf Monaten wurde im November 2016 veröffentlicht. Somit bietet er in Verbindung mit der CMS European M&A Study, in der die erfolgten Transaktionen analysiert werden, einen vollständigen Überblick über den M&A-Markt. Die Publikation spiegelt die Meinungen von 230 europäischen Führungskräften von Unternehmen und Finanzinvestoren wider, die sowohl vor als auch nach dem Brexit-Referendum vom 23. Juni 2016 befragt wurden.



## ***Shareholder Activism: A European Perspective***

In den letzten Jahren wurde eine deutliche Zunahme des Aktionismus seitens der Aktionäre verzeichnet. Jedes europäische Land hat seine Besonderheiten und in einem gewissen Umfang seine eigenen Gesetze. In dieser Publikation werden die Rahmenbedingungen an den wichtigsten europäischen Märkten sowie die wesentlichen Unterschiede zwischen den einzelnen Märkten erläutert.

Die genannten Veröffentlichungen sind in englischer Sprache verfügbar und können beim Corporate/M&A-Team von CMS bestellt werden: [corporate@cmslegal.com](mailto:corporate@cmslegal.com)

# 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: Belgien, Niederlande und Luxemburg
- Mittel- und Osteuropa (MOE): Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Serbien, 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:

- Banking & Finance
- Hotel & Freizeit
- Energiewirtschaft
- Konsumgüter
- Technologie, Medien & Kommunikation
- Infrastruktur & Projekte
- Lifesciences (pharmazeutische, medizinische und biotechnische Produkte)
- Immobilien & Bauwesen
- Industrie
- Sonstige Unternehmensdienstleistungen

Vergleichsdaten aus den USA wurden der „2015 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study“ entnommen, die vom Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee des Mergers & Acquisitions Committee erstellt wurde, das im Bereich Wirtschaftsrecht der amerikanischen Anwaltsvereinigung angesiedelt ist.

# Ansprechpartner

## CMS Belgien

**Vincent Dirckx**

T +32 2 74369 85

E [vincent.dirckx@cms-db.com](mailto:vincent.dirckx@cms-db.com)

## CMS Deutschland

**Maximilian Grub**

T +49 711 9764 322

E [maximilian.grub@cms-hs.com](mailto:maximilian.grub@cms-hs.com)

**Thomas Meyding**

T +49 711 9764 388

E [thomas.meyding@cms-hs.com](mailto:thomas.meyding@cms-hs.com)

## CMS Frankreich

**Jean-Robert Bousquet**

T +33 1 4738 5500

E [jean-robert.bousquet@cms-bfl.com](mailto:jean-robert.bousquet@cms-bfl.com)

## CMS Italien

**Pietro Cavasola**

T +39 06 4781 51

E [pietro.cavasola@cms-aacs.com](mailto:pietro.cavasola@cms-aacs.com)

## CMS Mittel- und Osteuropa

**CMS Tschechische Republik**

**Helen Rodwell**

T +420 2 96798 818

E [helen.rodwell@cms-cmck.com](mailto:helen.rodwell@cms-cmck.com)

## CMS Serbien

**Radivoje Petrikić**

T +381 11 3208 900

E [radivoje.petrikic@cms-rrh.com](mailto:radivoje.petrikic@cms-rrh.com)

## CMS Niederlande

**Roman Tarlavski**

T +31 20 3016 312

E [roman.tarlavski@cms-dsb.com](mailto:roman.tarlavski@cms-dsb.com)

## CMS Österreich

**Peter Huber**

T +43 1 40443 1650

E [peter.huber@cms-rrh.com](mailto:peter.huber@cms-rrh.com)

## CMS Portugal

**Francisco Almeida**

T +351 21 09581 00

E [francisco.almeida@cms-rpa.com](mailto:francisco.almeida@cms-rpa.com)

## CMS Russland

**Natalia Kozyrenko**

T +7 495 786 4000

E [natalia.kozyrenko@cmslegal.ru](mailto:natalia.kozyrenko@cmslegal.ru)

**Vladimir Zenin**

T +7 495 786 4000

E [vladimir.zenin@cmslegal.ru](mailto:vladimir.zenin@cmslegal.ru)

## CMS Schweiz

**Stefan Brunnschweiler**

T +41 44 285 11 11

E [stefan.brunnschweiler@cms-vep.com](mailto:stefan.brunnschweiler@cms-vep.com)

## CMS Spanien

**Carlos Peña Boada**

T +34 91 4519 290

E [carlos.pena@cms-asl.com](mailto:carlos.pena@cms-asl.com)

## CMS Vereinigtes Königreich

**Martin Mendelssohn**

T +44 20 7367 2872

E [martin.mendelssohn@cms-cmck.com](mailto:martin.mendelssohn@cms-cmck.com)

# CMS führt M&A- Ranglisten erneut an

Auch im Jahr 2016 hat die Corporate/M&A Group von CMS wieder in ganz Europa exzellente Rankings erzielt, was die Anzahl der betreuten M&A-Transaktionen anbelangt. Mit über 300 Deals war CMS an mehr Transaktionen als jede andere Kanzlei in Europa beteiligt.

**#1** in Europa  
in Mittel- und Osteuropa  
in Frankreich  
in Deutschland\*  
im Vereinigten Königreich

---

Quelle: Bloomberg, \*Bloomberg, Mergermarket und Thomson Reuters



Law . Tax

**Ihr kostenloser Online-Informationsservice für juristische Fragen.**

Ein Abonnement für juristische Artikel über verschiedene Themen, die Sie per E-Mail erhalten.

**[cms-lawnow.com](http://cms-lawnow.com)**



Law . Tax

**Ihr Online-Dienst für juristische Publikationen.**

Gründliche internationale juristische Recherchen und Informationen, die exakt auf Ihre Bedürfnisse zugeschnitten werden können.

**[eguides.cmslegal.com](http://eguides.cmslegal.com)**

-----  
CMS Legal Services EEIG erbringt keinerlei Mandantenleistung. Derartige Leistungen werden in den jeweiligen Ländern ausschließlich von den Mitgliedssozietaeten erbracht. In bestimmten Fällen dient CMS als Marken- oder Firmenname einzelner beziehungsweise aller Mitgliedssozietaeten oder deren Büros oder bezieht sich auf diese. CMS Legal Services EEIG und deren Mitgliedssozietaeten sind rechtlich eigenständig und unabhängig. Zwischen ihnen besteht keine Beziehung in Form von Mutter- und Tochtergesellschaften beziehungsweise keine Vertreter-, Partner- oder Joint-Venture-Beziehung. Keine Angabe in diesem Dokument ist so auszulegen, dass eine solche Beziehung besteht. Keine Mitgliedssozietaet ist dazu berechtigt, im Namen von CMS Legal Services EEIG oder einer anderen Mitgliedssozietaet unmittelbar oder mittelbar oder in jeglicher anderen Form Verpflichtungen einzugehen.

**CMS-Büros und verbundene Büros:**

Aberdeen, Algier, Amsterdam, Antwerpen, Barcelona, Belgrad, Berlin, Bogotá, Bratislava, Bristol, Brüssel, Budapest, Bukarest, Casablanca, Dubai, Düsseldorf, Edinburgh, Frankfurt/Main, Funchal, Genf, Glasgow, Hamburg, Hongkong, Istanbul, Kiew, Köln, Leipzig, Lima, Lissabon, Ljubljana, London, Luxemburg, Lyon, Madrid, Mailand, Manchester, Maskat, Medellín, Mexiko-Stadt, Moskau, München, Paris, Peking, Podgorica, Prag, Reading, Rio de Janeiro, Rom, Santiago de Chile, Sarajevo, Sevilla, Shanghai, Sheffield, Singapur, Sofia, Straßburg, Stuttgart, Teheran, Tirana, Utrecht, Warschau, Wien, Zagreb und Zürich.

-----  
**[cms.law](http://cms.law)**