

Your World First

C/M/S/

Law . Tax

CMS European M&A Study 2015

Siebte Auflage

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	3
Zusammenfassung	5
Kaufpreisanpassung	8
Earn-out	11
<i>De minimis</i>	14
Basket	15
Haftungshöchstgrenzen	18
W&I-Versicherung	20
Verjährungsfristen für Garantieansprüche	23
Absicherung der Garantieansprüche	25
Closing-Bedingungen	27
MAC-Klauseln	29
Wettbewerbsverbote	31
Schiedsklauseln	33
Steuerliche Aspekte	35
Methodik	36
Informationen für Mandanten	37
Kontaktdaten	38
Wo finde ich CMS?	39

Haftungsausschluss

Die Ergebnisse der Studie und/oder dieses Reports und die darin vorgestellten Schlussfolgerungen geben nicht notwendigerweise die Ansichten der Mitgliedssozialitäten von CMS, der Anwälte oder der Mitarbeiter wieder, die bei der Erstellung der Studie und/oder dieses Reports mitgearbeitet haben. Für die Studie und/oder diesen Report wurden über 2.400 M&A-Transaktionen ausgewertet. Unvermeidlich bestehen zahlreiche Unterschiede zwischen den zugrunde liegenden Verträgen und den jeweils verhandelten Klauseln. Um die Ergebnisse vergleichen zu können, wurden individuelle Regelungen kategorisiert. Bei dieser Kategorisierung individueller Regelungen war ein bestimmter Spielraum an subjektiver Entscheidungsfreiheit notwendig. Obwohl der Studie und/oder diesem Report bestimmte Tendenzen entnommen werden können, hat jede Transaktion individuelle Merkmale, die nicht in die Studie und/oder diesen Report aufgenommen wurden und auf die nicht Bezug genommen wird. Deshalb unterliegen die Schlussfolgerungen der Studie und/oder dieses Reports einigen wichtigen Vorbehalten, die in der Studie und/oder diesem Report nicht ausdrücklich offengelegt werden.

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

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

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

Einleitung

Wir freuen uns, Ihnen hiermit die CMS European M&A Study (die „Studie“) vorlegen zu können. Dies ist bereits unsere siebte Jahresstudie. Das heißt, wir haben nun in den acht Jahren von 2007 bis 2014 – einem Zeitraum, der von Prosperität, Finanzkrisen, bedeutenden geopolitischen Veränderungen, Sorgen um die Stabilität der Eurozone, möglichen Ausstiegen aus der Eurozone und schließlich Anzeichen einer nachhaltigen Erholung in Europa geprägt war – insgesamt mehr als 2.400 Transaktionen ausgewertet.

Die CMS European M&A Study 2015 gewährt Einblicke in rechtliche Regelungen von Fusions- und Übernahmeverträgen (M&A-Verträgen), zieht Vergleiche zwischen Europa und den USA und identifiziert relevante Entwicklungen am Markt. Sie bewertet M&A-Verträge, die nicht börsennotierte Unternehmen in Europa im achtjährigen Zeitraum 2007 bis 2014 betreffen. Von den 2.414 Transaktionen, die im Rahmen der Studie analysiert wurden, stammen 346 aus dem Jahr 2014.

Zu den besonderen Merkmalen unserer Studie gehören der CMS-Trendindex, der Branchenfokus und erstmals eine Analyse der Transaktionen, bei denen eine W&I-Versicherung abgeschlossen wurde:

- **CMS Trendindex:** Dieser Index verdeutlicht die aktuelle Sachlage oder Entwicklung zu dem jeweiligen Einzelthema.
- **Branchenfokus:** Seit einigen Jahren nimmt CMS auch eine nach Branchen aufgeschlüsselte Auswertung vor und kann somit statistische Angaben dazu machen, wie die Vertragsrisikoverteilung in den verschiedenen Branchen aussieht. Für das Jahr 2014 haben wir branchenbezogene Statistiken für eine Reihe von Faktoren erstellt (Locked-Box-Mechanismen, Earn-outs, Haftungshöchstgrenzen, Verjährungsfristen und MAC-Klauseln).
- **W&I-Versicherung:** Wir beleuchten die Rolle der W&I-Versicherung und wie sie sich auf die klassischen Merkmale der Risikoverteilung bei M&A-Transaktionen auswirkt.

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

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



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

CMS European M&A Study 2015

„Alle Indikatoren sprechen dafür, dass im Jahr 2014 mit einer deutlich höheren Aktivität als im Vorjahr zu rechnen ist“ (CMS European M&A Study 2014). Diese Prognose hat sich bestätigt. Die statistischen Daten offenbaren die höchste Aktivität am M&A-Markt seit der Finanzkrise. Der Wert der globalen M&A-Transaktionen stieg um 45%. In Europa legte der Wert der abgeschlossenen M&A-Transaktionen um 41% zu, während die Anzahl der abgeschlossenen Transaktionen um 5% anstieg. 2014 gab es also nicht nur mehr, sondern vor allem auch größere Transaktionen als im Vorjahr. Der Anteil Europas an den globalen M&A-Transaktionen fiel mit 28% etwas geringer aus als im Jahr 2013, ist aber im Vergleich zu den schnell wachsenden Volkswirtschaften und Regionen, in denen die Zeit besonders reif für M&A-Aktivitäten ist, immer noch sehr hoch.

Bei den grenzüberschreitenden Geschäften gab es einen regelrechten Boom. Bei 36% der Aktivitäten handelte es sich um europäische Inbound-Deals, bestehend aus rund 1.200 Transaktionen im Wert von 320 Milliarden USD. Damit wurden volumenmäßig und wertmäßig die höchsten Inbound-Transaktionen seit 2001 verzeichnet. Bei den europäischen Outbound-Transaktionen wurde gegenüber dem Vorjahr ein Plus von 190% registriert.

Was sind die Gründe für diese dynamische Entwicklung? Ein Faktor liegt auf der Hand: zwischen Europa und Nordamerika waren die Aktivitäten besonders intensiv. So hatten die USA mit 61% den höchsten jemals verzeichneten Anteil an den europäischen Inbound-Deals (ein Plus von annähernd 10%). Die um 190% enorm gestiegene Outbound-Aktivität europäischer Unternehmen richtete sich wiederum hauptsächlich auf Nordamerika.

Dieser Trend indiziert eine Verlagerung von den Schwellenmärkten auf die entwickelten Volkswirtschaften, zum Beispiel in Europa. In Anbetracht der ruhigen politischen Lage in Europa im Jahr 2014 (abgesehen vom Ukraine-Konflikt) und der Anzeichen für eine Stabilisierung der Eurozone bot die Region Investoren ein besseres Risiko-/Rendite-Verhältnis als die weniger entwickelten Länder. Der immer stärker werdende US-Dollar erleichterte es den nordamerikanischen Unternehmen zudem, im Ausland bzw. speziell in Europa zu investieren.

Das zweite Halbjahr 2014 war von Optimismus geprägt. Der im Oktober 2014 von CMS und Mergermarket veröffentlichte European M&A Outlook kam zu folgendem Schluss: „Die M&A-Aktivitäten in der Wirtschaft werden in den kommenden 12 Monaten voraussichtlich zunehmen. 67% der Befragten ziehen entweder eine Übernahme, einen Verkauf oder beides in Erwägung.“

Doch gegen Ende des Jahres zeichneten sich neue Entwicklungen ab, die diesen Optimismus bremsen könnten: Die Probleme in der Eurozone und Gefahr eines „Grexit“; die anstehenden Parlamentswahlen in Großbritannien, bei denen die Regierungspartei mit der Ankündigung eines Referendums im Jahr 2017 über den EU-Austritt auf Stimmenfang geht; der drastisch gesunkene Ölpreis; das politische Gebaren nach Art eines Kalten Krieges infolge der russischen Interventionen in der Ukraine; sowie weiterhin die beunruhigenden Auswirkungen terroristischer Gewalt.

Zusammenfassung

Angesichts eines lebhafteren M&A-Marktes überrascht es nicht, dass Verkäufer in M&A-Kaufverträgen zwischen Privatunternehmen weniger Risiken eingehen. Diese Entwicklung zeichnete sich schon 2011 im Rahmen der Markterholung nach der Finanzkrise ab. Inzwischen gibt es handfeste Indizien dafür, dass Verkäufer die Oberhand haben. Einige Beispiele:

- Geringere Haftungshöchstgrenzen;
- Kürzere Verjährungsfristen;
- Mehr Basket-Klauseln und *De-minimis*-Klauseln in allen Regionen Europas (wobei die finanzielle Absicherung im Verhältnis zum Deal-Wert jedoch offenbar abnimmt);
- Die W&I-Versicherung wird immer beliebter und ist eine klassische verkäuferfreundliche Absicherungsmethode, da sie niedrige Haftungshöchstgrenzen ermöglicht; meistens wird sie vom Käufer abgeschlossen, der sich dadurch gegen M&A-Risiken absichert;
- MAC-Klauseln kommen in Europa nach wie vor relativ selten vor; Verkäufer können sich demnach besser darauf verlassen, dass Käufer nach Vertragsschluss nicht noch Abstand von einer Transaktion nehmen;
- Locked-Box-Mechanismen werden immer beliebter und kommen in ganz Europa häufiger zur Anwendung;
- Käufer haben Garantieansprüche in den letzten Jahren weniger häufig abgesichert, etwa durch Einbehalt eines Teil des Kaufpreises;
- Wettbewerbsverbote wurden weniger häufig vereinbart.

In Bezug auf Earn-outs hat sich das Verhalten vor allem in Nordeuropa im Laufe des Jahres 2014 geändert. So nahm die Zahl der Earn-out-Deals zu.

Dennoch bestehen regionale Unterschiede. In Frankreich findet man nach wie vor die niedrigsten Haftungshöchstgrenzen, dafür aber lange Verjährungsfristen für Garantieansprüche. In Mittel- und Osteuropa (MOE) werden am häufigsten MAC-Klauseln und Schiedsklauseln vereinbart. Im Vereinigten Königreich hält man an den *De-minimis*- und Basket-Regelungen fest, obwohl die Haftungshöchstgrenzen der Verkäufer hier interessanterweise höher als in anderen Ländern liegen. Die Transaktionen in den deutschsprachigen Ländern bewegen sich offenbar im europäischen Durchschnitt, was die meisten Aspekte der Risikoverteilung angeht. In allen oder zumindest den meisten europäischen

Regionen zeichnen sich weiterhin mehr oder weniger ähnliche Entwicklungen ab.

Wichtigste Erkenntnisse

Nachstehend die wichtigsten Erkenntnisse der CMS European M&A Study 2015:

- **Kaufpreisanpassungen:** Die Anzahl der Abschlüsse mit einem Kaufpreisanpassungsmechanismus nahm 2014 leicht zu, obwohl zuvor seit Jahren ein rückläufiger Trend zu verzeichnen war.
- **Locked-Box:** Die Anzahl der Locked-Box-Abschlüsse nahm 2014 signifikant zu. Insbesondere in Südeuropa und Frankreich stieg die Anzahl der Transaktionen, bei denen dieser Mechanismus zur Anwendung kam, um nahezu 200% gegenüber dem Vorjahr.
- **Earn-outs:** Hier kam es 2014 zu einem grundlegenden Wandel. Earn-out-Klauseln hatten in den Vorjahren einen Anteil von durchschnittlich 14% an der Gesamtzahl der Transaktionen. 2014 stieg der Anteil deutlich auf 19% an. Vor allem in Nordeuropa nähert sich der Wert mit 21% langsam dem in den USA (25%).
- **Earn-out-Zeiträume:** Auch hier änderte sich das Bild deutlich, wobei die höchste Konzentration bei 12 bis 36 Monaten liegt. Diese Frist galt 2014 bei 57% aller Earn-out-Abschlüsse. Im Vorjahr waren es noch 48% gewesen.
- **Earn-out-Kriterien:** Obwohl die auf dem EBITDA beruhenden Earn-outs nach wie vor am weitesten verbreitet sind, stieg der Anteil der sich auf den Umsatz beziehenden Earn-outs 2014 gegenüber dem Vorjahr von 21% auf 31%, während die auf dem Nettogewinn (im Gegensatz zum EBITDA) beruhenden Earn-outs auf 6% zurückgingen.
- **De minimis:** Der Trend zu einer stärkeren Anwendung von *De-minimis*-Klauseln setzt sich fort. In nahezu allen Regionen kamen sie 2014 routinemäßig zum Einsatz.
- **Baskets:** Der Anteil der Transaktionen, bei denen Basket-Klauseln zur Anwendung kamen, stieg auf 69%, wobei die Schadensberechnung auf „First Dollar“-Basis in Europa eindeutig Standard war. Selbst in Frankreich ist eine entsprechende Tendenz erkennbar. Im Vergleich dazu erfolgte die Schadensberechnung in den USA weiterhin bevorzugt auf „Excess Only“-Basis.

Unterschiede zwischen Europa und den USA

- **Haftungshöchstgrenzen:** 2014 konnten 53% der Verkäufer ihre Haftung auf weniger als die Hälfte des Kaufpreises begrenzen. Im Vorjahr hatte der Anteil noch bei 47% gelegen. Die Anwendung von Haftungshöchstgrenzen, die unter dem Kaufpreis liegen, nahm 2014 deutlich zu. So konnten 2014 65% der Verkäufer ihre Haftung auf weniger als den vollen Kaufpreis begrenzen. 2013 war dies nur 53% der Verkäufer gelungen.
- **W&I-Versicherung:** In der Studie wird der Unterschied zwischen Deals mit und ohne W&I-Versicherung deutlich. Vor allem fällt auf, dass die durchschnittliche Haftungshöchstgrenze der Verkäufer bei Deals mit W&I-Versicherung bei nur 5% liegt. Entsprechend liegt die Haftungshöchstgrenze bei 81% aller Deals mit W&I-Versicherung unter 10% des Kaufpreises, was bei lediglich 9% der Deals ohne W&I-Versicherung der Fall ist.
- **Verjährungsfristen:** 2014 gab es mehr Abschlüsse mit Verjährungsfristen von 12 bis 18 Monaten bzw. von 18 bis 24 Monaten. Dies traf auf 69% der Deals zu (gegenüber 60% im Vorjahr). Bei nur 15% der Deals wurden längere Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten vereinbart.
- **Absicherung von Garantieansprüchen:** Die Anzahl der Käufer, die eine Absicherung in Form von Treuhandkonten, von Bankbürgschaften oder einer Einbehaltung des Kaufpreises anstrebten, ging deutlich zurück. Sicherungsmittel dieser Art kamen in nur 29% der Fälle zur Anwendung. Im Durchschnitt der sieben Vorjahre waren es 39% gewesen. Einigten sich die Parteien auf die Sicherung von Garantieansprüchen, eröffneten sie in 67% der Fälle ein Treuhandkonto. Hier ist der Anteil gegenüber den Vorjahren deutlich gestiegen.
- **MAC-Klauseln:** Der Anteil der Abschlüsse mit MAC-Klauseln blieb 2014 gegenüber 2013 mit 14% unverändert. Damit kommen MAC-Klauseln in Europa im Vergleich zu den USA, wo die meisten Abschlüsse (94%) MAC-Klauseln enthalten, relativ selten vor.
- **Wettbewerbsverbote:** 47% der Abschlüsse enthielten eine Wettbewerbsklausel. 2013 lag der Anteil bei 49%.
- **Schiedsverfahren:** Der Anteil der Abschlüsse, die eine Schiedsklausel enthielten, sank geringfügig auf 36%.

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

- Earn-out-Abschlüsse sind in den USA zwar weiter verbreitet, aber erstmals gibt es eine stärkere Annäherung zwischen Europa und den USA. 25% der in den USA getätigten Abschlüsse enthielten eine Earn-out-Klausel. In Europa stieg der Anteil der Abschlüsse mit Earn-out-Klausel zwischen 2013 und 2014 von 14% auf 19%. 2010 war der Unterschied noch deutlich größer: Damals hatte der Anteil in den USA bei 38% und in Europa bei nur 15% gelegen.
- MAC-Klauseln sind in den USA wesentlich beliebter als in Europa. Sie wurden bei 94% der Abschlüsse in den USA vereinbart, gegenüber nur 14% der Abschlüsse in Europa.
- Baskets sind in den USA nicht nur wesentlich häufiger, auch die Grundlage für die Schadensberechnung unterscheidet sich. In den USA wurde im Jahr 2014 bei 61% der relevanten Abschlüsse Schadenersatz auf einer „Excess Only“-Basis (im Gegensatz zur „First Dollar“-Basis) vereinbart, während dieser Anteil in Europa bei nur 20% lag.
- Kaufpreisanpassungen kommen immer noch bei den meisten Abschlüssen in den USA (85%) vor, während sie 2014 bei nur 45% der Abschlüsse in Europa Anwendung fanden.
- Bei US-Abschlüssen sind niedrigere Haftungshöchstgrenzen beliebter. So beträgt die Haftungshöchstgrenze bei 93% der US-Abschlüsse 25% des Kaufpreises oder weniger. Im Vergleich dazu betrug der entsprechende Anteil bei den europäischen Abschlüssen nur 39%.
- Anpassungen auf Grundlage des Working Capitals bleiben in den USA das mit Abstand am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Sie kamen 2014 bei 91% aller Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten, im Gegensatz zu nur 41% in Europa.
- Basket-Schwellen sind in den USA allgemein niedriger als in Europa. So haben 88% der US-Abschlüsse eine Schwelle von weniger als 1% des Kaufpreises, während dies in Europa nur auf 52% zutrifft.

Unterschiede innerhalb Europas

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

In den Benelux-Ländern:

- Am häufigsten wurden Treuhandkonten als Mechanismus zur Absicherung der Garantieansprüche verwendet (31%).
- Die allgemeinen Garantielaufzeiten sind hier am kürzesten, wobei die Laufzeit bei keinem Deal länger als 24 Monate war.

In Mittel- und Osteuropa (MOE):

- In der MOE-Region waren Abschlüsse mit MAC-Klausel europaweit am häufigsten verbreitet (38%).
- Schiedsverfahren sind nach wie vor das primäre Streitlösungsmittel (74% gegenüber dem europäischen Durchschnitt von 37%).

In den deutschsprachigen Ländern:

- Kurze Garantielaufzeiten von unter 12 Monaten kamen hier am seltensten vor (14%).
- Earn-out-Klauseln sind nach wie vor beliebt. Sie wurden bei 22% der Deals vereinbart.

In Frankreich:

- Bei 24% der Transaktionen wurden Earn-outs vereinbart.
- Bei 54% der Transaktionen mit Basket-Klausel erfolgte die Schadensberechnung auf „First Dollar“-Basis. Somit wurde erstmals bei der Mehrheit der französischen Deals die „First Dollar“-Regelung angewendet.

In Südeuropa:

- Bei 82% der Abschlüsse, bei denen keine Kaufpreisanpassung vorgesehen war, kam eine Locked-Box-Regelung zur Anwendung.
- Im europäischen Vergleich enthielten Deals nicht ganz so häufig (46%) eine *De-minimis*-Klausel.

Im Vereinigten Königreich:

- Im europäischen Vergleich enthielten Deals am seltensten (3%) eine MAC-Klausel.
- Die Haftungshöchstgrenzen sind im europäischen Vergleich hoch. Bei 61% 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).

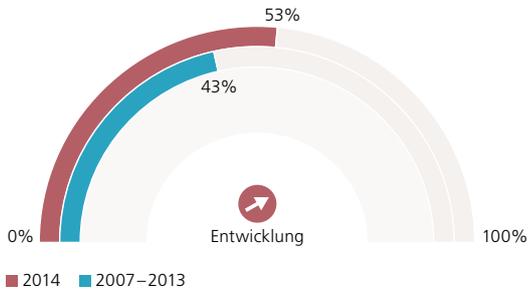
CMS-Bewertung

- CMS betreute im Jahr 2014 insgesamt 346 Transaktionen. Die Entwicklung ist damit seit 2009 steigend.
- 2015 wird sich der M&A-Markt voraussichtlich stabil entwickeln. Mit drastischen Steigerungsraten wie im Vorjahr ist nicht zu rechnen.
- Im Jahresvergleich gibt es unweigerlich Unterschiede zwischen den verschiedenen Kategorien der von der Studie abgedeckten Risikoverteilungskriterien. Diese Kriterien werden bei der Verhandlung von M&A-Transaktionen weiterhin stark diskutiert, aber insgesamt ist die Risikoverteilung zwischen Verkäufern und Käufern seit 2011 relativ konstant geblieben.

Kaufpreisanpassung

CMS-Trendindex

Locked Box



Die Anzahl der Locked-Box-Abschlüsse nimmt zu

2014 stieg der Anteil der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassungsmechanismen gegenüber dem Vorjahr marginal von 43% auf 45%. Im Zeitraum 2007 bis 2014 ging der allgemeine Trend hin zu weniger Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismen.

CMS-Branchenanalyse

Locked Box

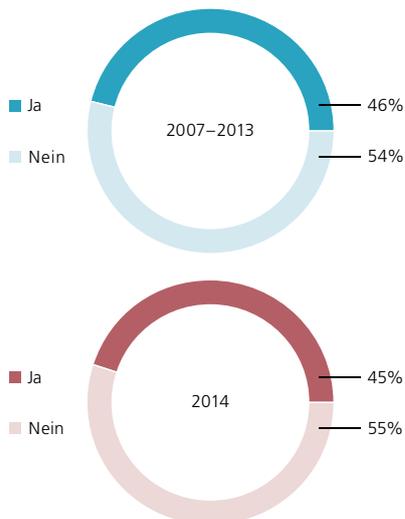
Branche	2009-2013	2014
Banking & Finance	34%	50%
Hotel und Freizeit	36%	36%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	35%	55%
Konsumgüter	47%	69%
Technologie, Medien und Kommunikation	48%	47%
Infrastruktur und Projekte	20%	33%
Lifesciences	54%	52%
Immobilien und Bauwesen	22%	30%
Industrie *	60%	61%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen *	43%	69%
CMS-Durchschnitt	43%	53%

100% = Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus
(Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung und Locked Box sind nicht enthalten)
* 2009 nicht ausgewertet

Locked-Box-Mechanismen werden am häufigsten bei Abschlüssen in der Konsumgüterbranche und bei sonstigen Unternehmensdienstleistungen angewendet

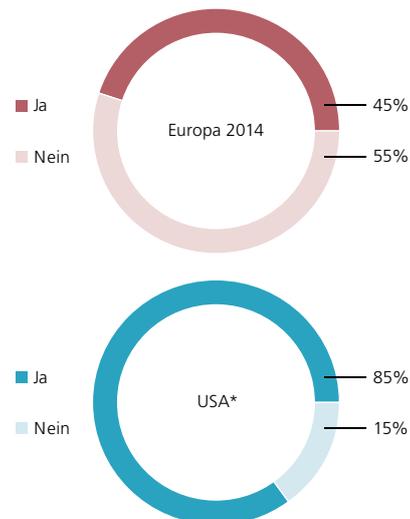
In den USA sind Kaufpreisanpassungsklauseln nach wie vor beliebter als in Europa und waren in 85% der ausgewerteten Abschlüsse enthalten.

Kaufpreisanpassung 2007-2014



100% = alle untersuchten Transaktionen

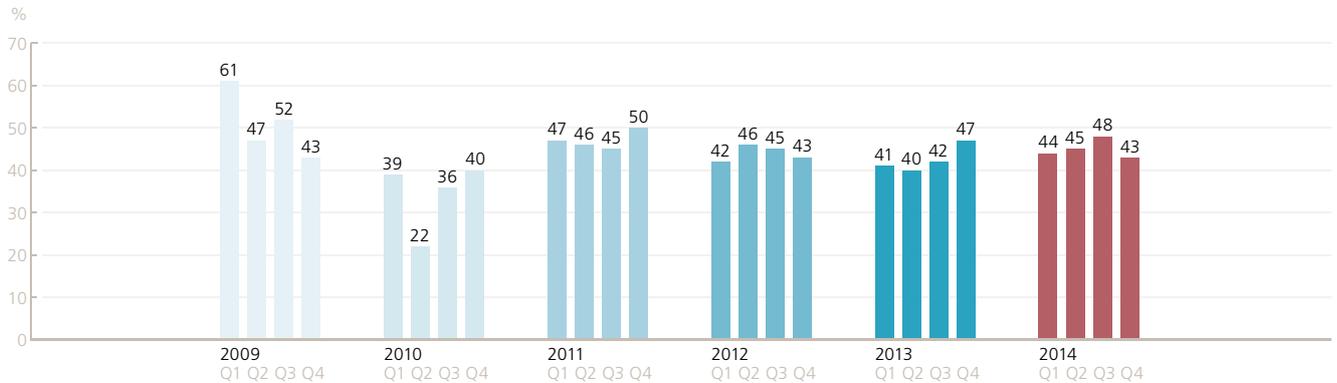
Kaufpreisanpassung Europa/USA



100% = alle untersuchten Transaktionen
* Die US-Daten wurden der „2013 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study“ entnommen, die von der amerikanischen Anwaltsvereinigung (Bereich Wirtschaftsrecht) erstellt wurde

Kaufpreisanpassung 2009–2014

Entwicklung: Der Anteil der Transaktionen mit Kaufpreisanpassung blieb stabil



100% = alle untersuchten Transaktionen

Der seit dem zweiten Halbjahr 2013 verzeichnete Aufwärtstrend setzte sich 2014 fort. Erstmals seit vielen Jahren stieg der Anteil der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung 2014 leicht auf 45%. Der stetige Abwärtstrend der letzten Jahre ist damit unterbrochen.

Das Working Capital war im Jahr 2014 nach wie vor das am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Es kam bei 41% aller Abschlüsse, die eine Kaufpreisanpassung enthielten, vor. Im Vorjahr hatte der Anteil bei 40% gelegen. Allerdings wird das Working Capital in den USA wesentlich häufiger als Kriterium herangezogen: Dort kam dieses Kriterium bei 91% der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassung zur Anwendung.

Kaufpreisanpassung Europa/USA

Working Capital als Anpassungskriterium

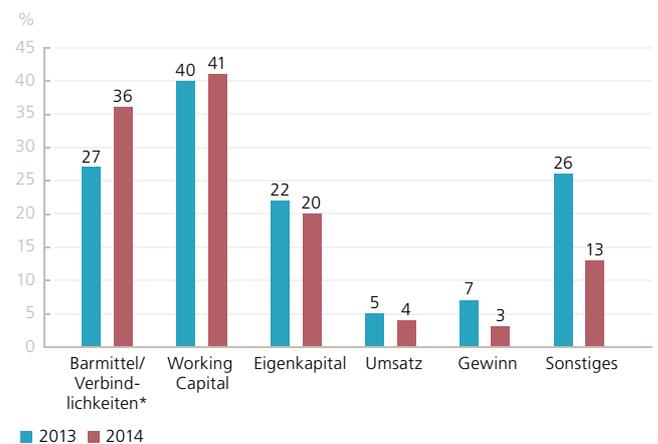


■ Europa 2014 ■ USA 2012

100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus
 * Die US-Daten wurden der „2013 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study“ entnommen, die von der amerikanischen Anwaltsvereinigung (Bereich Wirtschaftsrecht) erstellt wurde

Kaufpreisanpassung

Gewählte Anpassungskriterien 2013/2014

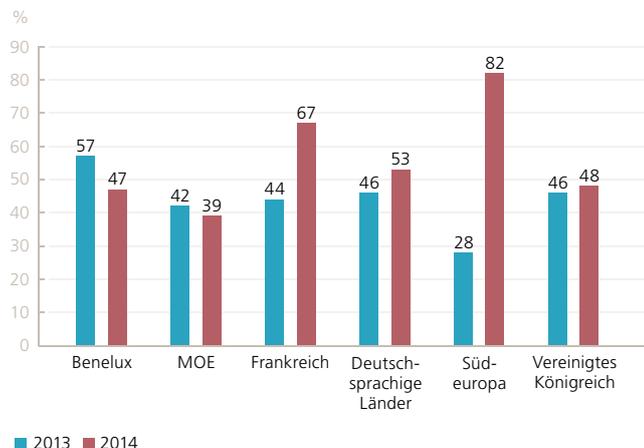


■ 2013 ■ 2014

100% = alle Transaktionen mit Kaufpreisanpassungsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich
 * Bei Barmittel/Verbindlichkeiten sind „nur Barmittel“ und „nur Verbindlichkeiten“ nicht enthalten

Kaufpreisanpassung (Fortsetzung)

Locked Box 2013/2014



■ 2013 ■ 2014

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



In den meisten Regionen nahmen die Abschlüsse mit Locked-Box-Mechanismus zu.

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

2014 stieg der Anteil der Transaktionen ohne Kaufpreisanpassung, die ein Locked-Box-Element enthielten, deutlich auf 53%.

Bei der regionalen Betrachtung werden wesentliche Unterschiede erkennbar. Vor allem in Frankreich stieg ihr Anteil 2014 auf 67% (gegenüber 44% im Jahr 2013 und lediglich 18% im Jahr 2012). In Südeuropa kam es zu einem sprunghaften Anstieg auf 82%, wobei sich die Anwendung dieser Regelung über einen Zeitraum von fünf Jahren verdoppelt und gegenüber dem Jahr 2013 (28%) sogar verdreifacht hat. Auch in den deutschsprachigen Ländern und im Vereinigten Königreich kam es 2014 zu einer merklichen Zunahme der Locked-Box-Deals. In allen Regionen kamen Locked-Box-Mechanismen 2014 häufiger als im Zeitraum 2009–2013 zur Anwendung.

Earn-out

CMS-Trendindex

Earn-out

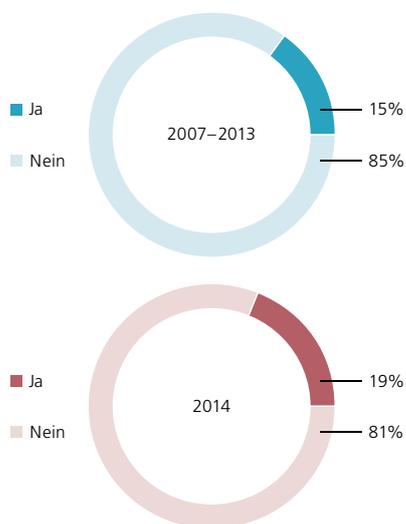


Mehr Abschlüsse mit Earn-out-Klausel

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

Erstmals seit Jahren kam die Earn-out-Klausel häufiger zur Anwendung, und zwar bei 19% der Abschlüsse.

Earn-out 2007-2014



100% = alle untersuchten Transaktionen

CMS-Branchenanalyse

Earn-out

Branche	2007-2013	2014
Banking & Finance	14%	19%
Hotel und Freizeit *	11%	0%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	15%	16%
Konsumgüter	13%	17%
Technologie, Medien und Kommunikation	18%	9%
Infrastruktur und Projekte *	3%	31%
Lifesciences	22%	35%
Immobilien und Bauwesen *	18%	12%
Industrie **	12%	21%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen **	18%	28%
CMS-Durchschnitt	15%	19%

100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche
 * 2007 und 2008 nicht ausgewertet ** 2009 nicht ausgewertet

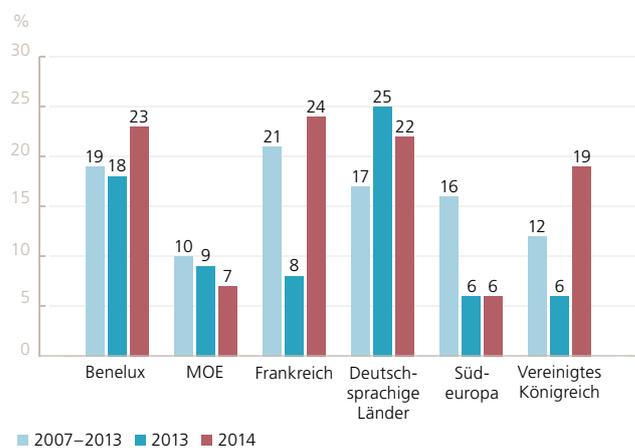
Am häufigsten bei Abschlüssen in der Lifesciences-Branche

Es handelt sich dabei um den höchsten Anteil von Deals mit Earn-out-Mechanismus seit Entstehung dieser Studie. Bislang hat der durchschnittliche Anteil bei 15% gelegen.

Die deutlichsten Anstiege (um 200%) wurden im Jahr 2014 in Frankreich (hier stieg der Anteil gegenüber dem Vorjahr von 8% auf 24%) sowie im Vereinigten Königreich verzeichnet (Erhöhung des Anteil der Earn-out-Deals zwischen 2013 und 2014 von 6% auf 19%). In den Benelux-Ländern lag ihr Anteil bei 23% und in den deutschsprachigen Ländern bei 22%. Nur in der MOE-Region und in Südeuropa lag der Anteil der Earn-out-Deals im einstelligen Bereich. Aus diesen Zahlen ist ersichtlich, dass Nordeuropa sich langsam an den in den USA gemessenen Anteil von 25% annähert.

Earn-out 2007-2014

Entwicklung in Europa

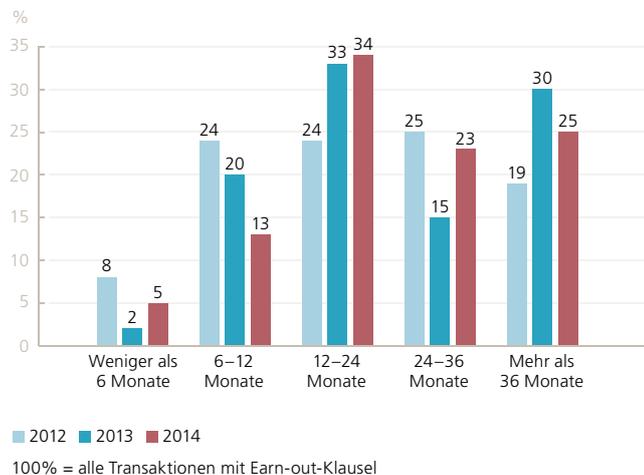


100% = alle untersuchten Transaktionen

Earn-out (Fortsetzung)

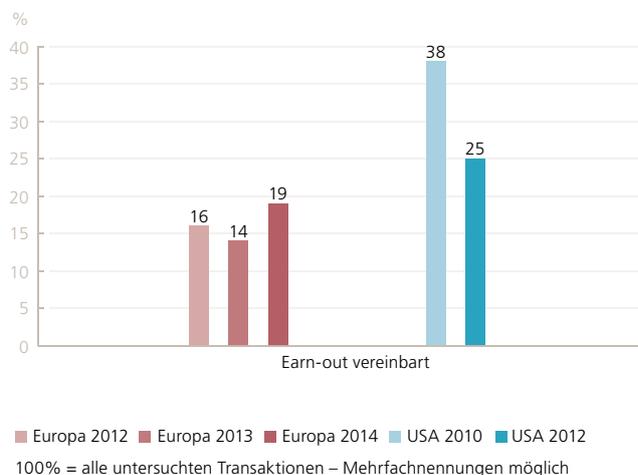
Earn-out 2012–2014

Zeiträume für die Bewertung von Earn-outs



Earn-out Europa/USA

Häufigkeit von Earn-out-Klauseln Europa/USA



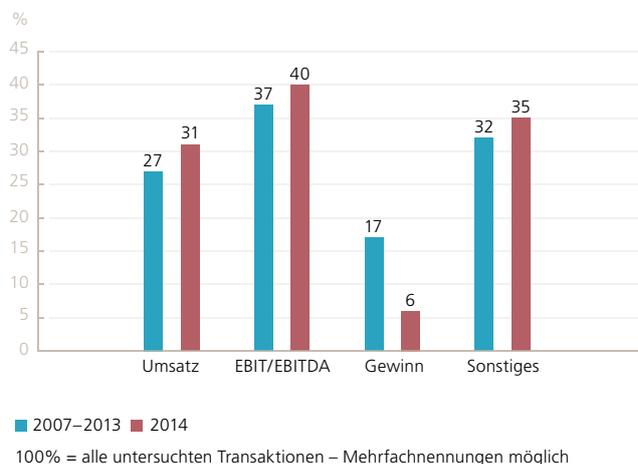
Die Dauer der Earn-out-Regelungen konzentriert sich zunehmend auf einen Zeitraum von 12 bis 36 Monaten. Dies galt für 57% der Earn-out-Deals. Am häufigsten wurde nach wie vor ein Zeitraum von 12 bis 24 Monaten vereinbart. Der Anteil dieser Abschlüsse stieg gegenüber 2013 von 33% auf 34%. Die Anzahl der Transaktionen mit einem Earn-out-Zeitraum von mehr als 36 Monaten ging gegenüber dem Vorjahr von 30% auf 25% zurück. Die Deals mit Earn-out-Fristen von weniger als 12 Monaten entwickelten sich ebenfalls rückläufig, und zwar von 22% auf 18%.

In den letzten Jahren war eine Annäherung zwischen Europa und den USA festzustellen, was die Entwicklung der Earn-out-Deals angeht. In Europa enthielten 2014 durchschnittlich 19% (in einigen nordeuropäischen Ländern sogar 21%) aller Deals eine Earn-out-Klausel. In den USA lag der Anteil zuletzt bei 25%. Noch 2010 war der Unterschied deutlich größer: In Europa wurde bei nur 15% der Transaktionen eine Earn-out-Klausel vereinbart, während der Anteil in den USA bei 38% lag.

Die relevanten Kriterien für den Earn-out festzulegen, ist meist Gegenstand intensiver Verhandlungen. Earn-out-Kriterien sind am häufigsten das EBIT/EBITDA oder der Umsatz. Bei den auf dem EBIT/EBITDA beruhenden Earn-outs ist seit einigen Jahren ein Anstieg zu verzeichnen. Sie kamen 2014 in 40% der Fälle zur Anwendung, wobei gegenüber dem Anteil von 43% im Vorjahr 2013 ein leichter Rückgang zu verzeichnen war. Zugenommen haben 2014 die Earn-outs, die auf dem Umsatz beruhen. Ihr Anteil lag bei 31%, im Vergleich zu 27% im Zeitraum 2007 bis 2013 und nur 21% im Jahr 2013, wobei seltener lange Earn-out-Fristen vereinbart wurden. Earn-out-Vereinbarungen, die allein auf dem Gewinn basieren, gingen 2014, dem Trend der letzten Jahre folgend, auf 6% zurück.

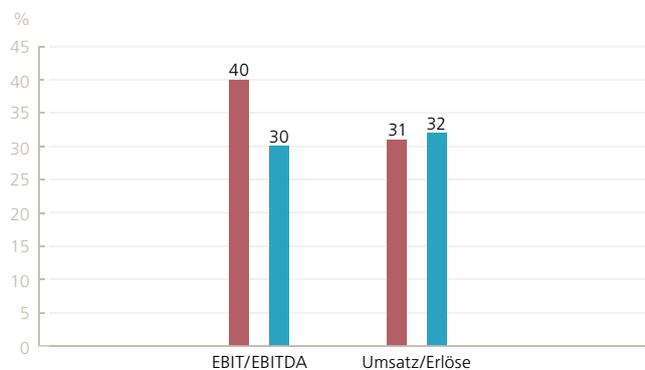
Earn-out 2007–2014

Vergleich der Earn-out-Kriterien



Earn-out Europa/USA

Earn-out-Kriterien Europa/USA

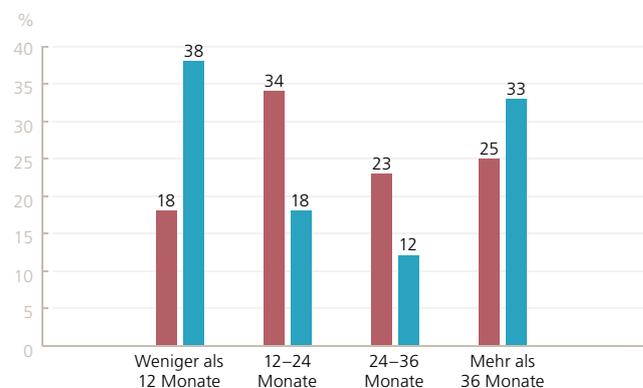


■ Europa 2014 ■ USA 2012

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

Earn-out Europa/USA

Zeiträume für die Bewertung von Earn-outs



■ Europa 2014 ■ USA 2012

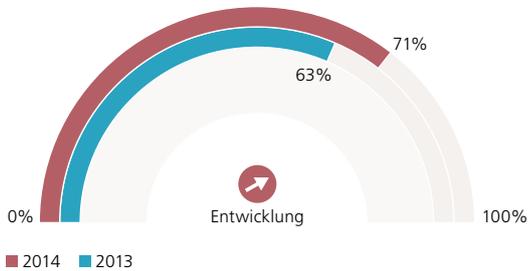
In den USA waren die auf dem Umsatz basierten Earn-outs bislang weiter verbreitet als in Europa, wo der Anteil dieser Berechnungsgrundlage 2014 signifikant auf 31% stieg und inzwischen fast so hoch ist wie der in den USA (32%). Auf dem EBIT/EBITDA beruhende Earn-outs werden mit einem Anteil von 40% in Europa nach wie vor häufiger gewählt als in den USA (30%).

Ein drastischer Unterschied besteht jedoch bei den Earn-out-Zeiträumen. So liegen in den USA die Earn-out-Zeiträume in 38% aller Fälle bei 12 Monaten oder weniger und in 33% aller Fälle bei 36 oder mehr Monaten. Nur in 30% der Fälle in den USA liegt die Frist bei 12 bis 36 Monaten. Im Gegensatz dazu wird diese Zeitspanne bei 57% der europäischen Deals vereinbart.

„ Earn-outs in Europa
jetzt fast so verbreitet
wie in den USA.“

De minimis

CMS-Trendindex De minimis



Zunahme der Abschlüsse mit De-minimis-Bestimmung

Eine *De-minimis*-Bestimmung bedeutet, dass ein einzelner Garantanspruch eines Käufers nur dann erfüllt werden muss, wenn der Garantanspruch einen bestimmten Mindestbetrag übersteigt. Im Allgemeinen ist eine *De-minimis*-Klausel demnach verkäuferfreundlich.

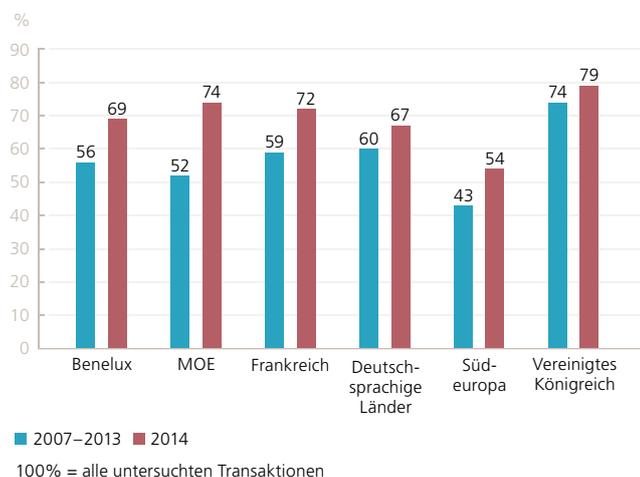
Im Jahr 2014 wurde bei 71% der Transaktionen eine *De-minimis*-Klausel vereinbart. 2013 hatte der Anteil noch bei 63% und im Jahr 2010 bei 51% gelegen. Dabei hatte es zeitweise so ausgesehen, als würde man zum US-amerikanischen Ansatz tendieren, wo seltener eine *De-minimis*-Klausel vereinbart wird. Doch inzwischen scheint man wieder verstärkt zur europäischen Praxis zurückzukehren.

Es lassen sich deutliche regionale Unterschiede erkennen. Beispielsweise sind *De-minimis*-Regelungen bei Abschlüssen im Vereinigten Königreich weiterhin die Norm (79%), während sie bei Abschlüssen in Südeuropa nicht ganz so häufig (54%) eingesetzt werden. Auffällig ist hingegen, dass die Anwendung von *De-minimis*-Klauseln 2014 gegenüber den sieben Vorjahren in allen Regionen durchweg zugenommen hat. Folglich werden jetzt in allen Regionen – mit Ausnahme von Südeuropa – bei zwei Dritteln der Abschlüsse *De-minimis*-Klauseln angewendet.

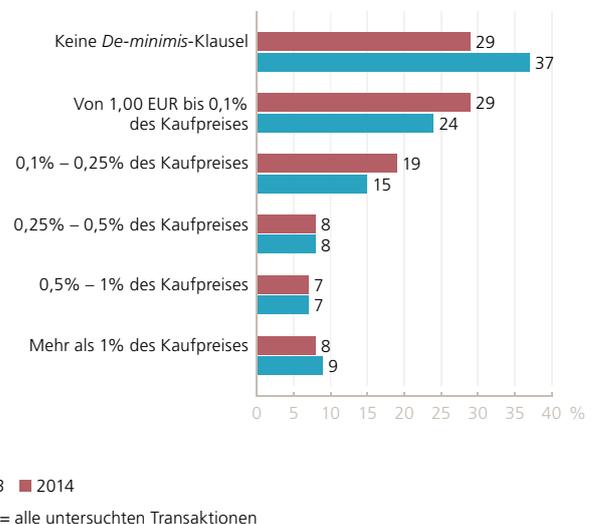
Bei den Abschlüssen mit einer *De-minimis*-Klausel ist die Schwelle am häufigsten auf bis zu 0,1% des Kaufpreises festgelegt (bei 29% der relevanten Abschlüsse).

De-minimis-Klausel 2007–2014

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



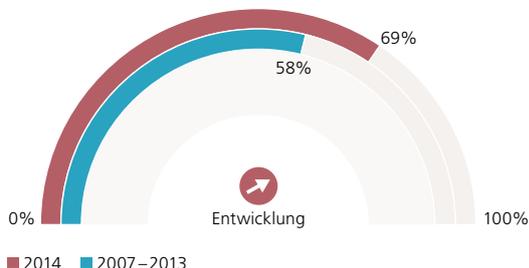
De minimis 2013/2014



Basket

CMS-Trendindex

Basket



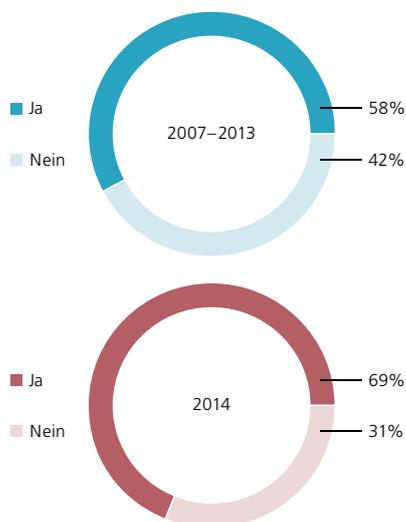
Baskets bei mehr Abschlüssen enthalten

Eine zweite verkäuferfreundliche Schwelle ist der Basket. Der Käufer kann hier einen Anspruch nur dann geltend machen, wenn alle individuellen Garantieansprüche, die über der *De-minimis*-Schwelle liegen, auch die Basket-Schwelle überschreiten.

In den letzten Jahren hat die Verwendung von Baskets in ganz Europa kontinuierlich zugenommen. 2014 wurden bei 69% der Abschlüsse Basket-Regelungen vereinbart. Im Zeitraum 2007 bis 2013 hatte der durchschnittliche Anteil noch bei 58% gelegen. Im Laufe der vergangenen sieben Jahre war in ganz Europa ein steigender Trend zu verzeichnen. Nur in Südeuropa überwiegt noch der Anteil der Deals, die ohne Basket-Klausel geschlossen werden.

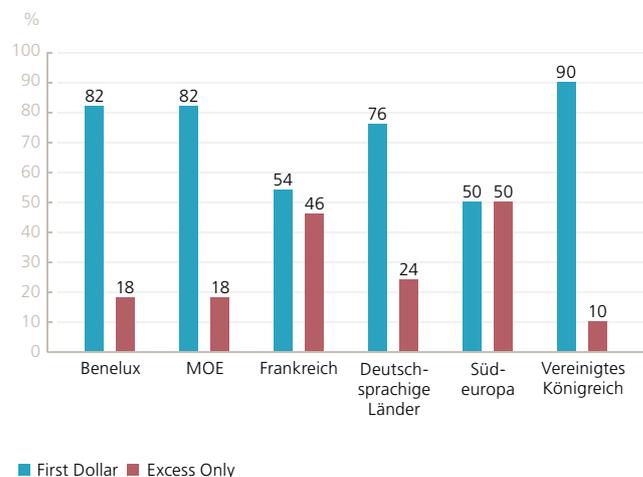
Wenn die Basket-Schwelle überschritten wird, kann der Käufer entweder seinen gesamten Anspruch durchsetzen („First Dollar“) oder nur den Teil des Anspruchs, der den Basket übersteigt („Excess Only“). Wie in den Vorjahren erfolgte die Schadensberechnung im Vereinigten Königreich, in den Benelux-Ländern und in der MOE-Region am häufigsten auf „First Dollar“-Basis. In den deutschsprachigen Ländern nahm sie 2014 gegenüber dem Vorjahr von 64% auf 76% und in Frankreich von 33% auf 54% zu. In Frankreich wurde die „First Dollar“-Regelung erstmals häufiger als die „Excess Only“-Regelung angewendet.

Basket 2007–2014



100% = alle untersuchten Transaktionen

Basket 2014

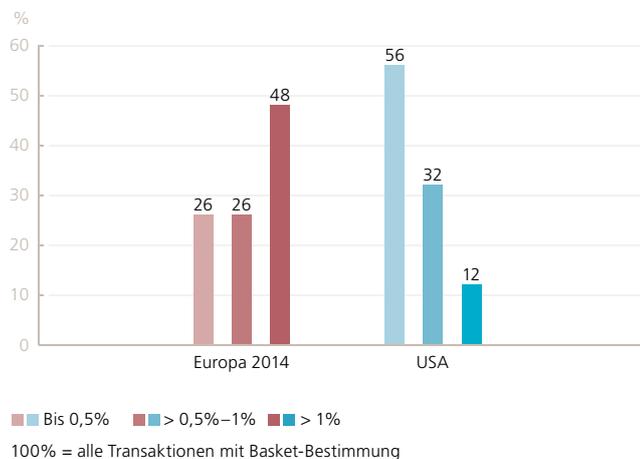


■ First Dollar ■ Excess Only

100% = alle Transaktionen mit Basket-Bestimmung

Basket (Fortsetzung)

Basket-Schwellen Europa/USA



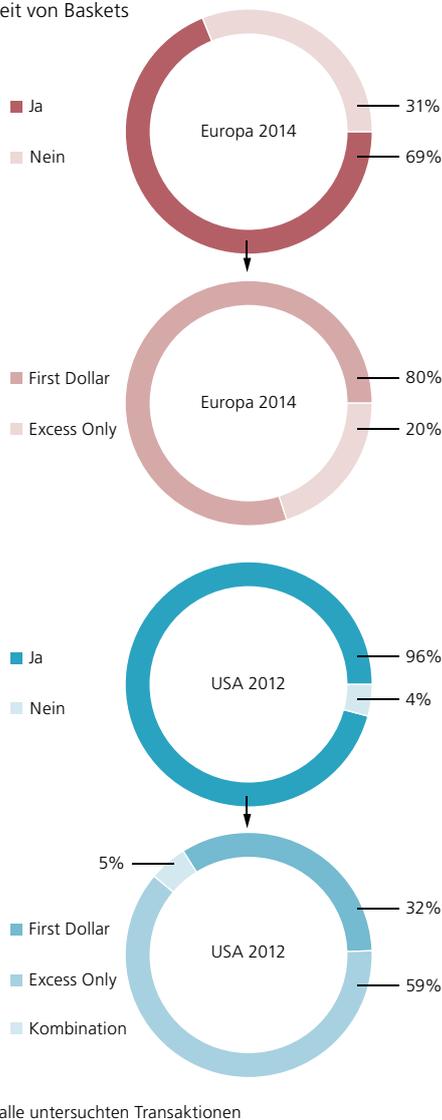
Die aktuellen Trends lauten also: Zunahme der Transaktionen mit einem Basket in Europa bei einer Schadensbegleichung auf „First Dollar“-Basis sowie etwas niedrigere Schwellen.

Basket-Bestimmungen waren jedoch nach wie vor in den USA am gängigsten (96%). Dennoch sind hier zwei Punkte zu berücksichtigen: Erstens galt bei der Mehrheit der europäischen Abschlüsse mit Basket-Regelung die „First Dollar“-Basis, während bei der Mehrheit der Basket-Regelungen in den USA die „Excess Only“-Basis festgelegt war (im Jahr 2014: 80% „First Dollar“-Baskets in Europa gegenüber 32% in den USA); und zweitens ist die Schwelle für den Basket in den USA niedriger als in Europa: In den USA lag der Anteil der Abschlüsse, bei denen die Basket-Schwelle weniger als 1% des Kaufpreises betrug, bei 88%, während er in Europa bei nur 52% lag. 2013 hatte er in Europa noch bei 51% und 2012 bei 49% gelegen.

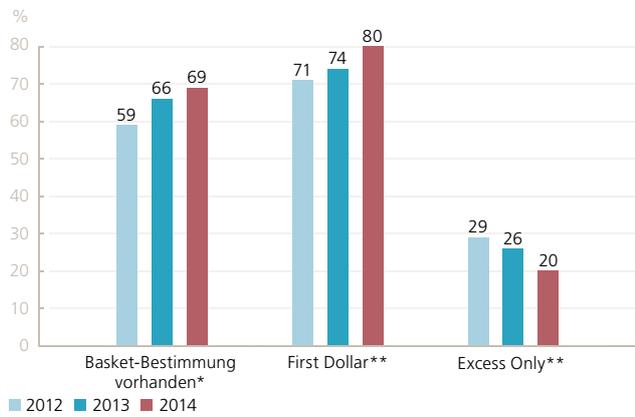
Die große Bedeutung der „First Dollar“-Regelung wird in der folgenden Grafik deutlich.

Basket Europa/USA

Häufigkeit von Baskets

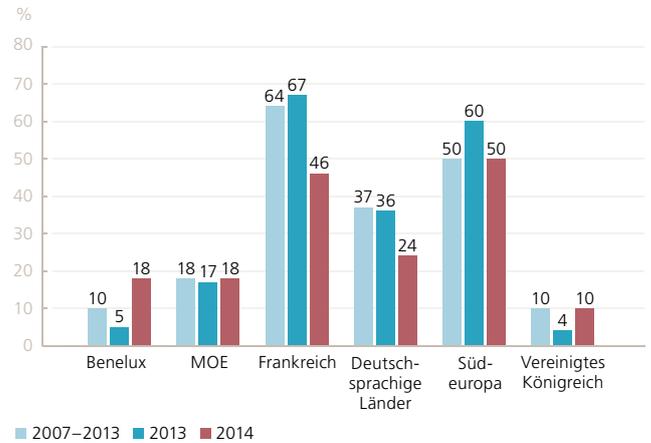


Basket 2012–2014



* 100% = alle untersuchten Transaktionen
 ** 100% = alle Transaktionen mit Basket-Klausel

Basket/Excess Only 2007–2014



100% = alle ausgewerteten Transaktionen mit Basket-Bestimmung

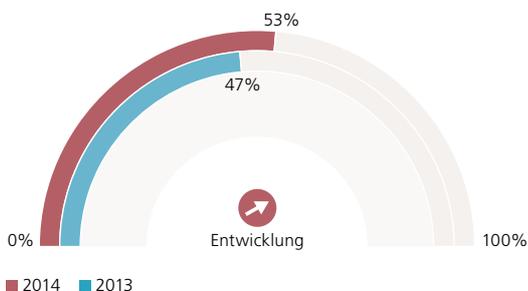


In Europa ging der Trend 2014 zu mehr Basket-Klauseln mit etwas geringeren Schwellen.

Haftungshöchstgrenzen

CMS-Trendindex

Haftungshöchstgrenze (weniger als 50% des Kaufpreises)



Anteil der Haftungshöchstgrenzen von unter 50% nahm 2014 zu

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

2014 gab es immer noch eine große Anzahl von Abschlüssen ohne Haftungshöchstgrenze (14%). Auf den ersten Blick mag es überraschen, dass es überhaupt Abschlüsse ohne Haftungshöchstgrenzen gibt, hierfür kann es jedoch durchaus Gründe geben. Wenn sich Garantien z. B. nur auf Eigentumsrechte beziehen, sind Käufer sehr oft nicht bereit, einer Begrenzung zuzustimmen.

2014 gelang es den Verkäufern, die Haftungshöchstgrenzen zu reduzieren. Damit setzte sich eine langfristige Entwicklung fort, die 2013 vorübergehend stagniert war. War es 2012 noch 54% der Verkäufer gelungen, ihre Haftung auf unter die Hälfte des Kaufpreises zu begrenzen, lag der Anteil 2013 nur noch bei 47%. 2014 wurde das Niveau des Jahres 2012 jedoch fast wieder erreicht, denn bei 53% der Transaktionen galt eine Haftungshöchstgrenze von unter der Hälfte des Kaufpreises. Auffällig ist, dass der Anteil der Abschlüsse mit einer Haftungshöchstgrenze in Höhe des Kaufpreises im Jahr 2014 gegenüber dem Vorjahr von 29% auf 21% zurückging.

CMS-Branchenanalyse

Haftungshöchstgrenze (weniger als 25% des Kaufpreises)

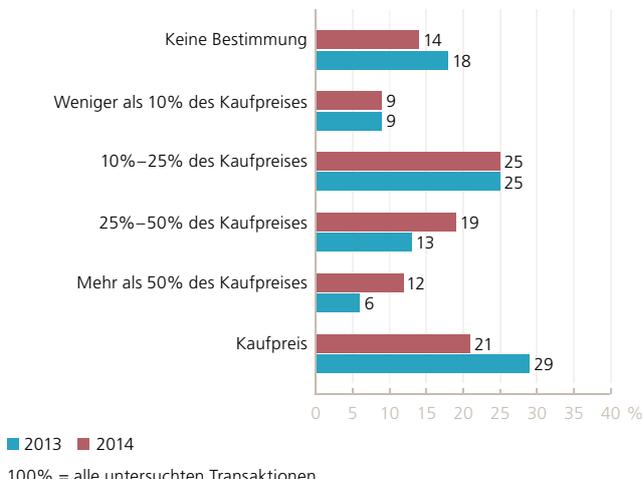
Branche	2007–2013	2014
Banking & Finance	23%	25%
Hotel und Freizeit *	35%	36%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	24%	27%
Konsumgüter	26%	38%
Technologie, Medien und Kommunikation	29%	45%
Infrastruktur und Projekte *	14%	31%
Lifesciences	36%	33%
Immobilien und Bauwesen *	33%	57%
Industrie **	44%	33%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen **	34%	27%
CMS-Durchschnitt	32%	34%

100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche
* 2007 und 2008 nicht ausgewertet ** 2009 nicht ausgewertet

Die niedrigsten Haftungshöchstgrenzen gibt es in den Branchen Immobilien und Bauwesen, Technologie, Medien und Kommunikation sowie Konsumgüter

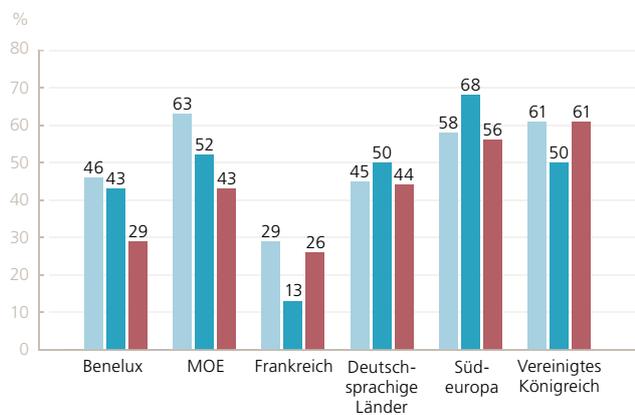
Gleichzeitig stieg der Anteil der Abschlüsse mit einer Haftungshöchstgrenze von 25 bis 50% des Kaufpreises von 13% auf 19%. Zudem fällt auf, dass die Anwendung von Haftungshöchstgrenzen, die unter dem Kaufpreis liegen, 2014 deutlich zunahm: 65% der Verkäufer konnten ihre Haftung auf weniger als den vollen Kaufpreis begrenzen. Im Vorjahr war dies nur 53% der Verkäufer gelungen.

Haftungshöchstgrenzen 2013/2014



Haftungshöchstgrenzen (mehr als 50% des Kaufpreises) 2007–2014

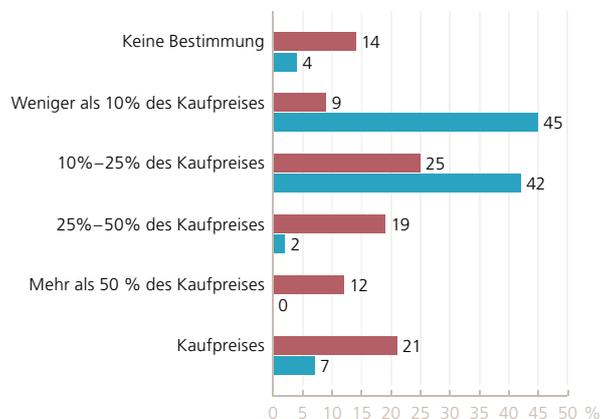
Entwicklung in Europa



■ 2007–2013 ■ 2013 ■ 2014

100% = alle untersuchten Transaktionen

Haftungshöchstgrenzen Europa/USA



■ Europa 2014 ■ USA 2012

100% = alle untersuchten Transaktionen

Innerhalb Europas gab es deutliche regionale Unterschiede. Während die Verkäufer in Kontinentaleuropa ihre Haftungshöchstgrenzen 2014 im Vergleich zum Zeitraum 2007–2013 reduzieren konnten, entsprach im Vereinigten Königreich der Anteil der Deals mit einer Haftungshöchstgrenze von über 50% des Kaufpreises dem Durchschnitt der Jahre 2007–2013, d. h. er lag bei 61%, nachdem er 2013 sogar auf 50% gesunken war.

In anderen Regionen (MOE, Südeuropa und Benelux) ging der Anteil der Transaktionen mit einer Haftungshöchstgrenze von über 50% des Kaufpreises 2014 deutlich gegenüber dem Vorjahr zurück (MOE: von 52% auf 43%; Südeuropa: von 68% auf 56%). In den Benelux-Ländern lag der Anteil der Transaktionen mit einer Haftungshöchstgrenze von über 50% des Kaufpreises 2014 bei nur 29% und in Frankreich bei 26%.

In Europa war die Haftungshöchstgrenzen allerdings immer noch wesentlich höher als in den USA. In den USA wurde als häufigste Kategorie (45%) eine Verkäuferhaftung in Höhe von weniger als 10% des Kaufpreises vereinbart. Die zweithäufigste Kategorie (42%) betraf eine Haftungshöchstgrenze von 10% bis 25% des Kaufpreises. In den USA galt demnach bei 87% der Abschlüsse eine Haftungshöchstgrenze von maximal 25% des Kaufpreises. In Europa betrug 2014 der Anteil der Abschlüsse mit niedriger Haftungshöchstgrenze 34%, was genau dem Wert von 2013 entspricht.

Hohe Haftungshöchstgrenzen weniger häufig.

W&I-Versicherung

W&I-Versicherung

Kennzahlen von Deals mit W&I-Versicherung

De minimis für Verkäufer	0,1%
Basket-Schwelle für Verkäufer	0,7%
– First Dollar	73,0%
– Excess Only	27,0%
Haftungshöchstgrenze des Verkäufers	5,0%
Verjährungsfrist für Garantieansprüche	19 Monate
Anteil der Verkäufer unter den Versicherungsnehmern	19,0%
Anteil der Käufer unter den Versicherungsnehmern	81,0%
Verhältnis von Versicherungsschutz und Deal-Wert	33,0%
Anteil der nicht abgesicherten Haftung	1,0%

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

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

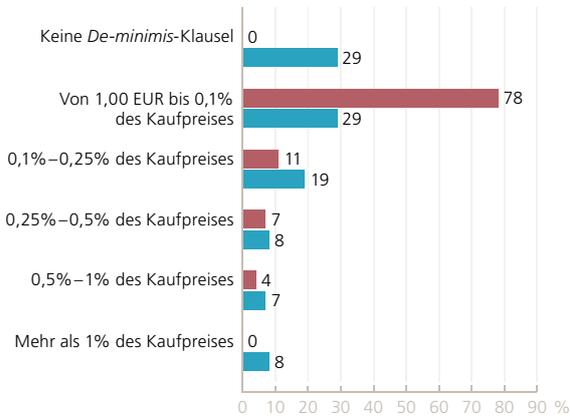
Will Hemsley, Partner bei Hemsley Wynne Furlonge, erklärt: „Die Anzahl der Transaktionen, die durch eine W&I-Versicherung abgesichert wurden, stieg 2014 weiter. Eine solche Versicherung wird vor allem dann abgeschlossen, wenn der Verkäufer nicht bereit oder in der Lage ist, hohen Haftungshöchstgrenzen zuzustimmen oder aber wenn die aus der Transaktion erzielten Mittel anderweitig gebunden sind. Dies kommt am häufigsten bei Transaktionen vor, an denen Finanzinvestoren, Immobilieninvestoren oder Infrastrukturfonds beteiligt sind, zumal auch der Druck hoch ist, für die Anleger eine risikofreie Rendite zu erwirtschaften.“

In der Vergangenheit haben Käufer die Zahlungsbereitschaft von Versicherungsgesellschaften allgemein skeptisch beurteilt. Die wachsende Zahl von abgewickelten Fällen konnte diese Bedenken jedoch zum Teil ausräumen. Entscheidend für die Käufer ist, dass die W&I Versicherung eine möglichst vollständige Deckung (sogenannte „back-to-back coverage“) der unter Berücksichtigung von Disclosure und Due Diligence intensiv ausgehandelten Garantien gewährt.

CMS ist eine der aktivsten Anwaltssozialitäten im Bereich der W&I-Versicherung und berät Versicherungsgesellschaften bei etwa 100 Transaktionen pro Jahr. Diese sind von unterschiedlicher Art und Größe. Sehr große Transaktionen können dabei die Statistik verzerren. Dennoch bilden die oben genannten Durchschnittswerte nach unserer Auffassung die aktuellen Marktverhältnisse gut ab.

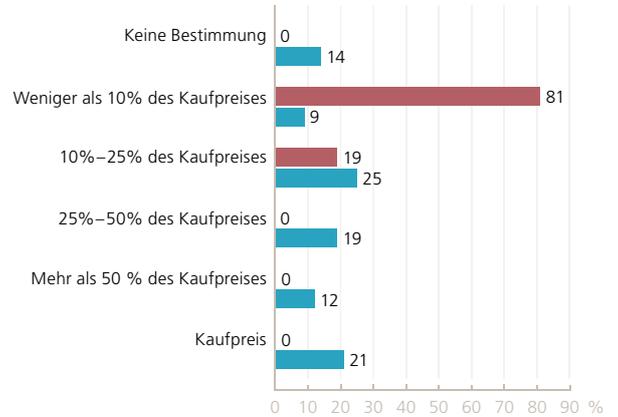
Wir haben die Deals mit W&I-Versicherung analysiert, bei denen CMS für die Versicherungsgesellschaft tätig wurde, und die Daten mit den Deals ohne W&I-Versicherung verglichen, die ebenfalls Gegenstand dieser Studie sind. Die erhobenen Werte für Deals mit W&I-Versicherung und Deals ohne W&I-Versicherung verdeutlichen die jeweils unterschiedliche Risikoverteilung zwischen Verkäufer und Käufer.

De-minimis-Klauseln bei Deals mit und ohne W&I 2014



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

Haftungshöchstgrenzen bei Deals mit und ohne W&I 2014



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

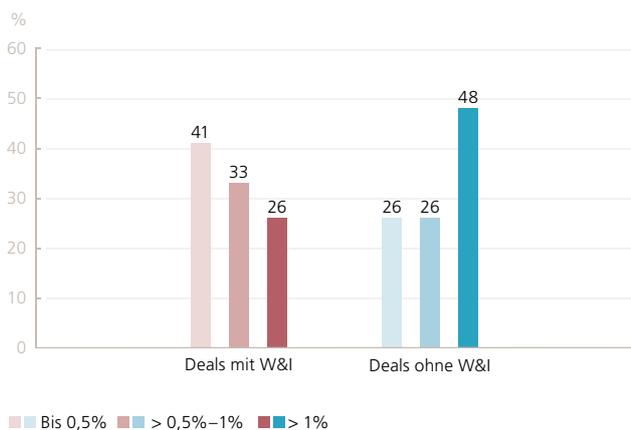
De minimis

Die durchschnittliche *De-minimis*-Schwelle für den Verkäufer bei einem Deal mit W&I lag bei 0,1%. Die Verkäufer befanden sich bei Deals mit W&I-Versicherung tendenziell in einer besseren Position, denn bei 78% dieser Transaktionen liegt die *De-minimis*-Schwelle bei 0,1% des Kaufpreises oder darunter. Dagegen galt diese Schwelle nur bei 29% der Transaktionen ohne W&I.

Basket

Die durchschnittliche Basket-Schwelle für den Käufer bei Deals mit W&I lag bei 0,7%. Auch hier wirkte sich die W&I-Versicherung äußerst günstig für den Verkäufer aus. Bei 74% der Transaktionen mit W&I-Versicherung lag die Basket-Schwelle bei 1% des Kaufpreises oder darunter. Dies war dagegen bei nur 52% der Transaktionen ohne W&I-Versicherung der Fall.

Basket-Schwellen bei Deals mit und ohne W&I 2014



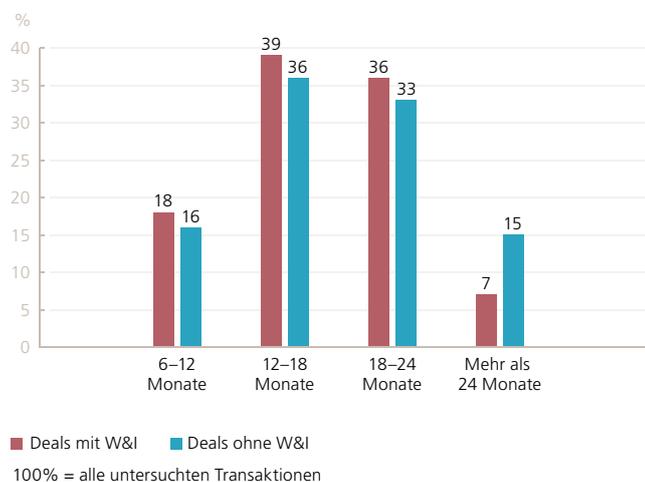
■ Bis 0,5% ■ > 0,5%–1% ■ > 1%
100% = alle ausgewerteten Transaktionen mit Basket-Bestimmung

Haftungshöchstgrenzen

Hier ergeben sich für den Verkäufer eindeutig die größten Vorteile. Die Beschränkung der Haftung ist für Käufer einer der Hauptbeweggründe, Transaktionen mit W&I-Versicherung abzuwickeln. So lag die Haftungshöchstgrenze bei durchschnittlich 5%. Bei 81% der Transaktionen mit W&I-Versicherung lag die Haftungshöchstgrenze unter 10% des Kaufpreises, was bei Deals ohne W&I nur in 9% der Fälle zutraf. Bei den übrigen 19% der Deals mit W&I bzw. bei 25% der Deals ohne W&I lag die Haftungshöchstgrenze zwischen 10% und 25% des Kaufpreises. Mit anderen Worten galt bei 100% der Transaktionen mit W&I-Versicherung aber bei nur 34% der Transaktionen ohne W&I eine Haftungshöchstgrenze von 25% oder darunter. Das Restrisiko liegt beim Käufer, da es kaum der Fall sein wird, dass die Versicherung den Kaufpreis zu 100% abdeckt. Die Auswertung der W&I-Deals ergab, dass die Versicherung im Durchschnitt 33% des Kaufpreises abdeckte.

W&I-Versicherung (Fortsetzung)

Verjährungsfristen für Garantieansprüche bei Deals mit und ohne W&I 2014



W&I-Versicherungen 2014
weiter im Aufwärtstrend.

Verjährungsfristen für Garantieansprüche

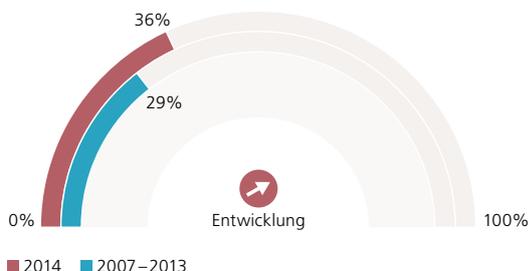
Bei den Verjährungsfristen für Garantieansprüche gibt es zwischen Transaktionen mit und ohne W&I-Versicherung kaum Unterschiede. Wenn der Käufer als Versicherungsnehmer auftritt, liegt die Entscheidung bei ihm, die Versicherungsdauer über den im Kaufvertrag vereinbarten Zeitraum hinaus zu verlängern.

Die W&I-Versicherung kann sowohl für die Verkäufers- als auch für die Käuferseite angeboten werden. Im Regelfall wurde sie jedoch vom Käufer abgeschlossen (81% der relevanten Transaktionen im Jahr 2014), wobei die Prämie, die normalerweise 1 bis 2% der Deckungssumme entspricht, häufig ganz oder teilweise vom Verkäufer getragen wird.

Verjährungsfristen für Garantieansprüche

CMS-Trendindex

Verjährungsfristen (12–18 Monate)



12 bis 18 Monate Verjährungsfrist für Garantieansprüche am gängigsten

Der verkäuferfreundliche Trend zu kürzeren Verjährungsfristen für Garantieansprüche setzte sich 2014 fort. Verjährungsfristen von 12 bis 18 Monaten wurden mit einem Anteil von 36% (34% im Jahr 2013) am häufigsten vereinbart. Verjährungsfristen unter 12 Monaten wurden in 16% der Fälle (14% im Jahr 2013) vereinbart. Der Anteil der Verjährungsfristen von 18 bis 24 Monaten stieg gegenüber dem Vorjahr von 26% auf 33%, während der Anteil der Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten von 26% auf 15% zurückging. Insgesamt wurden Verjährungsfristen von 12 bis 24 Monaten bei 69% der Abschlüsse angewandt (60% im Vorjahr).

Auch in Regionen wie Frankreich und Südeuropa, in denen die Vertragsparteien zuvor längere Verjährungsfristen

CMS-Branchenanalyse

Verjährungsfristen (mehr als 24 Monate)

Branche	2007–2013	2014
Banking & Finance	29%	9%
Hotel und Freizeit *	35%	5%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	25%	8%
Konsumgüter	30%	26%
Technologie, Medien und Kommunikation	25%	17%
Infrastruktur und Projekte *	26%	0%
Lifesciences	26%	13%
Immobilien und Bauwesen *	40%	16%
Industrie **	22%	15%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen **	31%	30%
CMS-Durchschnitt	28%	15%

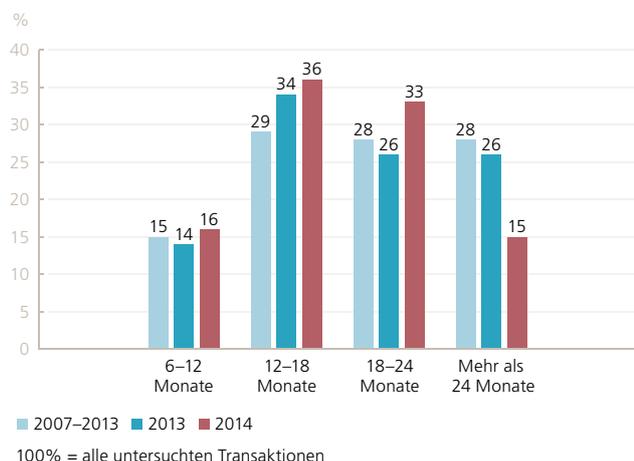
100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche
* 2007 und 2008 nicht ausgewertet ** 2009 nicht ausgewertet

Längste Verjährungsfristen kommen in der Dienstleistungsbranche vor

vereinbart hatten, gelang es den Verkäufern zunehmend, Fristen von mehr als 24 Monaten zu vermeiden (Frankreich: 29% im Jahr 2014 im Vergleich zu 49% im Zeitraum 2007 bis 2013; Südeuropa: 23% im Jahr 2014 im Vergleich zu 44% im Zeitraum 2007 bis 2013). In anderen Regionen waren 2014 mehr Verkäufer in der Lage, kürzere Fristen von 6 bis 12 Monaten auszuhandeln. In den Benelux-Ländern lag der entsprechende Anteil bei 26% und in der MOE-Region bei 23%.

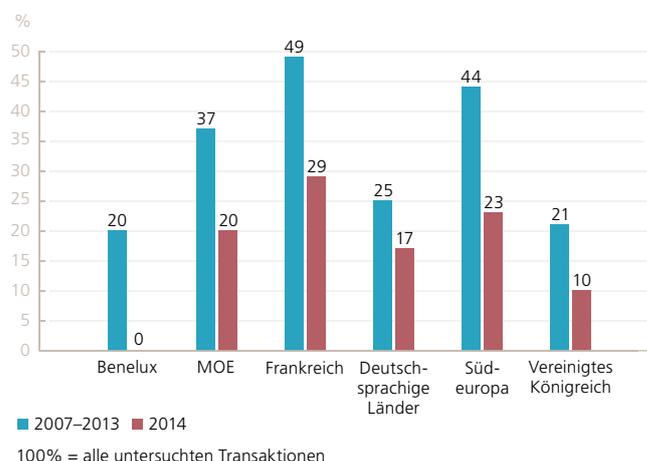
Lange Verjährungsfristen kommen vor allem in der Dienstleistungs- und in der Konsumgüterbranche häufiger vor: Bei 30% (Dienstleistungen) und 26% (Konsumgüter) der Transaktionen wurden Fristen von mehr als 24 Monaten vereinbart.

Verjährungsfristen für Garantieansprüche 2007–2014



Verjährungsfristen für Garantieansprüche 2007–2014

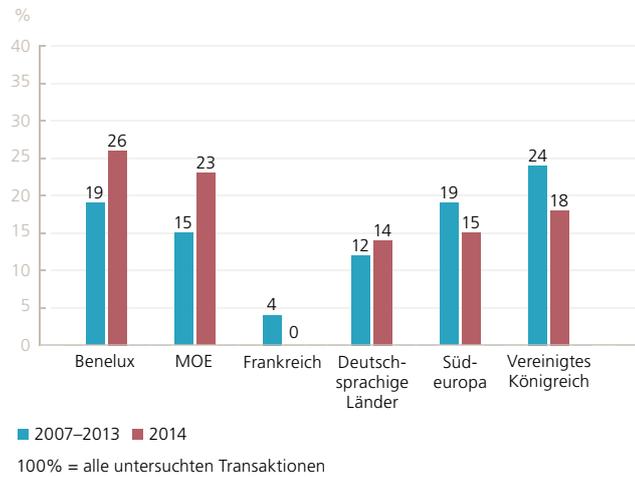
Mehr als 24 Monate



Verjährungsfristen für Garantieansprüche (Fortsetzung)

Verjährungsfristen für Garantieansprüche 2007–2014

6–12 Monate

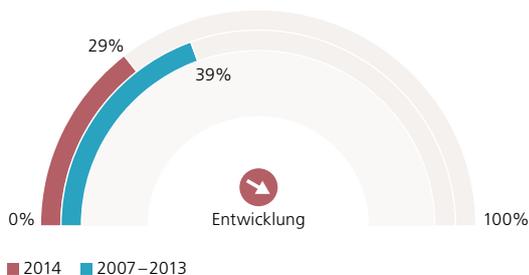


Verjährungsfristen von 12 bis 24 Monaten marktüblich.

Absicherung der Garantieansprüche

CMS-Trendindex

Absicherung der Garantieansprüche

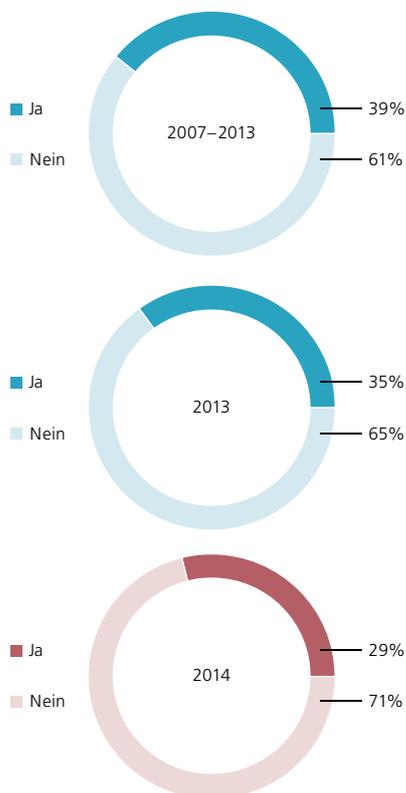


Käufer achten weniger stark auf die Absicherung der Garantieansprüche

Gegenüber dem Zeitraum 2007 bis 2013 nahm die Absicherung der Garantieansprüche ab, was für Verkäufer eine günstige Entwicklung darstellt. Im Jahr 2014 sicherten 29% der Käufer ihre Garantieansprüche ab. Im Jahr 2013 waren es 35% und im Zeitraum 2007 bis 2013 39%.

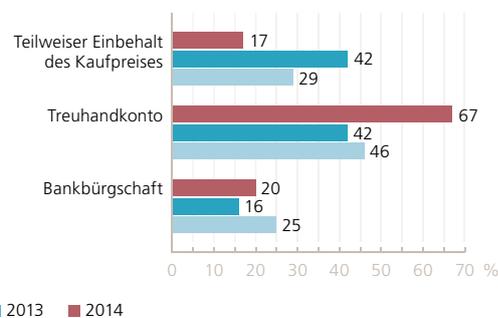
Wenn Verkäufer und Käufer sich auf eine Absicherung der Garantieansprüche einigten, entschieden sie sich am häufigsten für die Einrichtung eines Treuhandkontos (67% im Jahr 2014 im Vergleich zu 42% im Vorjahr). Andererseits ging der Anteil der Abschlüsse, bei denen Käufer einen Teil des Kaufpreises einbehielten, zwischen 2013 und 2014 von 42% auf 17% zurück. Die Verkäufer waren demnach im Jahr 2014 weniger bereit, das Risiko zu tragen, dass der Käufer vor Ablauf der Verjährungsfrist für Garantieansprüche insolvent wird. Auch hier zeigt sich, dass Verkäufer seit 2013 eine stärkere Marktposition erlangt haben. Der Anteil der Bankbürgschaften stieg zwischen 2013 und 2014 von 16% auf 20%. Im Vergleich zum Zeitraum 2007 bis 2013 (25%) waren jedoch weniger Verkäufer bereit, eine Bankbürgschaft anzubieten.

Absicherung der Garantieansprüche 2007-2014



100% = alle untersuchten Transaktionen

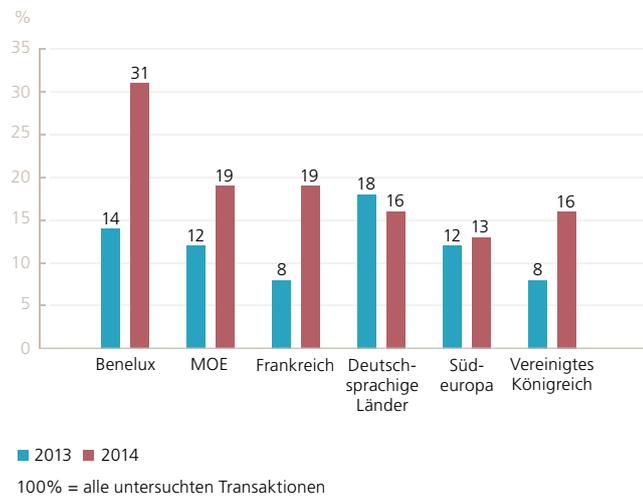
Absicherung der Garantieansprüche 2007-2014



100% = alle Transaktionen mit Sicherheitsmechanismus – Mehrfachnennungen möglich

Absicherung der Garantieansprüche (Fortsetzung)

Treuhandkonten 2013/2014



Käufer weniger erfolgreich,
Garantieansprüche abzusichern.

Closing-Bedingungen

CMS-Trendindex

Sicherstellung der Finanzierung durch den Käufer als Closing-Bedingung



Weniger Abschlüsse mit Finanzierungssicherheit auf Käuferseite als Closing-Bedingung

2014 erfolgten bei 58% aller untersuchten Transaktionen Signing und Closing zu unterschiedlichen Zeitpunkten (2013: 60%). In diesen Fällen vereinbarten die Parteien Closing-Bedingungen bei 91% der betreffenden Abschlüsse.

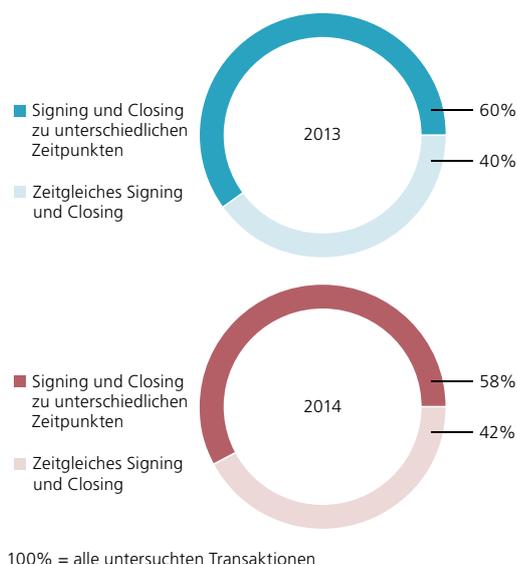
Die häufigsten Closing-Bedingungen waren behördliche Genehmigungen und die Freigabe im Fusionskontrollverfahren (32%). Erwähnenswert ist die Tatsache, dass es eine große Anzahl (38%) „sonstiger“ Bedingungen gab, die zwischen Signing und Closing erfüllt werden mussten.

Dazu gehörten u. a.: die Durchführung einer bestätigenden Due Diligence nach dem Signing, die Notwendigkeit

einer Umstrukturierung des Zielunternehmens vor dem Closing (z. B. die Ausklammerung oder der „Carve-out“ bestimmter Vermögenswerte des Zielunternehmens, die nicht mit verkauft werden) sowie die Zustimmung Dritter zur Transaktion (insbesondere der Verzicht auf Change-of-Control-Rechte).

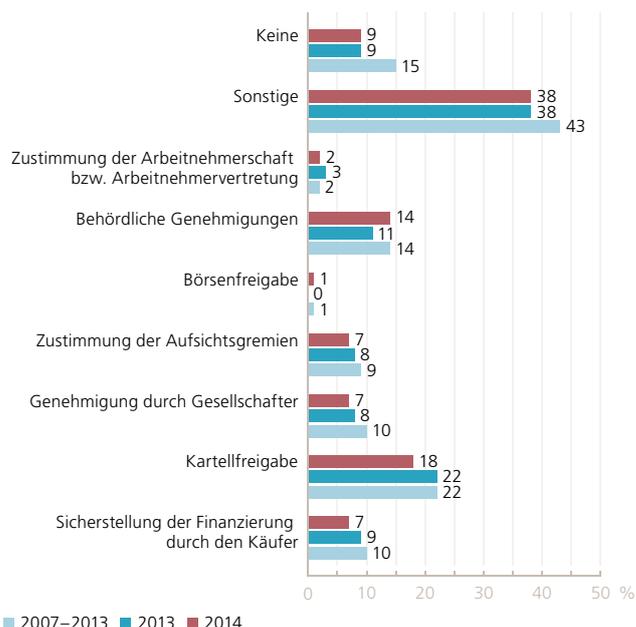
Bemerkenswert ist die Tatsache, dass die Zustimmung der Aufsichtsgremien als Closing-Bedingung 2014 etwas seltener vereinbart wurde (2014 14% gegenüber 16% im Jahr 2013). Dies lässt darauf schließen, dass Käufer und Verkäufer die erforderlichen Gremienzustimmungen schon vor dem Signing einholen.

Stichtag (Signing und Closing) 2014



100% = alle untersuchten Transaktionen

Closing-Bedingungen 2007-2014



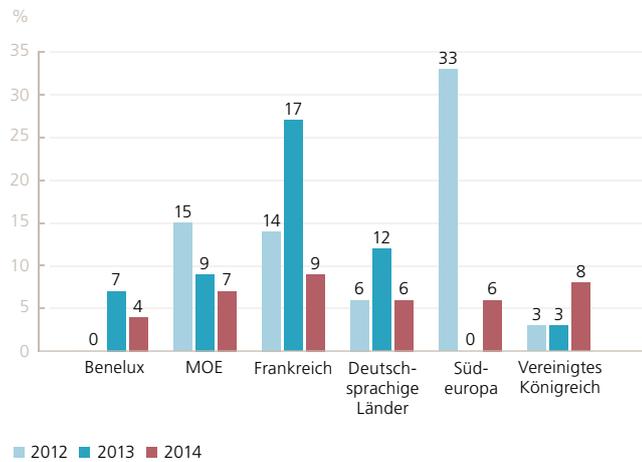
■ 2007-2013 ■ 2013 ■ 2014

100% = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

Closing-Bedingungen (Fortsetzung)

Closing-Bedingungen 2012–2014

Sicherstellung der Finanzierung durch den Käufer



100% = alle untersuchten Transaktionen



Verkäufer verlangten 2014
offenbar häufiger vor
der Unterzeichnung
Finanzierungssicherheit.

Der Anteil der Transaktionen, die eine Finanzierungssicherung durch den Käufer als Closing-Bedingung enthielten, fiel erstmals seit Beginn der Studie in allen Regionen auf unter 10%. Dieser Trend lässt zwei Schlüsse zu: Entweder konnten mehr Käufer die Finanzierung frühzeitig durch entsprechende Barmittel oder Bankkredite sicherstellen oder aber weniger Verkäufer waren bereit, ohne sichere Finanzierung Verträge einzugehen. In den meisten Ländern wurden 2014 Verträge weniger häufig vorbehaltlich der Finanzierungssicherung durch den Käufer unterzeichnet, mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs: hier stieg der Anteil zwischen 2013 und 2014 von 3% auf 8%.

MAC-Klauseln

CMS-Trendindex MAC-Klauseln



Abnahme der MAC-Klauseln

„Material Adverse Change“-Klauseln (MAC-Klauseln) berechtigen den Käufer, von einem Vertrag zurückzutreten, wenn vor dem Closing ein bestimmtes vertraglich definiertes Ereignis mit negativen Auswirkungen auf das Zielunternehmen eintritt. 2014 wurden MAC-Klauseln bei 14% der Abschlüsse vereinbart. Im Vergleich zum Zeitraum 2007 bis 2013 (16%) ging der Anteil somit leicht zurück. Daran kann man erkennen, dass die Verkäufer immer weniger bereit sind, den Käufern die Chance zu geben, nach der Unterzeichnung vom Vertrag zurückzutreten.

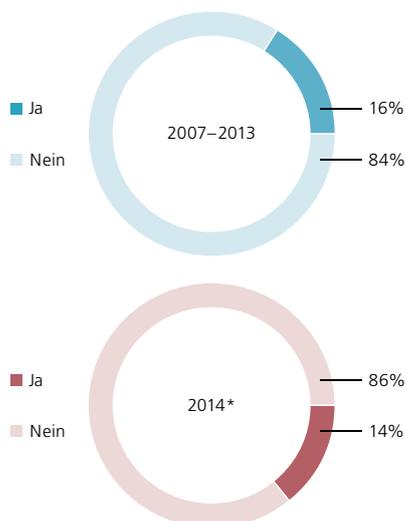
CMS-Branchenanalyse MAC-Klauseln

Branche	2007-2013	2014
Banking & Finance	19%	35%
Hotel und Freizeit *	12%	10%
Energiewirtschaft und sonstige Versorger	18%	18%
Konsumgüter	21%	7%
Technologie, Medien und Kommunikation	16%	3%
Infrastruktur und Projekte *	10%	8%
Lifesciences	18%	19%
Immobilien und Bauwesen *	8%	14%
Industrie **	18%	12%
Sonstige Unternehmensdienstleistungen **	16%	5%
CMS-Durchschnitt	16%	14%

100% = alle untersuchten Transaktionen der jeweiligen Branche
* 2007 und 2008 nicht ausgewertet ** 2009 nicht ausgewertet

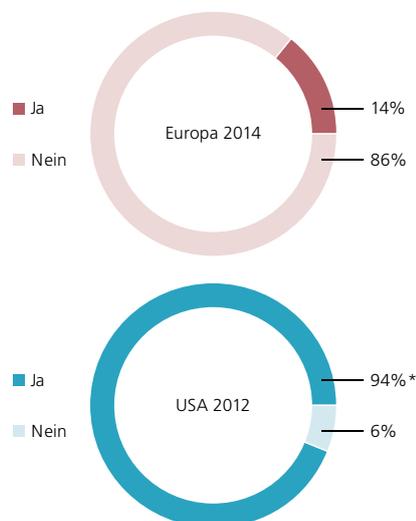
Auch bei den zwischen Europa und den USA bestehenden grundsätzlichen Unterschieden hinsichtlich der Verwendung von MAC-Klauseln gab es keine Veränderung. Während 2014 nur 14% der europäischen Abschlüsse eine MAC-Klausel enthielten, lag dieser Anteil in den USA bei 94%. Beim Anteil von Abschlüssen mit MAC-Klauseln besteht somit ein deutlicher Unterschied zwischen Europa und den USA. Dieser resultiert zum Teil daraus, dass die Käufer Transaktionssicherheit bei kontrollierten Auktionen fordern. Zudem sind MAC-Klauseln in bestimmten Ländern generell deshalb weniger weit verbreitet, weil dort mehr Abschlüsse mit gleichzeitigem Signing und Closing vereinbart werden.

MAC-Klauseln 2007-2014



100% = alle untersuchten Transaktionen
* Identische Ergebnisse für 2013 und 2014

MAC-Klauseln Europa/USA

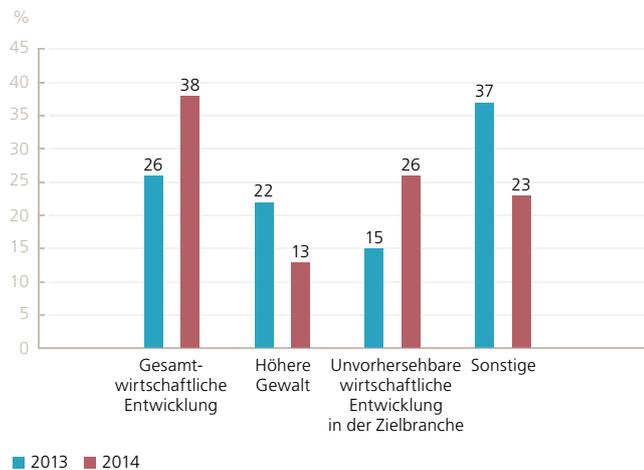


100% = alle untersuchten Transaktionen
* „Stand-Alone MAC“, „Back Door MAC“ und gemischte „Stand-Alone/Back Door MAC“

MAC-Klauseln (Fortsetzung)

MAC-Klauseln 2013/2014

Ausnahmen von MAC-Bestimmungen



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



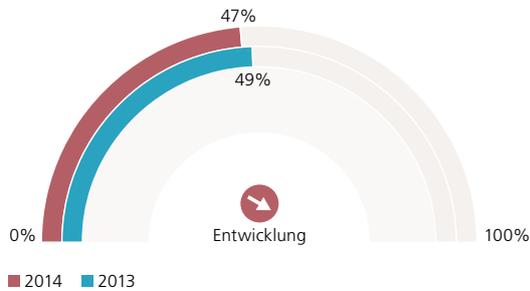
MAC-Klauseln in Europa deutlich weniger üblich als in den USA.

Zwischen den einzelnen Branchen gab es beträchtliche Unterschiede. In einigen Branchen wurden MAC-Klauseln 2014 besonders selten vereinbart, und zwar insbesondere in den Sektoren Konsumgüter, Infrastruktur und Projekte sowie Technologie, Medien und Kommunikation. Im Bereich Banking & Finance gab es mit Abstand die meisten Transaktionen mit MAC-Klausel (35% im Jahr 2014), gefolgt von Lifesciences (19%) und Energiewirtschaft (18%).

Wenn eine MAC-Klausel zum Einsatz kam, vereinbarten die Parteien in vielen Fällen, dass bestimmte Ereignisse keine wesentliche Änderung im Sinne eines MAC darstellen sollten. Es ist eindeutig zu erkennen, dass die Verhandlungen der Verkäufer in Bezug auf Ausnahmestimmungen von MAC-Klauseln im Jahr 2014 weniger erfolgreich waren. Der Rückgang ist vor allem im Fall von höherer Gewalt und nicht spezifizierten Faktoren festzustellen. Andererseits stieg der Anteil der Ausnahmetatbestände hinsichtlich einer gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und/oder einer unvorhersehbaren Wirtschaftsentwicklung im Zielsektor zwischen 2013 und 2014 von 41% auf 64%, was dem Durchschnitt des Zeitraums 2007 bis 2013 entspricht.

Wettbewerbsverbote

CMS-Trendindex Wettbewerbsverbote



Leichter Rückgang der Wettbewerbsverbote

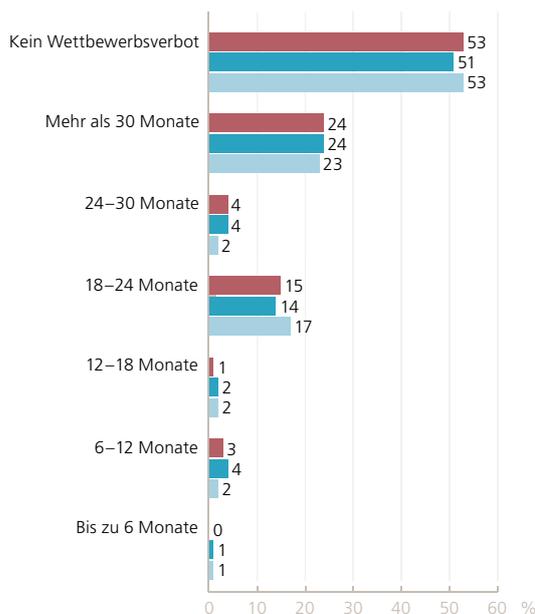
In den letzten Jahren bewegte sich die Anzahl der Abschlüsse mit einer Bestimmung, die Wettbewerb durch den Verkäufer nach Vollzug der Transaktion untersagt, um die 50%-Marke. Nachdem der Anteil der Transaktionen, bei denen ein Wettbewerbsverbot vereinbart wurde, zwischen 2012 und 2013 von 46% auf 49% gestiegen war, sank er 2014 wieder auf 47%.

Ein eindeutiger Trend ist nicht erkennbar, da der Wert dem Durchschnitt des Zeitraums 2007 bis 2013 (47%) entspricht. Der kurzfristige Vergleich mit 2013 (49%) deutet jedoch auf eine eher verkäuferfreundliche Entwicklung hin.

Wenn die Parteien ein Wettbewerbsverbot vereinbart hatten, wurde am häufigsten ein Zeitraum von 30 Monaten (24%) festgelegt. Am zweithäufigsten waren Verbote mit einer Dauer von 18 bis 24 Monaten (15%). Wettbewerbsverbotsklauseln mit kurzen Laufzeiten von bis zu 18 Monaten betrafen nur 4% der Abschlüsse.

Wettbewerbsverbote 2007–2014

Dauer des Wettbewerbsverbots



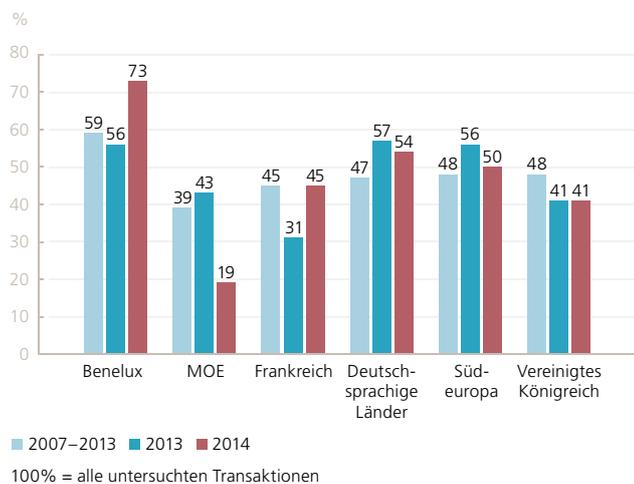
■ 2007–2013 ■ 2013 ■ 2014

100% = alle untersuchten Transaktionen

Wettbewerbsverbote (Fortsetzung)

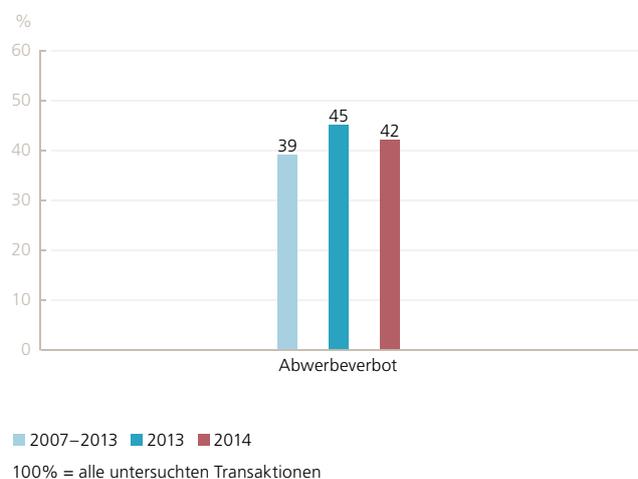
Wettbewerbsverbote 2007–2014

Abschlüsse mit Wettbewerbsverbotsklausel



Abwerbverbote 2007–2014

Abwerbverbot



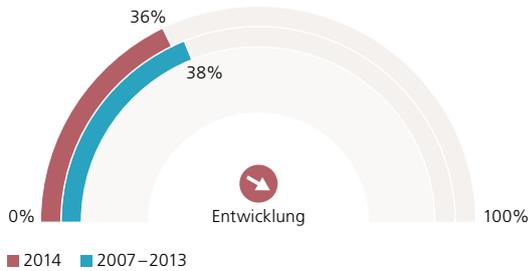
2014 kamen Wettbewerbsklauseln in Mittel- und Osteuropa am wenigsten (19%) vor. Am häufigsten wurden sie in den Benelux-Ländern verwendet, wo es gegenüber 2013 eine Zunahme von 17 Prozentpunkten auf 73% gab, gefolgt von den deutschsprachigen Ländern (54%) und Südeuropa (50%).

Abwerbverbot

Neben der geringeren Anzahl von Abschlüssen mit Wettbewerbsverbotsklauseln wurden 2014 auch weniger Abwerbverbotsklauseln als im Vorjahr vereinbart (42% gegenüber 45%). Ein Vergleich mit dem Zeitraum 2007 bis 2013 (39%) offenbart aber, dass die Käufer im Durchschnitt inzwischen mehr Erfolg beim Aushandeln eines Abwerbverbots haben.

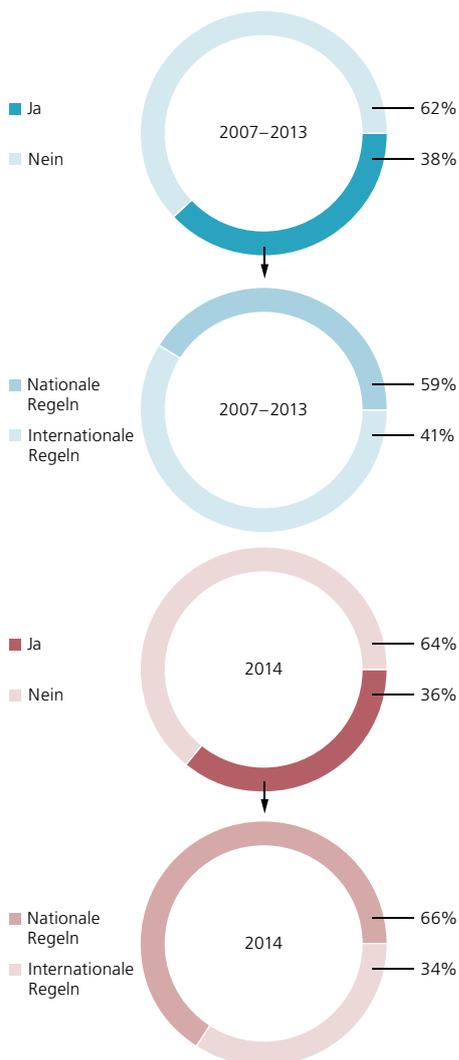
Schiedsklauseln

CMS-Trendindex Schiedsklauseln



Schiedsklauseln weitgehend konstant

Schiedsklauseln 2007-2014



100% = alle untersuchten Transaktionen

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

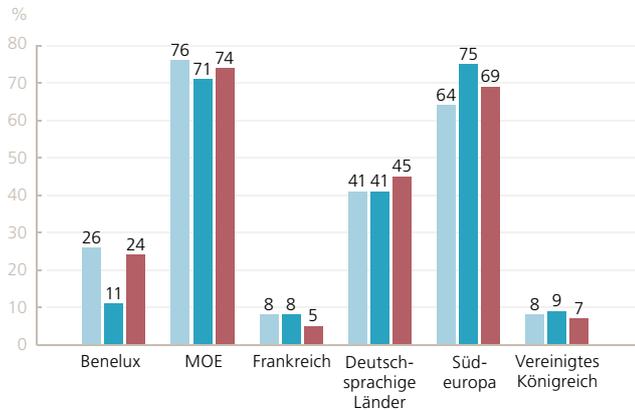
Zu den Gründen für den bevorzugten Einsatz eines Schiedsgerichts gegenüber einem öffentlichen Gericht gehört typischerweise, dass die Parteien eher eine privatergerichtliche Schiedsverfahrenslösung als einen öffentlichen Prozess wünschen oder dass sie die Zuständigkeit von Gerichten in bestimmten Ländern ausschließen wollen, in denen Dauer, Kosten und Ausgang eines Prozesses ungewiss sind. Allerdings werden auch beim Schiedsverfahren Nachteile gesehen, wie beispielsweise die relativ hohen Kosten der bekannten Schiedsgerichtsinstitutionen oder Bedenken, dass die theoretische Verfahrenseffizienz in der Praxis nicht erreicht wird.

Nachdem der Anteil der Verträge mit Schiedsklauseln 2013 gegenüber dem Vorjahr um vier Prozentpunkte auf 37% gestiegen war, ging er 2014 geringfügig auf 36% zurück. Im Vergleich zum Zeitraum 2007 bis 2013 (38%) wurden etwas weniger Schiedsklauseln vereinbart.

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

Schiedsklauseln (Fortsetzung)

Schiedsklauseln 2007–2014



■ 2007–2013 ■ 2013 ■ 2014

100% = alle untersuchten Transaktionen



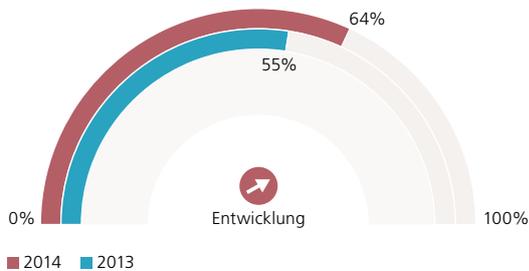
Im Vergleich zu 2013 wurden Schiedsklauseln weniger häufig vereinbart.

Es gibt auffällige regionale Unterschiede: So waren Schiedsklauseln – trotz des rückläufigen Trends im Jahr 2014 – in Südeuropa immer noch weit verbreitet (69% gegenüber 75% im Jahr 2013). In Mittel- und Osteuropa wird ein Mechanismus für Schiedsverfahren traditionell häufig vereinbart (74% gegenüber 71% im Jahr 2013). Andererseits kommen Schiedsklauseln in Frankreich (5%) und im Vereinigten Königreich (7%) selten vor. In den Benelux-Ländern stieg der Anteil der Verträge mit Schiedsklausel nach einem Einbruch von 40% auf 11% zwischen 2012 und 2013 wieder auf 24%.

Steuerliche Aspekte

CMS-Trendindex

Steuerfreistellungsvereinbarung



Käuferfreundliche Zunahme der Steuerfreistellungsklauseln

Der Grund für eine Steuerfreistellungsvereinbarung besteht darin, dass der Käufer gegenüber Steuerrisiken schadlos gehalten werden möchte, die vor dem Closing entstanden sind. Im Jahr 2014 enthielten 64% der Abschlüsse eine solche Steuerfreistellung (2013: 55%). Somit war eine käuferfreundliche Zunahme der Freistellungsklauseln festzustellen.

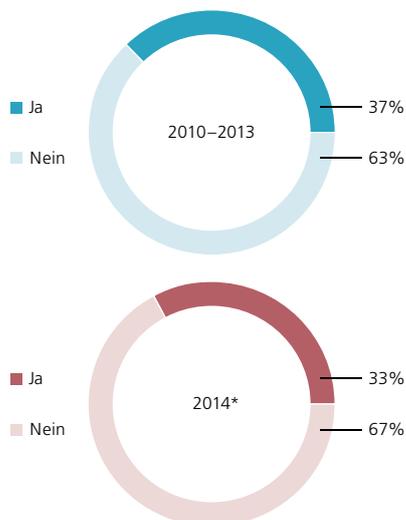
Die Studie konzentrierte sich auf die unterschiedlichen Verjährungsfristen für Ansprüche in Verbindung mit einer Steuerfreistellung, d. h. auf den Unterschied zwischen

„absoluten“ und „relativen“ Fristen. Bei einer „absoluten“ Verjährungsfrist kann der Käufer nach einem festgelegten Datum keine Steueransprüche mehr gegenüber dem Verkäufer geltend machen.

Eine „relative“ Verjährungsfrist bezieht sich konkret auf eine Entscheidung der zuständigen Steuerbehörde. In diesen Fällen beginnt die Verjährungsfrist (die dann normalerweise sehr kurz ist) erst, wenn die Steuerbehörde eine entsprechende Entscheidung getroffen hat. Beide Konzepte führen allerdings häufig zum selben Ergebnis, da die Mehrheit der „absoluten“ Verjährungsfristen länger als fünf Jahre ab dem Closing dauern und die meisten Steuerbescheide durch die zuständigen Finanzbehörden innerhalb dieses Zeitraums erlassen werden.

Steuerfreistellung 2010–2014

Teilnahmerecht bei einer zukünftigen steuerlichen Außenprüfung



100% = alle untersuchten Transaktionen mit Steuerfreistellungsklausel

* Identische Ergebnisse für 2013 und 2014

Bei den Steuerfreistellungsklauseln gab es signifikante regionale Unterschiede. Außerhalb der deutschsprachigen und der Benelux-Länder, wo 83% bzw. 67% aller Transaktionen mit einer Steuerfreistellungsklausel eine relative Verjährungsfrist beinhalteten, vereinbarten die Vertragsparteien in den meisten anderen untersuchten Regionen überwiegend absolute Verjährungsfristen. Im Vereinigten Königreich, in der MOE-Region und in Frankreich werden Steuerfreistellungen ausschließlich durch absolute Fristen beschränkt.

Die Verkäufer waren weniger erfolgreich bei der Durchsetzung eines Teilnahmerechts bei von der Steuerbehörde eingeleiteten Verfahren. Im Zeitraum 2010 bis 2013 setzten die Verkäufer ein solches Recht bei 37% aller relevanten Transaktionen durch, (d. h. jenen mit Steuerfreistellungsklausel). 2013 und 2014 erhielten sie jedoch bei nur 33% der entsprechenden Abschlüsse ein Teilnahmerecht. Der seit 2013 herrschende käuferfreundliche Trend hat sich demnach auch im Jahr 2014 fortgesetzt.

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

Vergleichsdaten aus den USA wurden der „2013 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.

Informationen für Mandanten

Veröffentlichte Marktdaten



European M&A Outlook 2014

- Studie zur Entwicklung des europäischen M&A-Marktes im Jahr 2015
- Interviews mit europäischen Führungskräften
- Analysen der Regionen Benelux, Mittel- und Osteuropa, deutschsprachige Länder, Iberische Halbinsel, nordische Länder, Südosteuropa, Frankreich, Italien, Russland & Ukraine sowie Vereinigtes Königreich & Irland



Emerging Europe: M&A Bericht 2014/15

- Überblick der wichtigsten M&A-Aktivitäten 2014
- Prognose zur Entwicklung der Aktivitäten im Jahr 2015
- Regionale Aufschlüsselung der Daten aus 15 Ländern Mittel- und Osteuropas (MOE)

Fachpublikationen



Cross-Border Merger Guide 2014

- Überblick der rechtlichen und steuerrechtlichen Anforderungen und Folgen grenzüberschreitender Zusammenschlüsse innerhalb Europas
- Landesspezifische Zeitpläne
- Online-Planungstool für Projektteams
- Regionale Aufschlüsselung für 19 Länder Europas



Duties & Responsibilities of Directors 2015

- Überblick der geltenden Vorschriften für Führungskräfte sowie Antworten auf häufig gestellte Fragen
- Regionale Aufschlüsselung für 29 Länder, unter anderem auch für die außereuropäischen Länder Brasilien, China, Mexiko, Oman, Russland, Türkei, Vereinigte Arabische Emirate und Ukraine

Kontaktdaten

CMS Belgien

Chaussée de La Hulpe 178
1170 Brüssel

Vincent Dirckx

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

CMS Deutschland

Schöttlestraße 8
70597 Stuttgart

Maximilian Grub

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

Thomas Meyding

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

CMS Frankreich

2 rue Ancelle
92522 Neuilly-sur-Seine Cedex

Jacques Isnard

T +33 1 4738 5500
E jacques.isnard@cms-bfl.com

CMS Italien

Via Agostino Depretis, 86
00184 Rom

Pietro Cavasola

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

CMS MOE

CMS Tschechische Republik

Palladium
Na Poříčí 1079/3a
110 00 Prag 1

Helen Rodwell

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

CMS Serbien

Cincar Jankova 3
11000 Belgrad

Radivoje Petrikić

T +38 1 3208 900
E radivoje.petrikic@cms-rrh.com

CMS Niederlande

Mondriaantower – Amstelplein 8A
1096 BC Amsterdam

Roman Tarlavski

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

CMS Österreich

Gauermannngasse 2
1010 Wien

Peter Huber

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

CMS Portugal

Rua Sousa Martins, 10
1050-218 Lissabon

Francisco Almeida

T +351 21 09581 00
E francisco.almeida@cms-rpa.com

CMS Russland

Naberezhnaya Tower
Block C, Presnenskaya Nab., 10
123317 Moskau

David Cranfield

T +7 495 786 4000
E david.cranfield@cmslegal.ru

CMS Schweiz

Dreikönigstrasse 7
8022 Zürich

Oliver Blum

T +41 44 285 11 11
E oliver.blum@cms-vep.com

Stefan Brunnschweiler

T +41 44 285 11 11
E stefan.brunnschweiler@
cms-vep.com

CMS Spanien

Paseo de Recoletos 7–9
28004 Madrid

Carlos Peña Boada

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

CMS Vereinigtes Königreich

Mitre House
160 Aldersgate Street
EC1A 4DD London

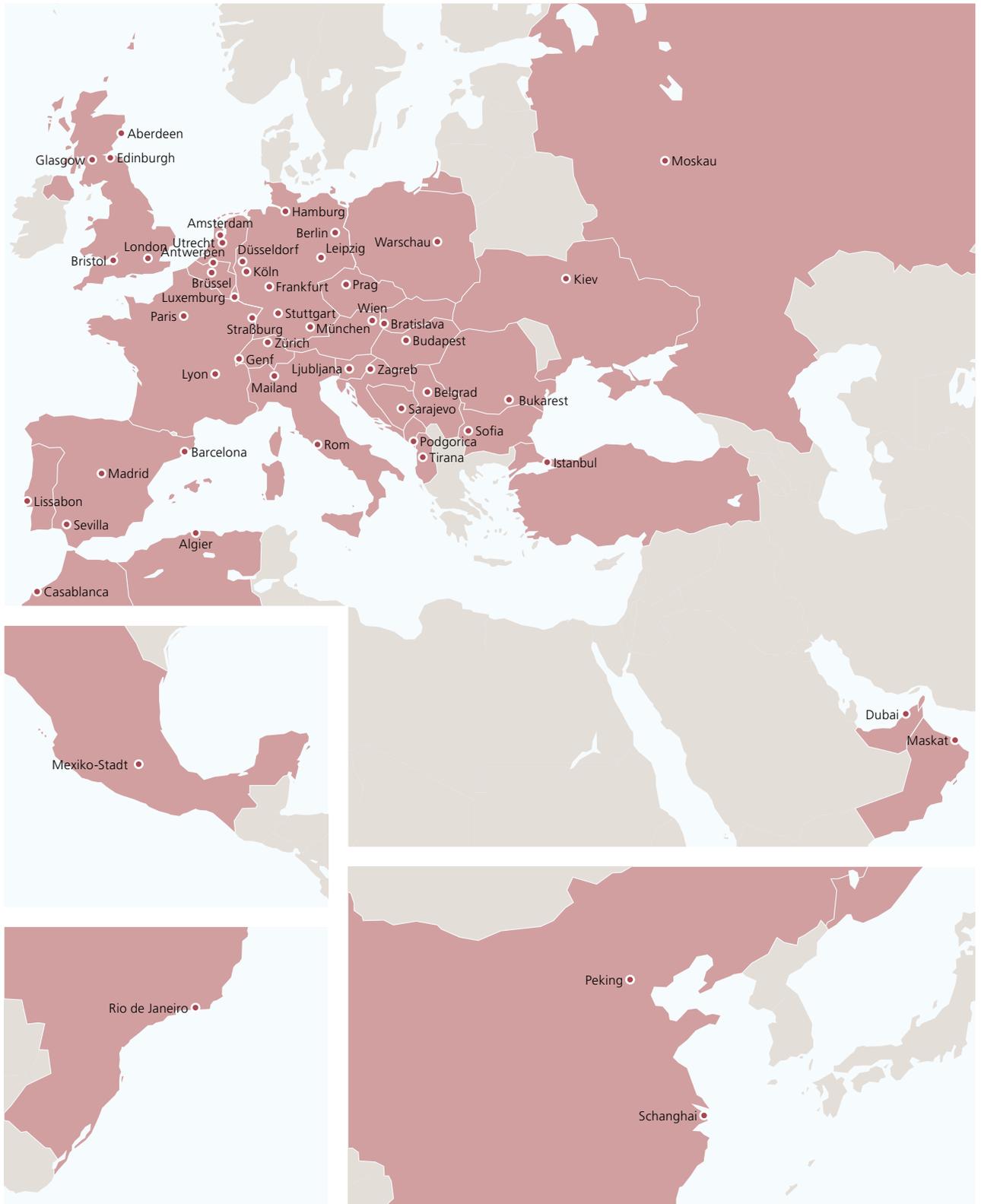
Ab Mai 2015:

78 Cannon Street
EC4N 6AF London

Martin Mendelssohn

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

Wo finde ich CMS?



CMS Legal Services EEIG erbringt keinerlei Mandantenleistung. Derartige Leistungen werden in den jeweiligen Ländern ausschließlich von den Mitgliedssoziäten erbracht. In bestimmten Fällen dient CMS als Marken- oder Firmennamen einzelner beziehungsweise aller Mitgliedssoziäten oder deren Büros oder bezieht sich auf diese. CMS Legal Services EEIG und deren Mitgliedssoziäten 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 Mitgliedssoziät ist dazu berechtigt, im Namen von CMS Legal Services EEIG oder einer anderen Mitgliedssoziät unmittelbar oder mittelbar oder in jeglicher anderer Form Verpflichtungen einzugehen.

CMS-Büros und verbundene Büros:

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