

## **CMS European M&A Study 2014 (Sechste Auflage)**

### **Zusammenfassung**

2013 war ein Jahr, in dem der globale M&A-Markt zunächst vielversprechend erschien, dann aber doch enttäuschte. Der Gesamtwert aller Deals lag im Vergleich zu 2012 um drei Prozent niedriger. Der Transaktionswert fiel in Europa gegenüber dem Vorjahr um zwölf Prozent und machte mit 28,5 Prozent einen geringeren Anteil an globalen M&A-Transaktionen aus. Angesichts der besseren Wirtschaftsnachrichten in vielen EU-Mitgliedstaaten fiel das vierte Quartal auf globaler Ebene sowie in Europa besonders enttäuschend aus.

Praktiker stellen fest, dass die Transaktionen länger zu dauern schienen. Käufer sind weiterhin risikoscheu, die internen Genehmigungsverfahren dauern länger, viele multinationale Käufer sorgen sich insbesondere um die Einhaltung der Regularien seitens der Zielunternehmen einschließlich der Einhaltung der Antikorruptionsgesetze.

Allerdings spiegeln die schlechten Ergebnisse und Abwicklungsschwierigkeiten nicht die derzeitige Stimmung zum Jahresbeginn 2014 wider. Der im Oktober 2013 von CMS und Mergermarket veröffentlichte European M&A Outlook enthielt wichtige Hinweise darauf, dass der Markt wesentlich zuversichtlicher ist. Einige Beispiele:

- Die überwiegende Mehrheit der Befragten ist davon überzeugt, dass sich die Aussichten für ein Wirtschaftswachstum in Europa im Zeitraum bis Ende 2015 verbessert haben
- 90 Prozent der Befragten erwarten, dass sich der europäische M&A-Markt bis Ende 2015 erholen oder zumindest stabil bleiben wird

Viele Marktbeobachter verweisen auf die hohe Liquidität in den Unternehmen, die geringen Finanzierungskosten, die Tatsache, dass Private-Equity-Firmen immer noch über hohe Rücklagen für Übernahmen verfügen und dass viele Handelsunternehmen ihre nicht zum Kernbereich gehörenden Unternehmensbereiche abgestoßen sowie ihre

Kostensenkungsmaßnahmen beendet haben. Kurz gesagt, die Firmen und Institutionen sind "startklar" und wollen von den ersten Anzeichen einer nachhaltigen Wirtschaftserholung profitieren. Ein Marktbeobachter erklärte jüngst, dass sich "die Lebensgeister melden" und "die Sterne für Übernahmen günstig stehen". Wenn dies der Fall ist, wird es weitere Impulse für private Fusionen und Übernahmen geben.

Unterdessen erholt sich die Wirtschaft auch in anderen Märkten, die schwere Zeiten durchlitten haben. Spanien zählte zu den Ländern, die von der europäischen Finanzkrise am stärksten getroffen wurden, aber inzwischen herrscht wieder Zuversicht: Sowohl ausländische als auch inländische Investoren rechnen vor dem Hintergrund des Wachstums im Jahr 2013 mit einer Erholung. Der Vorstandsvorsitzende von Santander erklärte kürzlich, das Geld fließe von allen Seiten nach Spanien. Gestärkt durch die kräftige externe Unterstützung hat Spanien ganz besonders Grund, bei M&A-Transaktionen in 2014 optimistisch zu sein.

Die Risikoverteilung zwischen Verkäufern und Käufern bei M&A-Verkaufs- und Kaufverträgen – um die es bei dieser Studie geht – ist nunmehr seit drei Jahren stabil. Die kräftigen Schwankungen zwischen verschiedenen so genannten Deal Points, die in den CMS European M&A Studien vor 2011 auftraten, sind nicht mehr zu beobachten. Wir haben dennoch im Jahr 2013 wichtige Entwicklungen festgestellt. So stieg zwar die Anzahl der Earn-out-Abschlüsse nicht sprunghaft an, in der diesjährigen Studie ist jedoch erkennbar, dass sich die Fristen für Earn-out-Regelungen verlängert haben: Bei 30 Prozent der relevanten Transaktionen betrug die Frist für die Earn-out-Regelung drei Jahre oder länger. Das heißt, dass Verkäufer eher bereit sind, Transaktionen auf Basis einer nachhaltigen mittel- bis langfristigen Rendite durchzuführen. Sie scheinen zuversichtlicher zu sein, dass es in diesem Zeitraum keine Konjunkturtiefs oder Abschwünge geben wird. Gleichzeitig hat sich die Verteilung bei Transaktionen verändert, bei denen es eine Absicherung der Garantieansprüche gibt. Wir beobachten, dass Käufer im Allgemeinen weniger Sicherheit verlangen als 2012. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit gleich groß, dass es sich bei der von ihnen ausgehandelten Absicherung um den Einbehalt eines Teils des Kaufpreises oder um ein Treuhandkonto handelt. In den Jahren zuvor war die Wahrscheinlichkeit fast doppelt so groß, dass ein Treuhandkonto statt eines Einbehalts ausgehandelt wurde.

Die Fristen für Garantieansprüche werden im Allgemeinen kürzer, wobei es allerdings regionale Unterschiede gibt. MAC-Klauseln sind in Europa immer noch relativ selten. Jedes Land hat seine eigenen Besonderheiten. So sind die Haftungshöchstgrenzen in Frankreich am niedrigsten, die Fristen für Garantieansprüche sind aber lang. De-minimis- und Basket-Regelungen sind in Großbritannien Standard, in der MOE-Region werden MAC-Klauseln und Schiedsverfahren am häufigsten als

Streitschlichtungsmechanismen angewandt. Dennoch gibt es inzwischen Anzeichen für eine Angleichung zwischen den europäischen Regionen und wenige Fälle, bei denen die Gepflogenheiten und Praktiken regional stark unterschiedlich sind. Die meisten Argumente bei M&A-Transaktionen sind in allen Regionen gängig, können allerdings zu unterschiedlichen Ergebnissen führen.

### **Wichtigste Erkenntnisse**

Nachstehend die wichtigsten Erkenntnisse der CMS European M&A Study 2014:

- Kaufpreisanpassungen: Die Anzahl der Abschlüsse mit Kaufpreisanpassungsmechanismus nahm 2013 ab, was eine Fortsetzung des allgemeinen Trends darstellt, der bereits im letzten Jahr beobachtet wurde.
- Locked-Box: Im Vergleich zu 2012 gab es kaum Veränderungen bei der Anwendung von Locked-Box-Mechanismen, wobei es jedoch deutliche regionale Unterschiede gab
- Earn-out: 2013 enthielten 14 Prozent der Transaktionen eine Earn-out-Klausel, was gegenüber 2012 einem leichten zahlenmäßigen Rückgang derartiger Transaktionen entspricht. Der Anteil der relevanten Transaktionen, bei denen die Frist für die Earn-out-Regelung mehr als 36 Monate betrug (30 Prozent), hat deutlich zugenommen
- De minimis: Der Trend zu einer stärkeren Anwendung von De-minimis-Bestimmungen setzt sich in jeder europäischen Region fort
- Baskets: Die tendenzielle Zunahme bei der Anwendung von Baskets setzte sich 2013 fort. Dabei war die Schadensberechnung auf "First-Dollar"-Basis 2013 weiterhin Standard in Europa. In den USA erfolgte die Schadensberechnung dagegen bei den meisten Transaktionen auf "Excess-only"-Basis. Die Basket-Schwellen sind etwas niedriger, wobei die Schwelle bei den meisten Transaktionen weniger als ein Prozent des Kaufpreises betrug
- Haftungshöchstgrenzen: 2013 (47 Prozent) gelang es den Verkäufern im Vergleich zu 2012 (54 Prozent) weniger oft, ihre Haftung auf 50 Prozent oder weniger des Kaufpreises zu limitieren
- „Warranty & Indemnity“ bzw. Gewährleistungsversicherung: Eine W&I-Versicherung ist weiterhin eine wichtige Möglichkeit zur Schließung der Garantielücke, die dann entsteht, wenn Verkäufer (z. B. finanzorientierte Verkäufer) keine Garantieansprüche gelten lassen wollen oder diese nicht

gewähren können. W&I wurde 2013 bei neun Prozent der Abschlüsse angewendet, was einen Anstieg gegenüber 2011/2012 mit damals acht Prozent bedeutet

- Verjährungsfristen: Gegenüber 2012 war im Jahr 2013 eine Verjährungsfrist von zwölf bis 18 Monaten die häufigste Wahl und nahm in Großbritannien, Frankreich und der MOE-Region am deutlichsten zu
- Absicherung der Garantieansprüche: Die Anzahl der Käufer, die eine Absicherung in Form von Treuhandkonten, Einbehalten des Kaufpreises oder Bankbürgschaften anstrebten, verringerte sich 2013, aber ein wesentlich größerer Anteil handelte den Einbehalt eines Teils des Kaufpreises aus
- MAC-Klauseln: Der Anteil der Abschlüsse mit MAC-Klauseln blieb 2013 gegenüber 2012 mit 14 Prozent unverändert. Damit kommen MAC-Klauseln in Europa im Vergleich zu den USA relativ selten vor, wo die meisten Abschlüsse (94 Prozent) MAC-Klauseln enthalten
- Wettbewerbsverbote: 49 Prozent der Abschlüsse enthielten eine Wettbewerbsklausel, was eine Zunahme gegenüber 2012 (46 Prozent) bedeutet
- Schiedsverfahren: Der prozentuale Anteil der M&A-Abschlüsse, die eine Schiedsklausel enthielten, stieg von 33 Prozent (2012) auf 37 Prozent (2013)

## **Unterschiede zwischen Europa und den USA**

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

- Earn-out-Abschlüsse erfreuen sich in den USA größerer Beliebtheit. 2013 enthielten 25 Prozent der in den USA getätigten Abschlüsse Earn-out-Elemente, in Europa waren es nur 14 Prozent
- MAC-Klauseln sind in den USA wesentlich beliebter als in Europa. Sie wurden bei 94 Prozent der Abschlüsse in den USA vereinbart, gegenüber nur 14 Prozent 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 2013 bei 61 Prozent der relevanten Abschlüsse Schadenersatz auf einer "Excess-only"-Basis (im Gegensatz zur "First-Dollar"-Basis) vereinbart, während dieser Anteil in Europa nur bei 26 Prozent lag

- Kaufpreisanpassungen gab es immer noch bei den meisten Abschlüssen in den USA (85 Prozent), während sie 2013 bei nur 43 Prozent der Abschlüsse in Europa vorkamen.
- Bei US-Abschlüssen sind niedrigere Haftungshöchstgrenzen häufiger. So beträgt bei 87 Prozent der US-Abschlüsse die Haftungshöchstgrenze 25 Prozent des Kaufpreises oder weniger. Im Vergleich dazu betrug der entsprechende Anteil bei den europäischen Abschlüssen nur 34 Prozent
- Anpassungen des Betriebskapitals bleiben in den USA das mit Abstand am häufigsten verwendete Kriterium für eine Kaufpreisanpassung. Sie kamen 2013 bei 91 Prozent aller Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten – im Gegensatz zu nur 40 Prozent in Europa
- Basket-Schwellen sind in den USA allgemein niedriger als in Europa. So haben 88 Prozent der US-Abschlüsse eine Schwelle von weniger als einem Prozent des Kaufpreises, während dies in Europa nur auf 51 Prozent zutrifft

### **Unterschiede innerhalb Europas**

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

#### *In den Benelux-Ländern:*

- 2013 stieg die Anzahl der Transaktionen mit Schadensberechnung auf "First-Dollar"-Basis bei Basket-Abschlüssen an (95 Prozent aller Deals im Vergleich zu 79 Prozent in 2012)
- Die Wahrscheinlichkeit innerhalb Europas war am höchsten (43 Prozent), dass Abschlüsse eine Haftungshöchstgrenze von weniger als 25 Prozent aufweisen

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

- In der MOE-Region waren Abschlüsse mit MAC-Klausel europaweit am häufigsten verbreitet (28 Prozent)
- Schiedsverfahren sind nach wie vor das primäre Streitlösungsmittel (71 Prozent gegenüber dem europäischen Schnitt von 37 Prozent)

#### *In den deutschsprachigen Ländern:*

- Bei Abschlüssen in den deutschsprachigen Ländern wurden am häufigsten Treuhandkonten als Mechanismus zur Absicherung der Garantieansprüche verwendet (18 Prozent)
- Die deutschsprachigen Länder wurden 2013 zur "europäischen Earn-out-Region": 25 Prozent aller Transaktionen enthielten eine entsprechende Klausel

#### *In Frankreich:*

- Bei französischen Abschlüssen gab es den höchsten Anteil an Haftungshöchstgrenzen von 50 Prozent des Kaufpreises oder weniger (87 Prozent aller Deals)
- Bei 67 Prozent der Transaktionen mit einem Basket erfolgte die Schadensberechnung auf "Excess-only"-Basis – der bei Weitem höchste Anteil in Europa

#### *In Südeuropa:*

- Bei 68 Prozent aller in Südeuropa getätigten Abschlüsse betrug die Haftungshöchstgrenze mehr als 50 Prozent des Kaufpreises
- Die Verjährungsfristen für Garantieansprüche sind bei südeuropäischen Abschlüssen am längsten: Bei 50 Prozent betragen sie mehr als zwei Jahre

#### *Im Vereinigten Königreich:*

- Bei Transaktionen im Vereinigten Königreich erfolgt die Schadensberechnung in den meisten Fällen auf "First-Dollar"-Basis – dies gilt für 96 Prozent der Abschlüsse mit Basket
- Bei 44 Prozent der Deals betrug die Verjährungsfrist für Garantieansprüche zwölf bis 18 Monate

### **CMS-Bewertung**

- CMS betreute im Jahr 2013 insgesamt 344 Abschlüsse, was einen leichten Anstieg gegenüber 2012 und 2011 bedeutet
- Alle Indikatoren sprechen dafür, dass 2014 mit einer deutlich höheren Aktivität als im Vorjahr zu rechnen ist. Zwar besteht immer noch eine Diskrepanz zwischen den

Preiserwartungen der Verkäufer und der Realität, wir gehen jedoch davon aus, dass die Käufer diese Lücke in diesem Jahr schließen werden

- 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-Abschlüssen weiterhin stark diskutiert, aber insgesamt ist die Risikoverteilung zwischen den Verkäufern und Käufern in den letzten drei Jahren relativ konstant geblieben
- Wir erwarten, dass die aktivsten Branchen TMT, Finanzdienstleistungen und Energie sein werden