

CMS European M&A Study 2018 (zehnte Auflage)

Zusammenfassung

Die Risikoverteilung auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen hat sich weiter in Richtung der Käufer verschoben. Die Verkäufer nutzten 2017 den lebhaften Markt, indem sie das Restrisiko bei der Risikoverteilung zwischen Verkäufern und Käufern auf das Niveau von 2015 drücken konnten – und teilweise sogar noch darunter. Aus den Studienergebnissen für 2017 geht hervor, dass sich die Situation bei den M&A-Abschlüssen für die Verkäufer wesentlich günstiger darstellte: Mehr Locked-Box-Regelungen, eine häufigere Verwendung von W&I-Versicherungen, niedrigere Haftungshöchstgrenzen sowie weniger MAC-Klauseln. Die Highlights im Einzelnen:

- Locked-Box-Regelungen kamen bei 25 % aller europäischen Transaktionen und insbesondere bei größeren Abschlüssen zum Einsatz.
- Earn-outs wurden nach wie vor häufig vereinbart, vor allem in den Benelux-Ländern, den deutschsprachigen Ländern und Südeuropa. Dabei waren die Earn-out-Fristen länger und es gab mehr umsatzbasierte Earn-outs als zuvor.
- Baskets und *De-minimis*-Klauseln wurden seltener angewendet, da sie aufgrund der nominellen Haftungshöchstgrenzen bei Abschlüssen mit W&I-Versicherung nicht mehr relevant waren.
- Eine W&I-Versicherung wird öfter als je zuvor angewendet, vor allem bei Transaktionen im Wert von über 25 Millionen Euro.
- Die Haftungshöchstgrenzen entwickeln sich insbesondere in den größeren europäischen Ländern rückläufig, was hauptsächlich auf den Einsatz von W&I-Versicherungen zurückzuführen ist.
- Es ist keine Verlängerung der Verjährungsfristen festzustellen; in den meisten Fällen betragen sie ein bis zwei Jahre.
- Die Absicherung der Garantieansprüche kommt seltener vor als noch vor zehn Jahren, wobei Treuhandkonten am häufigsten als Lösung gewählt wurden.
- MAC-Klauseln kamen in Europa so selten wie nie zuvor zum Einsatz.
- Die Anzahl der M&A-Abschlüsse, die eine Schiedsklausel enthielten, nahm wieder zu, wobei festzustellen ist, dass dann internationale Schiedsordnungen den nationalen vorgezogen werden.

Es bestehen nach wie vor regionale Unterschiede. So sind in Frankreich weiterhin die niedrigsten Haftungshöchstgrenzen zu finden. In Mittel- und Osteuropa werden Schiedsverfahren als Mittel der Streitbeilegung häufiger als in den anderen Regionen angewendet. Im Vereinigten Königreich hält man an De-minimis- und Basket-Klauseln fest, wobei die Haftungshöchstgrenzen der Verkäufer hier interessanterweise höher als in anderen Regionen zu sein scheinen. In den deutschsprachigen Ländern bewegen sich die Abschlüsse in Bezug auf die meisten Aspekte der Risikoverteilung offenbar im europäischen Mittelfeld. In allen oder zumindest den meisten europäischen Regionen sind ähnliche Entwicklungen zu beobachten, statt divergierender Entwicklungen.

Wichtigste Erkenntnisse

- **Kaufpreisanpassungen:** Der Anteil der Deals mit Kaufpreisanpassung lag 2017 bei 48 %. Dies entspricht dem Niveau von 2015 und 2016, liegt aber über dem Sieben-Jahres-Durchschnitt.
- **Locked-Box:** Dieser Mechanismus wurde 2017 häufiger als im Jahr 2016 vereinbart. Eine Locked-Box-Regelung kam bei mehr als 25 % der europäischen Abschlüsse vor; 2016 lag der entsprechende Wert bei 23 %. Bei hochvolumigen Transaktionen nahm der Einsatz von Locked-Box-Regelungen deutlich zu. So wurden sie bei 88 % aller Deals im Wert von mehr als 100 Mio. EUR insbesondere in Regionen wie dem Vereinigten Königreich, Südeuropa und in den deutschsprachigen Ländern vereinbart. In anderen Regionen und dabei speziell in den Benelux-Ländern war jedoch ein Rückgang zu verzeichnen. Die Zunahme der Locked-Box-Transaktionen ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass es 2017 bei Auktionen mehr Private-Equity-Verkäufer gab als 2016.
- **Earn-outs:** Earn-outs blieben weiterhin beliebt. 21 % aller Abschlüsse enthielten eine Earn-out-Komponente, was allerdings gegenüber 2016 einen leichten Rückgang bedeutet. Regelungen dieser Art wurden in den Benelux-Ländern (30 %), Südeuropa (33 %) und in den deutschsprachigen Ländern (28 %) am häufigsten eingesetzt und kamen somit in etwa doppelt so oft vor wie in den MOE-Ländern, Frankreich und im Vereinigten Königreich.
- **Earn-out-Fristen:** Zwar entsprach der Anteil an längeren Earn-out-Fristen (d. h. über drei Jahre) 2017 in etwa dem von 2016, die Anzahl der Earn-outs im Bereich 24-36 Monate nahm aber von 18 % (2016) auf 29 % (2017) deutlich zu. Kurze Earn-out-Fristen (12 Monate oder weniger) gingen drastisch von 30 % auf 13 % zurück. Diese Entwicklungen sind Ausdruck anhaltender Ungewissheiten am Markt und der damit verbundenen Sorge um die Performance nach der Übernahme.
- **Earn-out-Basis:** Der Anteil umsatzbasierter Earn-outs stieg auf 37 % der entsprechenden Deals, nachdem der Anteil im Jahr 2016 32 % bzw. im Zeitraum 2010-2016 29 % betrug. Im Gegensatz dazu sank der Anteil der Earn-outs auf

EBIT/EBITDA-Basis leicht unter das Niveau der letzten Jahre. Käufer scheinen zur Festlegung des finalen Kaufpreises mittlerweile zunehmend Umsatzerlöse den leichter manipulierbaren Ertragszahlen vorzuziehen.

- **De-minimis:** Die Anzahl der Abschlüsse, die eine De-minimis-Klausel enthielten, fiel von 76 % (2016) auf 72 % (2017). Die Anwendung war in den meisten Ländern mit Ausnahme vom Vereinigten Königreich und Frankreich rückläufig. Dies lässt sich am wahrscheinlichsten durch die verstärkte Wahl einer W&I-Versicherung erklären. Der häufigste Schwellenwert beträgt nach wie vor weniger als 0,1 % des Kaufpreises (31 % im Jahr 2017, was einem leichten Rückgang gegenüber 2016 (33 %) entspricht).
- **Baskets:** Bei Basket-Klauseln gab es einen sehr ähnlichen Trend wie bei den De-minimis-Klauseln, was auf dieselben Gründe zurückzuführen sein dürfte. 2017 fiel die Anzahl der Abschlüsse mit Basket-Klausel von 72 % auf 68 %, was aber immer noch über dem Sieben-Jahres-Durchschnitt von 66 % lag. Der Basket-Schwellenwert lag im Durchschnitt etwas niedriger. Bei 31 % der Abschlüsse betrug der Basket höchstens 0,5 % des Kaufpreises, im Jahr 2016 waren es 28 %. Die "First-Dollar"-Regelung ist weiterhin die mit Abstand häufigste Form des Schadensausgleichs bei einem Garantieanspruch. Davon ausgenommen sind allerdings Frankreich und Südeuropa (41 % bzw. 51 %). Es besteht weiterhin ein völlig anderer Ansatz als in den USA, wo die "Excess only"-Regelung favorisiert wird (81 % der Abschlüsse) und der Basket-Schwellenwert wesentlich niedriger liegt (der Schwellenwert war nur bei 5 % der Abschlüsse höher als 1 % des Kaufpreises; in Europa betrug der Anteil 41 %).
- **Haftungshöchstgrenzen:** Die Haftungshöchstgrenzen sind gesunken. Dies zeigt sich insbesondere in der Kategorie mit einer Haftungsgrenze von "weniger als 10 % des Kaufpreises". So fielen 2017 21 % der Abschlüsse in diese Kategorie, während es im Jahr 2016 noch 14 % und im Zeitraum 2010-2016 10 % waren. Dies ist vermutlich auf die höhere Anzahl von Abschlüssen mit käuferseitiger W&I-Versicherung zurückzuführen. Niedrigere Haftungshöchstgrenzen sind ein typisches Merkmal der Abschlüsse mit einem Volumen von über 100 Mio. EUR. Bei 52 % solcher Abschlüsse betrug die Haftungshöchstgrenze maximal 10 % des Kaufpreises. Dies entspricht der Norm in den USA, nicht nur bei größeren, sondern bei allen Arten von Transaktionen: 59 % der Transaktionen sehen eine Haftungshöchstgrenze von maximal 10 % des Kaufpreises vor. Bei Abschlüssen, bei denen die Haftung 50 % oder mehr des Kaufpreises beträgt, gibt es unterschiedliche Trends in den europäischen Regionen. So war im Vereinigten Königreich, in Frankreich und in deutschsprachigen Ländern die Anzahl derartiger Abschlüsse rückläufig, in den Benelux-Ländern, den MOE-Ländern und Südeuropa hingegen ist sie gestiegen.

- **W&I-Versicherung:** W&I-Versicherungen erlebten ein Boomjahr. Bei europaweit 14 % der Transaktionen wurde eine W&I-Versicherung abgeschlossen. Dabei enthielten größere Transaktionen eher eine W&I-Versicherungskomponente: Bei 35 % der Transaktionen mit einem Kaufpreis von über 100 Mio. EUR wurde eine W&I-Versicherung gewählt. Bei mittleren Transaktionen mit einem Volumen von 25-100 Mio. EUR wurde ein Anstieg verzeichnet (27 % gegenüber 16 % im Jahr 2016). Insbesondere war zu beobachten, dass Transaktionen mit einer W&I-Komponente eher eine Basket-Regelung auf "Excess only"-Basis enthielten (23 % gegenüber 9 % im Jahr 2016), was wohl die Funktionsweise des Selbstbehalts in Verbindung mit einer W&I-Police widerspiegelt.
- **Verjährungsfristen:** Die Anzahl der Transaktionen mit langen Verjährungsfristen (d. h. mit einer Verjährungsfrist von mehr als 24 Monaten) blieb 2017 und 2016 in etwa gleich. Veränderungen gab es jedoch bei zwei anderen Zeitspannen: Bei 69 % der Transaktionen betrug die allgemeine Verjährungsfrist für Garantieansprüche 12-24 Monate (gegenüber 66 % im Jahr 2016) und bei 35 % betrug sie 18-24 Monate (gegenüber 30 % im Jahr 2016).
- **Absicherung von Garantieansprüchen:** Die Anzahl der Transaktionen, bei der Garantieansprüche abgesichert wurden, lag 2017 mit rund 30 % in etwa auf Vorjahresniveau. Treuhandkonten waren eindeutig die bevorzugte Form der Absicherung (d. h. 63 % der entsprechenden Transaktionen im Jahr 2017 gegenüber 60 % im Jahr 2016), vor allem bei größeren Transaktionen (82 % in der Kategorie 100 Mio. EUR und mehr, 78 % in der Kategorie 25-100 Mio. EUR). Die Einbehaltung eines Teils des Kaufpreises war für den Käufer nach wie vor nur schwer durchzusetzen und kam 2017 seltener vor (18 % der relevanten Transaktionen) als im Jahr 2016 (22 %).
- **MAC-Klauseln:** 2017 wurden MAC-Klauseln so selten wie nie zuvor vereinbart und kamen in nur 13 % aller europäischen Transaktionen vor, was erneut den großen Unterschied zu US-amerikanischen Transaktionen zeigt, wo die überwiegende Mehrheit der Transaktionen (93 %) eine MAC-Klausel enthält. Daraus kann man ableiten, dass für die Verkäufer die Abschlussicherheit noch immer die oberste Priorität hat.
- **Schiedsverfahren:** Die Anzahl der M&A-Abschlüsse mit Schiedsklausel stieg 2017 gegenüber 2016 (25 %) auf 29 % an. Transaktionen, bei denen ein Schiedsverfahren als Mittel der Streitbeilegung gewählt wurde, zeichneten sich vor allem dadurch aus, dass 2017 internationale Schiedsordnungen den nationalen vorgezogen wurden (46 % gegenüber 37 % im Jahr 2016). Schiedsverfahren werden in den MOE-Ländern (66 %) und Südeuropa (53 %) weiterhin häufig vereinbart, während sie im Vereinigten Königreich (8 %) und Frankreich (4 %) nur eine geringe Rolle spielten.

Unterschiede zwischen Europa und den USA

In der Studie werden auch deutliche kulturelle und regulatorische Unterschiede zwischen Europa und den USA deutlich.

- Wie in den Vorjahren sind Kaufpreisanpassungen Bestandteil der überwiegenden Mehrheit der US-Abschlüsse (86 %), kommen aber bei europäischen Abschlüssen deutlich seltener vor (48 %). Diese Werte sind im Wesentlichen gleich geblieben.
- Anpassungen des Betriebskapitals sind nach wie vor das am häufigsten vorkommende Kriterium bei einer Kaufpreisanpassung. Anpassungen des Betriebskapitals kamen bei 89 % aller US-Abschlüsse vor, die eine Kaufpreisanpassung enthielten. In Europa sind es nach wie vor 40 %. Separate Anpassungen von Schulden und Barmitteln werden am zweit häufigsten angewendet.
- Earn-out-Regelungen wurden gegenüber dem vergangenen Jahr ebenfalls mehr oder weniger gleich oft angewendet. Sie sind in den USA etwas beliebter (28 %) als in Europa (21 %).
- Bei europäischen Abschlüssen auf Earn-out-Basis wurde EBIT/EBITDA für die Berechnung der Earn-out-Zahlungen am häufigsten (40 %) herangezogen. Im Gegensatz dazu ist das Verhältnis in den USA gleichmäßiger zwischen Umsatz (32 %) und EBIT/EBITDA (29 %) aufgeteilt.
- Eine De-minimis-Klausel mit entsprechender Beschränkung wird bei fast drei Viertel aller Abschlüsse in Europa (Rückgang von 76 % im Vorjahr auf 72 %) angewendet, ist aber in den USA immer noch deutlich seltener anzutreffen (Rückgang von 37 % auf 35 %).
- Eine finanzielle Beschränkung im Rahmen einer Basket-Klausel kommt bei fast allen Abschlüssen in den USA (98 %) zum Tragen; in Europa sind es 68 % aller Abschlüsse. An diesen Unterschied ist auch die Art der Schadensberechnung gekoppelt. In den USA enthalten 70 % aller Baskets eine Basket-Regelung auf "Excess-only"-Basis bzw. einen Selbstbehalt (wobei die Klausel nur dann greift, wenn der entsprechende Schwellenwert überschritten wird). Dieses Kriterium kam jedoch 2017 bei nur 19 % der europäischen Abschlüsse mit Basket-Regelung vor. Demgegenüber kommen in Europa häufiger Baskets auf "First-Dollar"-Basis vor (d. h. wenn der Schwellenwert erreicht ist, kann der Käufer bereits ab dem ersten Dollar Schadenersatz geltend machen). Dies war bei 81 % der entsprechenden Deals in Europa der Fall, gegenüber 26 % in den USA.
- Anwälte werden häufig gefragt, was der übliche Wert für Basket-Regelungen ist, woraufhin sie oftmals 1 % angeben. Daher sei darauf hingewiesen, dass in den USA die Höhe des Basket in der Regel wesentlich geringer ist – 1 % oder weniger bei 95 % aller Abschlüsse. In Europa gibt es dagegen größere Staffellungen:

bis zu 0,5 % bei 32 % der Abschlüsse, zwischen 0,5 % und 1 % bei 41 % der Abschlüsse und über 1 % bei 41 % der Abschlüsse.

- Während die meisten Abschlüsse in den USA und Europa eine Haftungshöchstgrenze für den Verkäufer enthalten, wie bereits in der Studie berichtet, sind in den USA niedrigere Haftungshöchstgrenzen beliebter: 95 % der US-amerikanischen Abschlüsse enthalten Haftungshöchstgrenzen von 25 % des Kaufpreises oder weniger. Im Gegensatz dazu kommen sie bei nur 47 % aller europäischen Abschlüsse vor.
- US-Abschlüsse enthalten routinemäßig eine MAC-Klausel (93 %), eine solche Regelung kommt aber bei europäischen Abschlüssen wesentlich seltener vor (nur 13 %), da sie bei Abschlüssen, bei denen Vertragsschluss (Signing) und Vertragsvollzug (Closing) gleichzeitig erfolgen, nicht notwendig sind.

Unterschiede nach Transaktionswerten

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

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

Je nach Volumen des Deals gelten bestimmte Standards, so dass eine differenzierte Betrachtung bzw. Vorgehensweise erforderlich ist.

Ein Vergleich der größeren Transaktionen im Wert von mindestens EUR 100 Mio. mit Transaktionen von unter EUR 100 Mio. ergab Folgendes:

- Kaufpreisanpassungen scheinen im Gegensatz zu 2016 bei kleineren Transaktionen ebenso beliebt zu sein wie bei größeren Transaktionen.
- Gibt es keine Kaufpreisanpassungen, wird die Locked-Box-Regelung bei höherwertigen Transaktionen noch häufiger angewendet.
- Wie in den Vorjahren sind Earn-out-Regelungen selten bei großen Transaktionen enthalten, aber die Fristen sind dann deutlich länger – in zwei Drittel der Fälle sind sie länger als drei Jahre und in 0 % der Fälle betragen sie 12 Monate oder weniger.
- Bei kleinen Transaktionen basieren Earn-outs häufiger auf EBIT/EBITDA. Bei größeren Transaktionen sind auf dem Umsatz basierende Earn-outs beliebter.
- Die Haftungshöchstgrenzen sind bei größeren Transaktionen vergleichsweise niedriger.
- W&I-Versicherungen werden eher bei großen Transaktionen abgeschlossen.

- Die Fristen, innerhalb derer Garantieansprüche geltend gemacht werden können, sind bei großen Transaktionen kürzer.
- Zwar ist die Anzahl der Fälle, in denen die Garantieansprüche abgesichert werden, ungeachtet der Transaktionsgröße in etwa gleich, Treuhandkonten/Selbstbehalte sind jedoch bei großen Transaktionen beliebter.
- MAC-Klauseln werden etwas häufiger bei großen Transaktionen verwendet.
- Schiedsverfahren werden im Rahmen von großen Transaktionen häufiger als Mittel der Streitbeilegung gewählt.

Unterschiede innerhalb Europas

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

In den Benelux-Ländern:

- In den Benelux-Ländern haben Transaktionen mit einem Treuhandkonto zwischen 2016 und 2017 von 24 % auf 37 % deutlich zugenommen. Somit gibt es in dieser Region im Vergleich zu anderen Ländern (z. B. Frankreich (8 %) und UK (15 %)) die weitaus größte Anzahl derartiger Transaktionen.
- Der Einsatz von MAC-Klauseln hat in den Benelux-Ländern zwischen 2016 und 2017 deutlich von 26 % auf 13 % abgenommen und scheint sich somit dem Durchschnittswert von 15 % im Zeitraum 2010-2016 anzunähern.

In Mittel- und Osteuropa (MOE):

- 2017 wurde in den MOE-Ländern bei 66 % der Transaktionen eine Schiedsklausel vereinbart (was einem Anstieg gegenüber 56 % im Jahr 2016 bedeutet). Im Vergleich dazu kam bei britischen (8 %) und französischen (4 %) Transaktionen nur selten eine Schiedsklausel vor. Hier vertraut man überwiegend auf die örtlichen Gerichte zur Streitbeilegung.
- Die Anwendung eines Earn-out-Mechanismus bei Transaktionen in den MOE-Ländern stieg 2017 signifikant von 10 % im Jahr 2016 (und dem Durchschnittswert von 2010-2016) auf 15 %, was eine Entwicklung hin zum gesamteuropäischen Durchschnitt von 20 % signalisiert.

In den deutschsprachigen Ländern:

- Earn-out-Regelungen werden bei deutschen Transaktionen immer häufiger angewendet: 2017 waren 28 % der Abschlüsse betroffen (gegenüber 2016, wo der Anteil bereits bei hohen 25 % lag), was deutlich über dem europäischen Durchschnitt von 21 % liegt.

- 2017 enthielten nur 12 % der Transaktionen in den deutschsprachigen Ländern eine MAC-Klausel, was in etwa den Werten im Vereinigten Königreich entspricht (8 %), aber weit hinter den Transaktionen in den MOE-Ländern bzw. Frankreich mit 22 % bzw. 25 % liegt.

In Frankreich:

- Die überwiegende Mehrheit der Transaktionen in Frankreich enthält eine Basket-Regelung mit "Excess only" (2017: 59 %), während der Durchschnittswert für Europa nur 19 % beträgt. Somit entspricht dies eher der US-Praxis, wo eine Basket-Regelung mit Selbstbehalt bei 70 % der Transaktionen vorkommt.
- 2017 nahmen Transaktionen mit einer niedrigeren Haftungshöchstgrenze von bis zu 25 % des Kaufpreises von 70 % auf 76 % zu, was somit deutlich über dem europäischen Durchschnittswert von 42 % aller Transaktionen liegt.

In Südeuropa:

- In Südeuropa war der Anteil der Transaktionen mit einer Verjährungsfrist für Garantieansprüche von mehr als 24 Monaten erneut am höchsten (62 %). Dieser Prozentsatz weicht deutlich vom europäischen Durchschnitt ab, der bei derartigen Transaktionen 19 % beträgt.
- Ein signifikanter Anteil (33 %) der südeuropäischen Transaktionen enthielt einen Earn-out-Mechanismus. Auch hier liegt der europäische Durchschnitt mit 21 % aller 2017 durchgeführten Transaktionen deutlich niedriger.

Im Vereinigten Königreich:

- Mit nur 9 % ist der Anteil der Transaktionen im Vereinigten Königreich, die eine Basket-Regelung auf "Excess only"-Basis für Garantieansprüche enthalten, sehr gering. Die überwiegende Mehrheit (91 %) wird auf "First-Dollar"-Basis berechnet. Die Differenz zwischen den beiden Basket-Regelungen ist somit größer, als in jeder anderen Region Europas.
- Im Vereinigten Königreich enthalten nur 6 % der Transaktionen eine Verjährungsfrist für Garantieansprüche von über 24 Monaten, was dem niedrigsten Wert entspricht. Insgesamt schwankt der Anteil mit längeren Verjährungsfristen zwischen 37 % (MOE-Länder) und 62 % (Südeuropa) der Transaktionen.

CMS-Bewertung

- Während die M&A-Aktivitäten 2017 weltweit um drei Prozent zurückgingen, nahm die Zahl der europäischen M&A-Transaktionen deutlich um 14 Prozent

auf mehr als 7.000 Deals mit einem Gesamtwert von 929,3 Milliarden US-Dollar zu.

- Trotz politischer Ungewissheiten in Europa zeigte sich der Markt für M&A-Transaktionen im gesamten Jahr 2017 lebhaft.
- CMS begleitete im Jahr 2017 insgesamt 438 Transaktionen
- Die Risikoverteilung auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen hat sich weiter in Richtung der Käufer verschoben.
- Die Verkäufer nutzten 2017 den lebhaften Markt, indem sie das Restrisiko bei der Risikoverteilung zwischen Verkäufern und Käufern auf das Niveau von 2015 drücken konnten – und teilweise sogar noch darunter.