

## **CMS European M&A Study 2015 (siebte Auflage)**

### **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, sodass die Verkäufer sich besser auf das Zustandekommen eines Deals verlassen können.
- Locked-Box-Mechanismen werden immer beliebter und kommen in ganz Europa zur Anwendung.
- Die Absicherung der Garantieansprüche zugunsten des Käufers kam in den letzten beiden Jahren seltener vor.
- Wettbewerbsverbote werden seltener.

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 und die Fristen und Berechnungsgrundlagen der Earn-out-Regelungen haben sich angenähert.

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 Mittelfeld, 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**

- **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 stiegen die Transaktionen, bei denen dieser Mechanismus zur Anwendung kam, um nahezu 200 % gegenüber dem Vorjahr.
- **Earn-outs:** Hier kam es 2014 zu einem grundlegenden Wandel. Sie 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-Fristen:** 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-Basis:** Obwohl die auf dem EBITDA beruhenden Earn-outs nach wie vor am weitesten verbreitet sind, stieg der Anteil der auf dem Umsatz beruhenden 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.
- **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 mittleren 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, Einbehaltung des Kaufpreises oder Bankbürgschaften anstrebten, ging deutlich zurück. Sicherungsmittel dieser Art kamen in nur 29 % der Fälle zur Anwendung. Im Durchschnitt der sieben Vorjahre waren es 39 % gewesen. Ein Treuhandkonto kam in 67 % der relevanten Fälle zur Anwendung. 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 %.

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

Die Studie lässt erneut deutliche kulturelle und aufsichtsrechtliche 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 vorkamen.
- Bei US-Abschlüssen sind niedrigere Haftungshöchstgrenzen beliebter. So beträgt die Haftungshöchstgrenze 25 % oder weniger des Kaufpreises bei 93 % der US-Abschlüsse. Im Vergleich dazu betrug der entsprechende Anteil bei den europäischen Abschlüssen nur 39 %.
- Anpassungen des Betriebskapitals 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 der europäischen Norm 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 am seltensten (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 den Verkäufern und Käufern seit 2011 relativ konstant geblieben.
- Die volumenmäßig aktivsten Branchen werden voraussichtlich TMC und die Konsumgüterbranche sein. Wertmäßig wird wohl TMC vorne liegen, gefolgt von Lifesciences, Energie oder der Konsumgüterbranche auf dem zweiten Platz.