

Transatlantischer Graben

M&A-Verträge werden seit den 1990er-Jahren im angelsächsischen Stil formuliert. Einige Corporate-Anwälte brandmarken das noch immer als Rechtsimperialismus. Dabei spiegelt die Entwicklung das wachsende grenzüberschreitende Geschäft wider. Dennoch sind die Unterschiede zwischen europäischen und US-amerikanischen M&A-Verträgen teilweise groß.



VON ALED GRIFFITHS

Der Deal ist schon ein Jahr her, doch der Düsseldorfer M&A-Anwalt denkt immer noch mit Schauern daran zurück: „Wir waren in Verhandlungen mit einer Wall-Street-Kanzlei, und sie fertigte einen Hunderte Seiten langen Vertrag in undurchdringlichem Englisch an. Sie musste sogar eine 20 Seiten lange Zusammenfassung mitliefern, damit ihre eigenen Mandanten verstehen konnten, was drin steht.“

Traumatische Erfahrungen hat auch ein New Yorker Kollege gemacht, allerdings aus ganz anderem Grund: „Als ich zum ersten Mal an einem Deal in Deutschland gearbeitet habe, in den frühen 1990ern, haben mir die Anwälte ein Dokument von 20 Seiten überreicht, in dem nur auf Aspekte des deutschen Rechts Bezug genommen

wurde – völlig nutzlos für eine grenzüberschreitende Transaktion.“

Transkontinentale M&A-Deals zu verhandeln, war vor der Globalisierung eine schwierige Angelegenheit. Denn traditionell gilt der Vertragsstil als Ausdruck einer Rechtskultur. Und in diesem Punkt lagen die Jurisdiktionen dies- und jenseits des Großen Teichs noch weiter auseinander, als der Blick auf die Landkarte vermuten lässt. Dass Verträge in Ländern mit angelsächsischer Rechtstradition viel ausführlicher formuliert sind, hat mit den Ursprüngen der Rechtsordnung zu tun: Das angelsächsische System basiert auf Einzelfallentscheidungen. Damit wurde es nötig, in Verträgen auf etliche Präzedenzfälle zu verweisen. Dagegen sind Verträge nach dem abstrakt kodifizierten kontinentaleuropäischen Recht viel knapper.

Auch die generell prozessfreudigere Haltung der amerikanischen Wirtschaft trägt zum Umfang der Vertragswerke bei. Ken Adams, Rechtsanwalt, Blogger und Autor des Handbuchs ‚A Manual of Style for Contract Drafting‘, bemerkt: „Common-Law-Anwälte und ihre Mandanten wollen möglichst viele Eventualitäten vertraglich regeln, weil es für sie wahrscheinlicher ist, dass diese Eventualitäten sonst vor Gericht geklärt werden müssten.“ In den stärker konsensorientierten europäischen Volkswirtschaften dagegen war die Unternehmenslandschaft bis vor Kurzem homogener. „Die Wirtschaft ballte sich in bestimmten Regionen. An Transaktionen war meist nur eine begrenzte Zahl von Akteuren beteiligt, Außenstehende wie Private-Equity-Häuser waren selten dabei. Dadurch werden Transaktionen berechenbarer, was dazu führt, dass zur Durchsetzung von Vertragsbestimmungen seltener die Gerichte angerufen werden müssen.“ Das erklärt auch, warum deutsche Anwälte immer wieder gerne erzählen, dass Akquisitionsverträge zwischen großen Konzernen bis in die 1990er-Jahre lediglich einige Dutzend Seiten zählten.

In nur 20 Jahren wurde die angelsächsische M&A-Vertragsform zum Standard, und zwar nicht nur für Deals mit amerikanischen Unternehmen, sondern für nahezu alle grenzüberschreitenden Transaktionen, größtenteils sogar für innereuropäische Deals. Dr. Harald Selzner, der unlängst von Shearman & Sterling zu Latham & Watkins – beides

US-Kanzleien – wechselte, erinnert sich: „Die Einführung einer ausdifferenzierten und umfangreichen Vertragsgestaltung angelsächsischer Prägung begann bei Unternehmenskäufen im Grunde bereits in den 1980er-Jahren. Deutsche Anwälte mit vertiefter US-Erfahrung waren Vorreiter für die Verbreitung internationaler M&A-Vertragsstandards auch hier in Deutschland.“

Viele Anwälte wehrten sich gegen den US-Import, sie sahen darin einen Rechts- und Kulturimperialismus. „Aus einer bestimmten Generation kam erheblicher Widerstand. In der Rechtswelt, in der diese Anwälte groß geworden waren, hatte es viel weniger grenzüberschreitende Aktivität gegeben. Sie hatten auch – das muss gesagt werden – eine andere Einstellung dazu, Dienstleister für ihre Mandanten zu sein“, sagt ein Frankfurter Anwalt. „Ihre Reaktion war: ‚Das deutsche Recht verlangt keine lange Liste von Garantien, also müssen wir das nicht machen.‘ Es wurde nicht wirklich Rücksicht darauf genommen, dass der Ansatz wenig hilfreich für Verhandlungen mit ausländischen Investoren war.“

Der Weg hin zum Standard.

Dass sich eine bestimmte Vertragsform durchgesetzt hat, mag konservativeren Anwälten ein Dorn im Auge sein. Doch der Markt hatte die Entwicklung verlangt. Einer der erfahrensten Transaktionsanwälte im Markt stellt fest, dass seine Kanzlei, „schon seit 25 Jahren in der Lage ist, angelsächsische Verträge vorzubereiten. Heutzutage gibt es weniger einen Unterschied zwischen angelsächsischen und deutschen Vertragsstilen, sondern vielmehr zwischen gutem und schlechtem Drafting.“

Freilich ist die Geschichte der Unternehmenskäufe so lang wie die Geschichte von Unternehmen selbst. Doch die Auffassung von M&A, wie wir sie heute kennen – als bestimmte Art von Verhandlungsmanagement, -dokumentation und -finanzierung – kam erst in den 1970er-Jahren auf. Damit entstand eine bestimmte Art der Risikobewertung, -verteilung und -dokumentation unter den beteiligten Parteien. Zu der Zeit stieg die Zahl der Übernahmen massiv an – zum einen durch neue Finanzierungsmethoden, zum anderen aufgrund der Auffassung, dass Unternehmenskäufe an sich bereits wertsteigernd sind. Hengeler Mueller-Partner Dr. Matthias Hentzen setzt die Entwicklungen daher in den historischen Kontext. „Für diese Transaktionstypen muss man anerkennen, dass sie häufig im Sinne einer umfassenden Regelung in den USA als dem größten Markt für Unternehmenstransaktionen geboren wurden“, sagt Hentzen.

Der Export dieser Transaktionsform hat weniger mit amerikanischem Rechtsimperialismus zu tun als mit detaillierter betriebswirtschaftlicher Analyse und Umsetzung, deren Vorteile Unternehmen auf

Prägender Einfluss:
Die überragende Rolle von US-Transaktionen sind laut Hengeler Mueller-Partner Matthias Hentzen der Grund für ihren weltweiten Einfluss auf M&A-Verträge.



FOTO: ANDREAS ANHALT

der ganzen Welt überzeugt haben. „Es handelt sich also nicht um die Rezeption US-amerikanischen Rechts, sondern um eine differenziertere Einbeziehung ökonomischer Ansätze in das Recht und in die Vertragsgestaltung weltweit“, so Hentzen weiter.

Zudem eignete sich die ausführlichere Formulierung von M&A-Verträgen weitaus besser für grenzüberschreitende Transaktionen. Mit den hocheffizienten und knappen deutschen Verträgen konnten Anwälte, vor allem aber die Führungskräfte aus anderen Ländern, kaum etwas anfangen. Die Rede von der „Common-Lawisierung“ hat daher mit der Wirklichkeit nicht viel zu tun. Dass M&A zunächst in einem Land mit angelsächsischer Rechts tradition Fuß gefasst hat, ist nämlich fast schon Zufall. „Es ist einfach so, dass die langen Verträge im US-Markt besser für grenzüberschreitende Akquisitionen geeignet sind. Das hat nichts mit dem Common Law an sich zu tun“, so ein Frankfurter Anwalt.

„Transaktionen mit internationalem Bezug gehören mittlerweile zum Tagesgeschäft. Die Besonderheiten sind jetzt allgemein bekannt“, sagt Dr. Thomas Meyding, Leiter der M&A-Gruppe bei CMS

Hasche Sigle. „Es gibt heutzutage fast keine Diskussion mehr, wie Verträge aussehen. Sie sind meistens in englischer Sprache verfasst, wenn nötig mit deutschen Rechtsbegriffen in Klammern.“

Das Ende der Assimilation.

Es versteht sich von selbst, dass die unterschiedlichen Rechtssysteme die Aufnahme spezieller Vertragsklauseln verlangen, falls irgendein Asset der Transaktion unter ihre Jurisdiktion fällt. „Das hat aber nichts mit der Frage zu tun, wie ein M&A-Vertrag aussieht“, sagt ein Münchner Partner einer US-Kanzlei. Vielmehr sind sich beinahe alle M&A-Anwälte einig, dass die Angleichung zwischen US-amerikanischen und europäischen M&A-Verträgen mittlerweile an ihre Grenzen stößt.

Der offensichtlichste Unterschied betrifft den Stellenwert von Vertragsunterzeichnung („Signing“) und Abschluss („Closing“) der Transaktion. Genau hier zeigt sich der wichtigste Unterschied zwischen M&A in Europa und den USA. Für europäische Mandanten und ihre Anwälte sind die starke Tradition und das Prinzip von *pacta sunt servanda* maß-

„MAC-Klauseln haben vor US-Gerichten selten Bestand“

Harald Selzner von Latham & Watkins über MAC-Klauseln bei grenzüberschreitenden Deals

JUVE: Was ist der Zweck einer Material Adverse Change (MAC)-Klausel?

Dr. Harald Selzner: Die MAC-Klausel gehört in der US-amerikanischen M&A-Praxis zum Kanon der klassischen Käuferschutz-Instrumente. Sie wird als (negative) Vollzugsbedingung vereinbart und schützt den Erwerber vor wesentlichen Wertbeeinträchtigungen der Zielgesellschaft bis zum Vollzug der Transaktion. Tritt der MAC-Fall ein, muss der Käufer die Transaktion nicht vollziehen, das Risiko eines abgeschlossenen, aber nicht vollzogenen Deals trägt der Verkäufer. Darüber hinaus können MAC-Klauseln auch bei der Akquisitionsfinanzierung eine Rolle spielen.

Gibt es sie auch genau so oft bei kontinental-europäischen Deals?

Nein. Die Marktpraxis hat sich insofern unterschiedlich entwickelt. In kontinental-europäischen Transaktionen legen Veräußerer regelmäßig großen Wert auf Aspekte der Transaktionssicherheit. Rechtlich nicht zwingende Vollzugsbedingungen, die zu einem Scheitern der Transaktion auch noch nach Vertragsabschluss führen können, werden mit äußerster Skepsis und Zurückhaltung betrachtet. Dies gilt für Finanzierungsvorbehalte genauso wie für MAC-Klauseln. Die europäische Finanzierungspraxis hat



Sicherheit zuerst: Harald Selzner von Latham & Watkins sieht MAC-Klauseln in Europa selten.

festе Finanzierungszusagen nach dem Certain-Funds-Modell entwickelt.

Warum akzeptieren Verkäufer in den USA MAC-Klauseln?

Die US-amerikanische M&A-Praxis steht Käufer-schutz-Instrumenten wie der MAC-Klausel im

Grundsatz offener gegenüber. Veräußerer sind hier eher bereit, zugunsten eines optimierten Kaufpreises auf ein mehr käuferorientiertes Vertrags- und Haftungsregime einzugehen. Allerdings sind die von den US-Gerichten entwickelten Anforderungen an einen MAC-Fall nicht zu unterschätzen. Käufern gelingt es auch in den USA äußerst selten, sich erfolgreich auf eine MAC-Klausel zu berufen und eine Transaktion hierdurch noch zum Scheitern zu bringen.

Unter welchen Umständen sieht man trotzdem MAC-Klauseln in Europa?

MAC-Klauseln sind in Europa Verhandlungsgegenstand, wenn es um grenzüberschreitende Transaktionen geht, US-amerikanische Parteien involviert sind und der Wettbewerb auf Käuferseite beschränkt ist. Dann stoßen unterschiedliche Erwartungen aufeinander. Anders als in den USA hatten deutsche Gerichte bislang keine Gelegenheit, sich dezidiert mit MAC-Klauseln und deren Auslegung zu befassen, was die Verhandlung im Transaktionskontext nicht gerade erleichtert. Transaktionsanwälte sind hier besonders gefordert, im Einzelfall Gestaltungsmöglichkeiten zu entwickeln, die auch der jeweiligen Gegenseite zu vermitteln sind und die Transaktion befördern.

Das Gespräch führte Aled Griffiths.

gebend. Nach Unterzeichnung eines typischen europäischen Deals müssen die kartellrechtliche Freigabe oder andere regulierungsrechtliche Aspekte vielleicht noch geregelt werden, der Abschluss der Transaktion ist jedoch meist reine Formsache.

In den USA hingegen kommt es zu zahlreichen Verhandlungen zwischen Unterzeichnung und Abschluss, da der typische Erwerber sich vor allen Eventualitäten schützen möchte, die zwischen Signing und Closing eintreten könnten (► „MAC-Klauseln haben vor US-Gerichten selten Bestand“, Seite 83). Denn erst wenn Letzteres vollzogen ist, hat er die Kontrolle über das erworbene Unternehmen oder das Asset. Selzner erklärt: „In US-amerikanischen Transaktionen steht für den Verkäufer typischerweise ein möglichst hoher Kaufpreis im Vordergrund; im Gegenzug besteht größere Bereitschaft, sich in den Verhandlungen auf ein mehr käuferorientiertes Vertrags- und Haftungsregime einzulassen.“ In Europa sieht es aber meistens anders aus: „Der Fokus des Veräußerers liegt regelmäßig stärker auf der Transaktionssicherheit und ei-

nem zwar hohen, aber verlässlichen Kaufpreis. Käuferschutzinstrumente und das damit einhergehende Prozessrisiko werden kritischer gesehen.“ (► „In Europa bleibt die Vollzugspflicht bestehen“)

Es gibt weitere Unterschiede: Die meisten Anwälte wissen aus ihrer Erfahrung – wenn auch mit häufigen Ausnahmen – dass US-Verträge eher käuferfreundlich sind, während europäische Verträge eher die Interessen der Verkäufer schützen. Dr. Hans-Jörg Ziegenhain von Hengeler Mueller betont, dass eine bestimmte Wirtschaftskultur tief verwurzelt ist. „Priorität in den USA hat der Preis und weniger die Transaktionssicherheit. Es herrscht dazu eine Philosophie, dass der Gesamtwirtschaft am meisten gedient ist, wenn der höchste Preis bezahlt wird.“

Ronald Meißner von Oppenhoff & Partner in Frankfurt stimmt zu: „In den USA muss der Käufer aufgrund der sonstigen rechtlichen Rahmenbedingungen seinen Schutz ausschließlich auf Basis des M&A-Vertrags suchen. Dabei ist er bestrebt, den ganzen Prozess so zu gestalten, dass diese Absicherung bis zum Closing reicht.“ Allerdings hat dies

„In Europa bleibt die Vollzugspflicht bestehen“

Christoph Holstein von Clifford Chance über die Unterschiede von Garantien in US- und europäischen Verträgen

JUVE: Wie unterschiedlich sehen die Reps & Warranties in US-amerikanischen und Garantien in europäischen M&A-Verträgen aus?

Dr. Christoph Holstein: Grundsätzlich bestehen hier eher geringe Unterschiede. Inhaltlich geht es um dieselben Themen, also um Gewährleistungen betreffend Eigentum, Finanzdaten, Verträgen, Arbeitnehmern und Rechtsstreitigkeiten. Auch wird jeweils ein in sich abschließendes System errichtet. Unterschiede bestehen aber im Detail, so sind Compliance-Garantien in den USA in der Regel deutlich umfangreicher als in Europa.

Wie unterscheidet sich der Umgang mit Disclosures (Offenlegung)?

In den USA sind „specific disclosures“ klar die Regel, das heißt, der Verkäufer kann sich nur durch eine Offenlegung im Rahmen der jeweiligen Warranty enthaften. In Europa gibt es demgegenüber viele Schattierungen. Man sieht auch hier teilweise „specific disclosures“, doch oft gilt der gesamte Datenraum als offengelegt und damit enthaftend wegen (angenommener) Kenntnis des Käufers. Teilweise wird darüber hinaus auch vereinbart, dass vom Verkäufer erstellte Berichte (Vendor Due Diligence Reports) für Recht, Umwelt, Finanzen und Steuern, sowie die im Rahmen der „Q&A“ abgegebenen Antworten als offengelegt gelten.



Erfahren: Christoph Holstein, Clifford Chance.

Was für Haftungsbeschränkungen bei Garantien sind in den USA und Europa typisch?

Grundsätzlich bestehen dieselben wesentlichen Beschränkungsarten. So gibt es in den meisten Transaktionen auf beiden Seiten des Atlantiks (ausgenommen für bestimmte Garantien wie die Eigentumsgarantie) eine monetäre („Cap“) und eine zeitliche Haftungsgrenze. Daneben finden sich in den meisten Verträgen bestimmte Wesentlichkeitsschwellen („de Minimis“, „Basket“) und zahlreiche sonstige Beschränkungen. So entfällt die Haftung, wenn dem Schaden ein ent-

sprechender Vermögensvorteil des Käufers gegenübersteht. Haftungsbeschränkungen sind in den USA tendenziell verkäuferfreundlicher ausgestaltet als in Europa, besonders ist der „Cap“ in der Regel niedriger.

Auf welchen Zeitpunkt beziehen sich Garantien, und was passiert, wenn sich die Umstände zwischen Signing und Closing ändern?

In den USA werden Garantien üblicherweise zum Tag des Signing abgegeben und beim Closing wiederholt („Bring-down of Reps & Warranties“). Wenn es Veränderungen gibt, die dazu führen, dass Garantien zum Closing „wesentlich unrichtig“ sind, ist der Käufer nicht verpflichtet, die Transaktion zu vollziehen. In den meisten Fällen kommt es bei Erreichen der Wesentlichkeitsschwelle aber eher zu einer Kaufpreisanpassung als zu einem Nichtvöllzug. In Europa werden teilweise alle Garantien nur zum Signing abgegeben, teilweise zum Signing und Closing, und teilweise werden bestimmte Garantien zum Signing und die verbleibenden zum Signing und Closing abgegeben. Bei Veränderungen zwischen Signing und Closing, die einen Garantiebruch bedingen, besteht – soweit die Garantie zum Closing abgegeben wurde – ein Anspruch auf Schadensbeseitigung oder -ersatz; die Verpflichtung zum Vollzug bleibt jedoch in der Regel unberührt.

Das Gespräch führte Aled Griffiths.

auch mit dem speziellen wirtschaftlichen Umfeld in den USA zu tun, das so bald nicht dem in Europa gleichen wird. Denn der Unterschied zwischen europäischem und amerikanischem Finanzierungs- markt ist groß: Bei US-Transaktionen gibt es keine Finanzierungssicherheit bis zum Closing, unter anderem, weil die Finanzierung stärker über die Kapitalmärkte erfolgt. In Europa dagegen setzt man bei Unternehmenskäufen stärker auf Bankkredite, die bei Unterzeichnung fast immer fest zugesichert sind (soge- nannte „Certain Funds“).

Einer weiteren Angleichung der transatlanti- schen M&A-Kultur setzen also vor allem die ver- schiedenen Finanzierungsmärkte Grenzen. Bei der Verhandlung und Dokumentation von Unterneh- menskaufverträgen ist der Paradigmenwechsel längst erfolgt und wird weiter fortbestehen.

” IN DEN USA
SCHÜTZT EIN
M&A-VERTRAG DEN
KÄUFER BIS ZUM CLOSING.

Es ist eine Binsenweisheit, dass turbulente Zei- ten gut für Juristen sind. In Boomjahren werden Transaktionen bereitwillig und ohne langes Zögern abgeschlossen, die Feinheiten des Vertrags werden zugunsten des höchsten Preises hintenangestellt.

Doch nun werden, wie ein Anwalt sagt, „alle Karten wieder neu ge- mischt. Alles hängt vom Zielunter- nehmen, dem Wettbewerbsumfeld und der jeweiligen Branche ab. Und der Transaktionserfolg hängt von den interkulturellen Fähigkei- ten des Anwalts ab.“

Mehrere bekannte M&A-Part- ner betonen, dass es im Markt zu einer interessanten neuen Synthese gekommen ist: Grenzüberschreitende Deals sind in einem Ausmaß gang und gäbe, wie es vor dem Boom nicht der Fall war. Immer mehr Investoren – darunter auch neue Akteure wie Pensionsfonds – haben sich daran ge- wöhnt, Unternehmen im Ausland zu erwerben. „Und Private-Equity-Häuser sind einem viel stärkeren Wettbewerb durch strategische Investoren aus- gesetzt. Sogar mittelgroße Unternehmen treten auf den Markt – sie sind im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrhunderts mit grenzüberschreitenden Investiti- onen vertraut geworden“, so ein Private-Equity- Anwalt etwas wehmütig.

Die Chancen überwiegen.

„Wenn ein großer Konzern ein neues Asset erwirbt, werden bestimmte Risiken gar nicht betrachtet. Dieselben Themen können aber große Bedeutung haben, wenn Erwerber und Zielunternehmen beide mittelständische Unternehmen sind. Deshalb ist es wichtig, dass Anwälte diese Risiken der Reihe nach verhandeln“, sagt ein erfahrener Düsseldorfer Anwalt. Doch der internationale Standard bei M&A- Verträgen bedeutet, dass grenzüberschreitende Deals im Grunde genommen von jedem Anwalt ver- handelt werden können, solange er Erfahrung mit den Unterschieden der US-amerikanischen und europäischen Auffassung vom richtigen Transakti- onsverlauf hat. Das schließt nicht aus, dass ein lokaler Anwalt für bestimmte Rechtsfragen benötigt wird. Doch es fällt auf, dass deutsche Anwälte – und zwar nicht nur in den führenden Kanzleien, son- dern auch schon in mittelgroßen Praxen – nun viel mehr an Transaktionen außerhalb Deutschlands mitwirken als noch vor dem Boom.

Denn auch hierzulande akzeptieren und beherr- schen die Transaktionsspezialisten seit Langem die internationalen M&A-Dokumentationsformen. Da- zu wäre es nie gekommen, wenn der Widerstand gegen diesen gefühlten Übergriff fremder Rechts- praktiken Erfolg gehabt hätte. Das Schaudern bleibt heutzutage auf beiden Seiten aus. ◀

„Alternativen zum klassischen Earn-out“

Dr. Daniel Wiegand von Hengeler Mueller über Preisanpassungsklauseln

Das seit einigen Jahren schwierige Marktumfeld hat dazu geführt, dass in M&A-Kaufverträgen neben einem Basiskauf- preis in letzter Zeit häufiger ein zusätzlicher Kaufpreis vereinbart wird, dessen Zahlung aufgeschoben und vom **Eintritt bestimmter Entwicklungen** abhängig ist. Damit wird eine Brücke zwischen den Preisvorstellun- gen des Verkäufers und des Käufers geschlagen: Die Preiserwartung des Verkäufers wird erfüllt, wenn der zusätzliche Kaufpreis ganz oder teilweise zur Auszah- lung kommt. Umgekehrt ist der Käufer nur zur Zahlung des höheren Preises verpflich- tet, wenn bestimmte Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung des gekauften Unternehmens tatsächlich eintreten.



Die klassische Form einer variablen Kaufpreiskomponente ist der sogenannte **Earn-out**. Eine Zahlung hängt danach vom Erreichen bestimmter Umsätze oder Ergebnisse beim Zielunterneh- men in den ersten ein bis zwei Jahren nach der Transaktion ab. Zielgröße sind dabei meist die vom Verkäufer im Rahmen des Businessplans präsentierten Umsatz- oder Ergebnisziele. Da die Umsätze und Ergebnisse aber durch bewusste oder unbewusste Handlungen des Käufers beeinflusst werden können, sind derartige vertragliche Regelungen typischerweise **Gegenstand intensiver Verhandlungen** und trotzdem streitanfällig. Weniger komplex und zunehmend populär sind daher Earn-outs, die vom Eintritt oder Nichteintritt bestimmter Ereignisse abhängen, etwa der Einführung eines neuen Produkts oder dem Markteintritt von Wettbewerbern.

Bei **Private-Equity-Käufern** wird neuerdings gerne eine andere Gestaltung gewählt: Danach erhält der Verkäufer eine Beteiligung am sogenannten **Exitlös beim Weiterverkauf** des Unternehmens, wenn bestimmte Renditeerwartungen des Käufers erreicht oder übertroffen wurden. Das ist aus Sicht des Käufers besser als ein klassischer Earn-out, weil beim Exit der beim Earn-out nur impliziert höhere Wert des Unternehmens tatsächlich schon realisiert wurde. Für den Verkäufer kann das reizvoll sein, weil er von etwaigen Wertsteigerungen profitiert.