

## KAUFPREISERMITTLUNG UND -ANPASSUNGSMECHANISMEN BEIM UNTERNEHMENSVERKAUF

In vorhergehenden Ausgaben von ALLERTS BRIEF haben wir uns bereits mehrfach mit der Ermittlung des Unternehmenswertes thematisch auseinandergesetzt. Die Praxis zeigt, dass eine fachlich fundierte Unternehmensbewertung als Grundlage für Transaktionsverhandlungen unabdingbar ist – sei es zur Orientierung des Verkäufers oder Käufers oder auch, um am Verhandlungstisch stichhaltige Argumente zu haben. Bewertungen auf Käuferseite erfolgen zumeist auf der Grundlage der aktuell verfügbaren (vergangenheitsbezogenen) Finanzdaten und der für plausibel erachteten Unternehmensplanung des Zielunternehmens (Target). Wie jedoch lässt sich sicherstellen, ob den der Bewertung und letztlich dem Kaufpreisangebot zu Grunde gelegten Parametern auch zum Zeitpunkt des Signings/Closings der Transaktion noch Rechnung getragen wird?

### 1. VOM UNTERNEHMENSWERT ZUM KAUFPREIS

Im Rahmen eines strukturierten Verkaufsprozesses werden Interessenten zu einem bestimmten Zeitpunkt im Prozess aufgefordert, ein Angebot für die zu erwerbenden Gesellschaftsanteile zu unterbreiten und mitzuteilen, auf welcher Bewertungsgrundlage der angebotene Kaufpreis basiert.

Hierbei erfolgen dann im Idealfall die Darstellung der Ermittlung des Gesamtunternehmenswertes, des sog. Enterprise Values (z. B. basierend auf einer DCF-Bewertung oder auch unter Anwendung von Ergebnismultiplikatoren) und die Überleitung zum Kaufpreis. Dieser reflektiert meist den Equity Value (d. h. vereinfacht: nach Abzug von Finanzschulden und Hinzurechnung liquider Mittel) zuzüglich oder abzüglich eines individuellen Kaufpreiszus- oder -abschlags.

*Enterprise Value (ermittelt auf Grund eines anerkannten Bewertungsverfahrens) abzgl. zinstragende Verbindlichkeiten*

*zzgl. nicht betriebsnotwendige Liquidität (sog. Excess Cash)  
= Equity Value  
zzgl./abzgl. individueller Zu-/Abschläge  
= Kaufpreisangebot*

Diese Form der Darstellung dient dem Verkäufer zum einen dazu, eine Vergleichbarkeit mehrerer Angebote sowohl auf Basis des Enterprise- als auch des Equity Values herzustellen, zwingt ihn aber auch dazu, die einzelnen Parameter, die in das Angebot eingeflossen sind, und damit mögliche Stellschrauben für weitere Verhandlungen darstellen, offenzulegen.

Nun reicht diese vereinfachte Berechnung meist leider nicht aus, um den Kaufpreis auch bereits im Sinne des Kaufvertrages zu fixieren. Finanzschulden und liquide Mittel als Bilanzpositionen korrespondieren selbstverständlich mit anderen Vermögenspositionen wie Vorräten, Forderungen und Verbindlichkeiten. Diese verändern sich im Zeitablauf und können sich beispielsweise zum Zeitpunkt der Ermittlung des Kaufpreises zwecks Abgabe des Angebotes signifikant anders darstellen, als beim späteren Signing der Transaktion (zeitlich bedingtes Informationsdefizit). Insbesondere für den Zeitraum zwischen dem Signing und dem Closing einer Transaktion, der in Einzelfällen erheblich sein kann (z. B. aufgrund rechtlicher Erfordernisse wie Kartellamtsfreigaben oder vereinbarter organisatorischer Maßnahmen), gilt es im Sinne der Vertragsparteien einen Mechanismus der Wertsicherung zu finden.

Im Sinne einer höheren Liquidität – und damit nach obenstehender vereinfachter Formel zur Kaufpreisermittlung könnten z. B. nachstehende Sachverhalte wirken:

- Reduzierung des Vorratsbestands durch Abverkäufe oder Verringerung der Einkäufe
- Verminderung des Forderungsbestands durch z. B. Sofortzahlungsrabatte, Skonti, o. ä.
- Verzögerung von Lieferantenzahlungen (Aufbau der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen)
- Unterlassung erforderlicher Investitionen

Um dies adäquat zu berücksichtigen, wird häufig bei der Ermittlung des Kaufpreises im Kaufvertrag auf die Netto-Finanzverbindlichkeiten, das sog. „Net Debt“ und die Höhe des Working Capital zum Übertragungsstichtag abgestellt. Sofern im Kaufvertrag ein bestimmtes „Net Debt“ und/oder eine Mindesthöhe des Working Capital festgelegt werden soll (vereinbarter Referenzbetrag), enthält der Kaufpreis an dieser Stelle entweder eine variable Komponente und wird nach erfolgter Feststellung des Working Capital oder Net Debt zum Übertragungsstichtag (nachträglich) fixiert. Da beide Begriffe keiner Normierung unterliegen, bedarf es im Rahmen der Kaufvertragsverhandlungen einer Einigung, welche Vermögenspositionen bei der Berechnung berücksichtigt werden.

Eine weitere Anpassung kann in Bezug auf die zu tätigen Investitionen erfolgen, konkret mit dem Ziel, dass die der Unternehmensplanung zu Grunde liegenden Investitionen auch planmäßig durchgeführt werden und nicht zu Gunsten der Liquidität unterbleiben. Eine derartige Klausel würde auf die Differenz zwischen geplanten und tatsächlich getätigten Investitionen bis zum Closing abstellen, die dann einen Ausgleich zu Gunsten oder Lasten der jeweiligen Parteien bewirkt. Derartige Klauseln sind aus unserer Wahrnehmung in der Praxis eher selten, erscheinen jedoch dann sinnvoll, wenn es sich um längere Zeitspannen zwischen Signing und Closing handelt oder um entsprechend kapitalintensive/investitionsstarke Unternehmen.

### 2. NET DEBT ALS AUSGLEICHSPPOSITION

**Die Definition der Netto-Finanzverbindlichkeiten umfasst in der Regel:**

*zinstragende Verbindlichkeiten (Bankverbindlichkeiten, Gesellschafterdarlehen, Anleihen, u. ä.)  
abzgl. Korrespondierender Guthabenpositionen (Bankguthaben, Kassenbestände, Wertpapiere)*

Darüber hinaus können Rückstellungen – je nach Relevanz für das Unternehmen – Berücksichtigung finden. Dies insoweit sich diese unmittelbar auf das operative Geschäft beziehen und den Charakter von Zahlungsverpflichtungen haben, wie z. B. Urlaubsrückstellungen, ausstehende Rechnungen, Abfindungen oder nicht rückgedeckte Pensionsverpflichtungen.

Nicht bilanzierte Leasingverpflichtungen könnten zumindest mit deren Barwert als Verbindlichkeit erachtet werden. Allerdings wird in der Praxis bei den o. g. gängigen Bewertungsverfahren der Leasingaufwand als sonst. betrieblicher Aufwand ergebnismindernd in der Unternehmensplanung (beim DCF-Verfahren) bzw. im EBITDA oder EBIT (Multiplikatorverfahren) bereits im Rahmen der Bewertung berücksichtigt. Eine weitere Berücksichtigung im Net Debt würde zu einer systematischen Doppelberücksichtigung und damit zu einem Bewertungsfehler führen. Alternativ könnte eine Adjustierung der Bewertung durch Aufteilung des Leasingaufwands in Zinsaufwand und Abschreibungen erfolgen und der Barwert der Leasingverbindlichkeiten bei der Ermitt-

lung des Equity Values berücksichtigt werden.

Gleichermaßen führen Factoring-Sachverhalte (echtes Factoring) immer wieder zu Verunsicherungen im Rahmen der Net-Debt-Ermittlung. Durch den Verkauf der Forderungen vor Fälligkeit fließen dem Target liquide Mittel zu (Erhöhung der Liquidität oder Verminderung der zinstragenden Verbindlichkeiten), die ohne Factoring noch für die Dauer des Kundenzahlungsziels Forderungen aus Lieferungen und Leistungen darstellen würden. Ein Abzug der gefactorten Beträge von der Cash-Position würde aus dieser Betrachtungsweise gerechtfertigt erscheinen. Ähnlich wie beim Leasing ist jedoch auch hier zu berücksichtigen, dass der Aufwand für das Factoring (Factoringgebühr, Delkrederegebühr) über den sonstigen betrieblichen Aufwand bereits in den o. g. Bewertungsverfahren wertmindernd erfasst wurde. Bezüglich der Zinsen für das Factoring sollte geprüft werden, ob diese sachgerecht als Zinsaufwand verbucht wurden oder ebenfalls als Factoringaufwand in den sonstigen betrieblichen Aufwand geflossen sind. (Abb. 1)

### 3. WORKING CAPITAL

Das Working Capital ergibt sich per Definition aus der Differenz von Umlaufvermögen und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Das Ergebnis sollte möglichst positiv sein, was bedeutet, dass ein Teil des Umlaufvermögens mit langfristig zur Verfügung stehendem Kapital finanziert wird. Ist das Ergebnis dagegen negativ, bedeutet dies, dass das Umlaufvermögen nicht ausreichend ist, um die gesamten kurzfristigen Verbindlichkeiten zu decken.

**Die einfache Ermittlung des Working Capital lautet:**

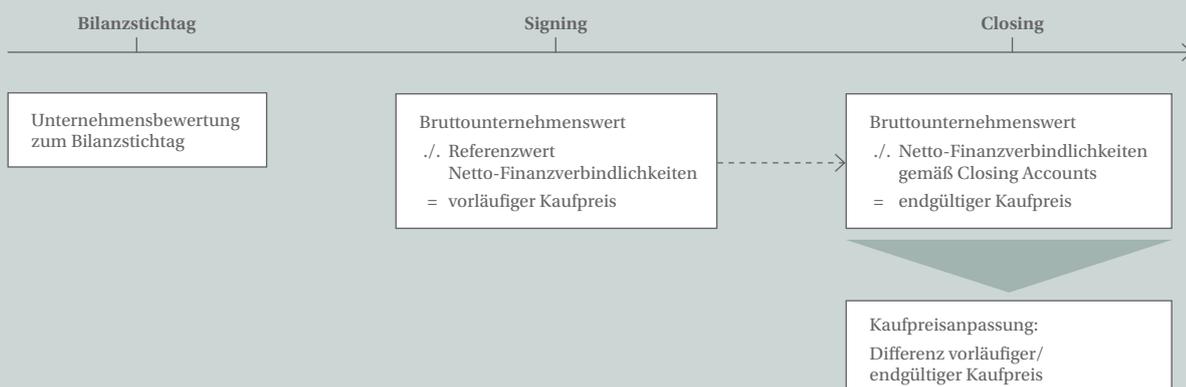
$$\begin{aligned} & \text{Umlaufvermögen} \\ & \text{abzgl. kurzfristige Verbindlichkeiten} \\ & = \text{Working Capital} \end{aligned}$$

**wobei sich Umlaufvermögen nach der Bilanzgliederung gem. § 266 HGB definiert als:**

>>>

#### SCHEMATISCHE DARSTELLUNG NET DEBT-KLAUSEL

1



> > >

### I. Vorräte

1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe;
2. unfertige Erzeugnisse, unfertige Leistungen;
3. fertige Erzeugnisse und Waren;
4. geleistete Anzahlungen;

### II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände:

1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen;
2. Forderungen gegen verbundene Unternehmen;
3. Forderungen gegen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht;
4. sonstige Vermögensgegenstände;

### III. Wertpapiere:

1. Anteile an verbundenen Unternehmen;
2. sonstige Wertpapiere;

### IV. Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks.

Bei den kurzfristigen Verbindlichkeiten wird abgestellt auf

*Verbindlichkeiten mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr (Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Verbindlichkeiten)*

- + *Steuerrückstellungen*
- + *sonstige Rückstellungen*
- + *passiver Rechnungsabgrenzungsposten*

Bei den zu berücksichtigenden Positionen fällt auf, dass im Working Capital Positionen erfasst sein können, die auch bereits bei der Ermittlung des Net Debt Berücksichtigung finden. Das im Rahmen einer Kaufpreisanpassung zu berücksichtigende Working Capital geht daher in der Regel vom Net Working Capital, d. h. ohne Berücksichtigung der Liquiditätspositionen aus und wird zumeist im Kaufvertrag oder einer Anlage hierzu individuell in den zu berücksichtigenden Komponenten festgelegt.

Der Käufer sichert mit einer Festlegung der Mindesthöhe des Working Capital, dass das Target zum Zeitpunkt der Übernahme ohne unmittelbare Zuführung von Liquidität von außen finanziell in der Lage ist, operativ tätig zu sein. Wird die Höhe des vereinbarten Working Capital unterschritten, führt dies i. d. R. vereinbarungsgemäß zu einer Kaufpreisminderung, sodass der Käufer die Differenz zur Verfügung hat, um das Unternehmen entsprechend finanziell zu stärken. (Abb. 2 )

### 4. KAUFPREISANPASSUNGSMECHANISMEN UND DEREN PRAKTISCHE UMSETZUNG IM KAUFVERTRAG

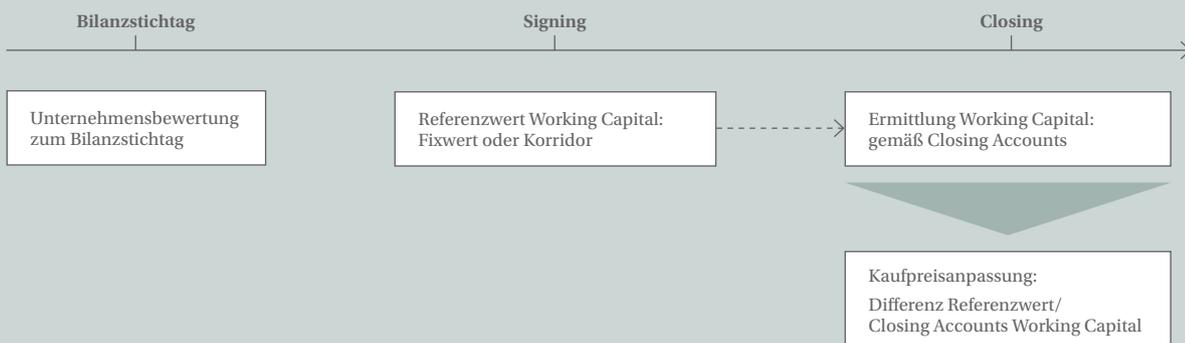
Schematisch dargestellt berechnet sich der endgültige Kaufpreis unter Anwendung der dargestellten Anpassungsmechanismen wie folgt:

*Vorläufiger Kaufpreis*  
zzgl./abzgl. der Differenz der Netto-Finanzverbindlichkeiten (gemäß Definition im Kaufvertrag) zum Wert der im vorläufigen Kaufpreis berücksichtigten Netto-Finanzverbindlichkeiten  
zzgl./abzgl. der Differenz des Netto-Working Capital (gem. Definition im Kaufvertrag) zum vereinbarten Referenzbetrag  
= *Endgültiger Kaufpreis*

Eine Kaufpreisanpassungsregel dient damit also einer objektiven und transparenten Ermittlung des Kaufpreises für beide Parteien. Neben der Einigung auf den Kaufpreismechanismus gilt es zu bestimmen, zu welchem Zeitpunkt, in welcher Weise und durch wen die Parameter, die als Grundlage zur Kaufpreisanpassung definiert wurden, verbindlich festzustellen sind. Die Aufstellung und Feststellung solcher sog. Closing- oder Completion-Accounts wird in der Regel zum Zeitpunkt des Übertragungstichtags durch das

#### SCHEMATISCHE DARSTELLUNG WORKING CAPITAL-KLAUSEL

2



Rechnungswesen des Unternehmens unter Hinzuziehung eines oder mehrerer Wirtschaftsprüfer erfolgen. Nicht selten erfolgt hierbei auch die Durchführung einer Inventur der Vorräte. Insgesamt handelt es sich um einen nicht unaufwändigen Prozess, der insbesondere bei kleineren Transaktionen im Mittelstand häufig die Komplexität (und mitunter auch die Kosten) einer Transaktion in nicht vertretbarem Maße erhöht.

Alternativ hierzu können sich die Parteien auch auf ein sog. Locked-Box-Verfahren einigen. Hier werden im Rahmen der Bewertung und Kaufpreiseinigung die entsprechenden Vermögenswerte zu einem bestimmten Zeitpunkt herangezogen und über eine sog. „Non-Leakage-Klausel“ festgehalten, dass ab diesem Zeitpunkt keine Wertabflüsse (i. d. R. durch Auszahlungen in die Sphäre des Verkäufers) mehr stattfinden dürfen. Das Risiko der Unternehmensentwicklung zwischen dem Zeitpunkt der Locked-Box-Vereinbarung und dem Closing trägt hierbei der Käufer. Der klare Vorteil einer Locked-Box-Vereinbarung liegt darin, dass beide Parteien bei ihren Überlegungen auf einen fest kalkulierbaren Wert zurückgreifen können und nachvertraglicher Prüfungs- und Einigungsaufwand entfällt.

Entsprechend der europaweiten M&A-Studie der Kanzlei CMS aus 2015, bei der mehr als 2.400 Transaktionen nicht börsennotierter Unternehmen ausgewertet wurden, steigt der Anteil an Locked-Box-Klauseln an. Bei den im Rahmen der Studie betrachteten Transaktionen belief sich dieser auf 53 %.<sup>1</sup> Aktuell sollen jedoch Kaufpreisanpassungsklauseln in der Häufigkeit wieder zugenommen haben.<sup>2</sup>

## 5. Fazit

*Im Hinblick auf Kaufpreisanpassungen auf der Grundlage von Net-Debt- oder Working-Capital-Klauseln gilt es, frühzeitig eine Be-*

GLOSSAR	
CAPEX – Capital Expenditure	Investitionsaufwand
Closing	Dinglicher Vollzug des Kaufvertrags (in der Regel Übergang der Leitungsgewalt und der unternehmerischen Verantwortung)
Closing Accounts/ Completion Accounts	Geschäftsabschluss zum Vollzugszeitpunkt eines Unternehmenskaufvertrages
DCF-Bewertung/Discounted-Cashflow-Bewertung	Verfahren der finanzmathematischen Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Basis diskontierter Zahlungsströme
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern
Enterprise Value	Gesamtunternehmenswert unabhängig von seiner Finanzierung
Equity Value	Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens
Excess Cash	Nicht betriebsnotwendige Liquidität
Net Debt	Netto-Finanzverbindlichkeiten
Working Capital	Bilanzkennzahl, die Auskunft über die Finanzierung eines Unternehmens gibt, in Deutsch auch sog. Betriebskapital

*rechnungsbasis zu finden, die beiden Vertragsparteien und der Transaktion gerecht wird. Hierzu gilt es, im Rahmen einer Analyse des operativen Geschäftes, der Zahlungsströme und der Vermögenswerte über einen angemessenen Betrachtungszeitraum einen entsprechenden Wertkorridor für das Working Capital und das Net Debt zu ermitteln, der z. B. auch in Abhängigkeit zum Umsatzvolumen definiert werden kann. Auch gilt es im Einzelfall zu definieren, welcher Anteil des Cashs betriebsnotwendig ist und in welchem Maße Liquidität als Excess Cash kaufpreiserhöhende Wirkung hat. Gleichermassen ist im Vorfeld zu prüfen, ob gegebenenfalls nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände (z. B. Immobilien) im Rahmen des Net Debt finanziert wurden und damit „kaufpreisschädliche“ Auswirkungen haben, die es vor Transaktionsabschluss zu bereinigen gilt.*

*Neben der rein finanziellen Betrachtung gibt es jedoch auch branchen- oder markt-spezifische Besonderheiten zu beachten, die*

*zu Verzerrungen im Net Debt oder Working Capital führen können. Bei Unternehmen im Projektgeschäft oder Anlagenbau können stichtagsbezogene Ansätze zu Verzerrungen im Working Capital führen. Ebenso können Marktzyklen z. B. im Handel zu punktuell hohem Lagerbestand und Finanzierungsbedarf führen. Auch Bilanzierungspraktiken (insbesondere im Hinblick auf die Bewertung der Vorräte) sollten nicht außer Acht gelassen werden.*

*Wie die obigen Ausführungen nahelegen, sind im Hinblick auf die Ermittlung eines „fairen“ Kaufpreises die dargestellten Ansätze anwendbar und sinnvoll, es besteht jedoch im Einzelfall erheblicher Einschätzungs-, Definitions- und (auch unterjähriger) Abgrenzungsaufwand, den es durch eine passende Transaktionsstruktur und Vertragsgestaltung mittels des Einsatzes von Praktikerwissen und der Erfahrung der involvierten M&A-Berater und Rechtsanwälte in praktikable Lösungen umzusetzen gilt. ]*

<sup>1</sup> CMS Deutschland: 7. Auflage der europaweiten M&A-Studie, 2015

<sup>2</sup> RA Dr. T. Meyerding, RA Dr. K. Wallisch, beide CMS Hasche Sigle, Stuttgart: Fluch und Segen von Kaufpreisklauseln in Unternehmensverträgen, CORPORATE FINANCE Nr. 09 v. 05.09.2016