

Den Kaufpreis ermitteln

Die Unternehmensbewertung und der Kaufpreis eines Unternehmens sind eng miteinander verzahnt. Käufer und Verkäufer sollten die maßgeblichen Faktoren für die Kaufpreisfindung deshalb im Kaufvertrag abbilden.

Dr. Annedore Strey

Die Unternehmensbewertung bildet die Grundlage für den Kaufpreis. In heutigen M&A-Transaktionen sind die DCF-Methode und die Bewertung auf Basis von Multiples gängige Verfahren. Im Kaufpreis spiegelt sich das angewandte Bewertungsmodell ganz oder teilweise wider. Bei allen gängigen Modellen werden vom Unternehmenswert vor Schulden (Enterprise-Value) die Nettofinanzverbindlichkeiten abgezogen und gegebenenfalls Veränderungen des Nettoumlaufvermögens berücksichtigt. Dies ergibt den Marktwert des Eigenkapitals (Equity-Value), der dem Kaufpreis entspricht. Das Modell zur Kaufpreisfindung sollte sich in der Kaufpreisformel, im Garantiekatalog und im Haftungsregime wiederfinden. So dürfen beispielsweise wertmindernde Faktoren, die bereits Eingang in die Kaufpreisformel gefunden haben, nicht zu einer Haftung wegen Garantieverletzung führen. Die maßgebenden Faktoren für die Kaufpreisfindung sollten deshalb auf Verkäufer- wie Käuferseite vertraglich klar festgehalten werden.

Für die Kaufpreisformel im Unternehmenskaufvertrag kommen im Grundsatz zwei verschiedene Herangehensweisen in Betracht: So wird entweder ein fester Preis (Locked-Box-Kaufpreis) vereinbart, oder es wird ein Ausgangsbetrag festgelegt, der später mit Hilfe eines das Bewertungsmodell widerspiegelnden Mechanismus angepasst wird (Kaufpreisermittlung auf Basis von Clo-



Die Kaufpreisregelung ist der zentrale Bestandteil des Unternehmenskaufvertrags.

sing Accounts). Eine weitere anzutreffende Variante ist die Vereinbarung eines Kaufpreisanpassungsmechanismus auf Basis der zukünftigen Entwicklung des verkauften Unternehmens (Earn-out).

Im Interesse des Verkäufers: der feste Kaufpreis

Beim festen Kaufpreis wird der Gesamtunternehmenswert auf einen in der Vergangenheit liegenden Stichtag ermittelt. Vor Vertragsunterzeichnung wird dieser Wert um die auf den Stichtag ermittelten Nettofinanzverbindlichkeiten und um sonstige Anpassungspositionen bereinigt. Ein fester Kaufpreis gibt zwingend den Equity-

Value des Unternehmens wieder. Eine Anpassung des Kaufpreises findet nicht statt. Allenfalls ist er vom Käufer ab dem Stichtag zu verzinsen, da ihm von da an auch die Erträge des Unternehmens zustehen.

Verkäufer bevorzugen in der Regel einen festen Kaufpreis, weil hier der Käufer das Risiko der zukünftigen Unternehmensentwicklung bis zum dinglichen Übergang des Unternehmens (Closing) trägt und der Verkäufer bei Unterzeichnung des Kaufvertrages (Signing) genau weiß, mit welcher Summe er rechnen kann. Es besteht insgesamt eine größere Transaktionssicherheit, und zugleich fällt der Post-Closing-Aufwand geringer aus. Bei M&A- ▶

Transaktionen in Kontinentaleuropa wird gegenwärtig überwiegend ein Locked-Box-Kaufpreis vereinbart. Das zeigt auch, dass wir seit einigen Jahren einen Markt haben, bei dem die Nachfrage das Angebot übersteigt und Verkäufer ihre Interessen eher durchsetzen können.

Die Vereinbarung eines festen Kaufpreises ist allerdings nur dann möglich, wenn die Nettofinanzpositionen und das Nettoumlaufvermögen zum Stichtag ein repräsentatives Bild des Unternehmens vermitteln. Es muss sich also um ein Unternehmen mit stabiler Geschäftsentwicklung handeln. Zudem müssen die Zahlungsströme dem verkauften Unternehmen klar zuzuordnen sein. Gibt es keine eigenen Buchungskreise, weil das Unternehmen im Zuge der Veräußerung erst noch separiert wird, kommt ein fester Kaufpreis in der Regel nicht in Frage. Zudem sollte der Zeitraum zwischen dem Stichtag für die Kaufpreisermittlung und der Vertragsunterzeichnung nicht zu groß sein, weil der Käufer beim Locked-Box-Kaufpreis zwar das wirtschaftliche Risiko des Unternehmens trägt, unternehmerisch aber noch keinen Einfluss nehmen kann.

Den Kaufpreis anpassen: Closing Accounts

Liegt der Stichtag für den Übergang in der Zukunft, kann kein fester Kaufpreis vereinbart werden. Denn bei Vertragsunterzeichnung steht noch nicht fest, wie hoch der Wert der Barmittel und Finanzverbindlichkeiten sein wird, um den der Unternehmenswert (Enterprise-Value) bereinigt wird. Deswegen vereinbaren die Parteien einen vorläufigen Kaufpreis, der dem Enterprise-Value abzüglich des geschätzten Betrags der Abzugspositionen entspricht. Dieser Wert wird später anhand derjenigen zum Closing ermittelten Barmittel und Finanzverbindlich-

keiten angepasst, die die Parteien im Vertrag festgelegt haben. Hierzu werden sogenannte Closing Accounts erstellt. Der Unternehmenskaufvertrag sollte dabei möglichst genau bestimmen, welche Einzelpositionen zu berücksichtigen sind. Bei Meinungsverschiedenheit über die Richtigkeit der ermittelten Positionen bestimmt ein Schiedsgutachter gemäß einem vertraglich festgelegten Schlichtungsmechanismus die betreffenden Werte.

Der Vorteil von Closing Accounts liegt darin, dass der dingliche Übergang und damit die Kontrolle über das erworbene Unternehmen mit dem Übergang der Chancen und Risiken auf den Käufer zusammenfallen. Allerdings birgt dieses Verfahren ein höheres Konfliktpotential und ist mit einem deutlich größeren Abwicklungsaufwand verbunden als der Locked-Box-Kaufpreis.

Bei unterschiedlichen Meinungen über die künftige Entwicklung: Earn-out-Klauseln

Earn-out-Klauseln dienen zum Überbrücken divergierender Kaufpreisvorstellungen, weil Käufer und Verkäufer die zukünftige Unternehmensentwicklung unterschiedlich einschätzen. Deswegen verständigen sie sich auf die Zahlung eines Zusatzpreises, falls das Unternehmen innerhalb eines gewissen Zeitraums – meist drei Jahre – eine im Unternehmenskaufvertrag vereinbarte Ertragsentwicklung nimmt oder bestimmte Erfolgsfaktoren eintreten. Eine Unterspielart des Earn-outs sind sogenannte Besserungsscheine, die bei Weiterveräußerung des Unternehmens greifen und den Verkäufer unter bestimmten Voraussetzungen am Mehrerlös beteiligen. Earn-out-Klauseln können als zusätzliches Element zu einem festen Kaufpreis oder einer Preisanpassung auf Basis von Closing Accounts auftreten.

Als Bezugsgröße für den Earn-out kommen Umsatz, Jahresüberschuss, Bilanzgewinn, EBIT/EBITDA oder eine Kombination aus diesen Kennzahlen in Betracht. Häufig wird auf die Entwicklung des EBIT oder EBITDA und nicht auf den Umsatz oder bilanziellen Gewinn abgestellt, weil diese bezüglich des generierten Cashflows nicht aussagekräftig genug sind. Es liegt auf der Hand, dass Earn-outs streitanfällig sind. Die relevanten Parameter und ihre bilanzielle Erfassung müssen genau geregelt sein. Zudem haben Earn-outs den Nachteil, dass der Käufer das Unternehmen zunächst nicht vollständig in seinen Konzernverbund integrieren kann, um die Bewertungsgrundlage für den Earn-out nicht zu verändern.

Sich vertraglich absichern:

Garantien für den Käufer bei festem Kaufpreis

Bei einem festen Kaufpreis muss der Käufer sicherstellen, dass es zwischen dem Stichtag für die Kaufpreisermittlung und der Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrags nicht zu Mittelabflüssen kommt und auch sonst keine Veränderungen erfolgen, die Annahmen hinfällig werden lassen, die für die Unternehmensbewertung relevant sind. Das Gleiche gilt für den Zeitraum von der Vertragsunterzeichnung bis zum Closing.

So muss zum einen klar vereinbart werden, dass keine Mittelabflüsse erfolgen – es sei denn, der Kaufvertrag regelt ausdrücklich etwas anderes. Welche Mittelabflüsse erlaubt sind, ist meist Gegenstand intensiver Verhandlungen. Die Ausnahmen können sich auf konkrete Mittelabflüsse oder bestimmte Maßnahmentypen wie beispielsweise Handelsgeschäfte zu Marktkonditionen beziehen. Als Mittelabflüsse gelten Dividendenzahlungen oder sonstige Ausschüttungen an den Verkäufer ►

und an mit ihm verbundene Unternehmen sowie sonstige Zahlungen und Leistungen.

Neben dem Verbot der Mittelabflüsse wird der Käufer dadurch geschützt, dass der Verkäufer garantiert, das Unternehmen ab dem Stichtag im gewöhnlichen Geschäftsgang geführt zu haben und bis zum Closing zu führen. Der Vertrag enthält dazu meist eine detaillierte Liste von Maßnahmen, von denen der Verkäufer zusichert, dass sie ab dem Stichtag bis zur Unterzeichnung des Kaufvertrags nicht erfolgt sind und bis zum Closing auch nicht erfolgen werden – es sei denn, bereits durchgeführte Maßnahmen werden ausdrücklich offengelegt oder der Käufer stimmt ihnen zu. Verletzt der Verkäufer die Abmachungen zum Mittelabfluss oder zum gewöhnlichen Geschäftsgang, muss er Schadensersatz leisten.

Barmittel und Verbindlichkeiten festlegen: Closing Accounts

Zentrales Element bei einer Kaufpreisanpassung auf Basis von Closing Accounts ist die Frage, welche Positionen als Barmittel und als Finanzverbindlichkeiten gelten und bei der Ermittlung des endgültigen Kaufpreises berücksichtigt werden. Entsprechendes gilt für die Frage, welche Positionen in den Closing Accounts bei der Ermittlung des Working Capitals zu berücksichtigen sind. Denn der Käufer wird in der Regel auf eine Working-Capital-Anpassung bestehen, um zu vermeiden, dass Barmittel willkürlich erhöht werden. Zudem muss vertraglich festgelegt werden, ob der Verkäufer oder der Käufer die Closing Accounts aufstellt und wie die jeweils andere Partei die Closing Accounts überprüfen kann. Außerdem müssen bei den Closing Accounts die bisher üblichen Bilanzierungsgrundsätze des Unternehmens gelten. Da es

bei diesem Verfahren häufig zu Auseinandersetzungen kommt, ist ein Schlichtungsmechanismus erforderlich, bei dem ein Dritter als Schiedsgutachter fungiert. Er entscheidet, falls sich die beiden Parteien nicht auf Anpassungspositionen einigen können. Eine Regelung zu erlaubten Mittelabflüssen ist dagegen nicht nötig, da sie innerhalb der Closing Accounts erfasst sind.

Berechnungsparameter definieren: wie sich beide Seiten beim Earn-out absichern

Bei einer Earn-out-Regelung ist zunächst zentral, die relevanten Berechnungsparameter genau festzulegen und zu bestimmen, wie diese ermittelt werden. Häufig einigen sich Verkäufer und Käufer auf eigene Bilanzierungsregeln oder die Neutralisierung von Sondereffekten, die sich auf relevante Kennzahlen auswirken. Das soll verhindern, dass die relevanten Unternehmenszahlen zugunsten des Käufers manipuliert werden oder es zu Verzerrungen kommt. Zudem ist es erforderlich, dem Verkäufer Überprüfungsrechte einzuräumen und einen Schlichtungsmechanismus vorzusehen, wenn sich die Parteien nicht einigen können. Im Interesse des Verkäufers empfiehlt es sich auch, Vorgaben im Hinblick auf die Fortführung des Unternehmens zu machen, um den Erhalt der Bewertungsgrundlage abzusichern. Hierzu gehört beispielsweise das Verbot, Geschäftsbereiche stillzulegen oder zu veräußern, die Umwandlung des Unternehmens einzuleiten, außergewöhnliche Investitionen zu tätigen oder Darlehen aufzunehmen. Zur Absicherung gegen Bonitätsrisiken auf Seiten des Käufers kann es sich anbieten, mit Treuhandkonten zu arbeiten oder sich Sicherheiten am veräußerten Unternehmen einräumen zu lassen.

Fazit: Kaufpreisvarianten mit spezifischen Vor- und Nachteilen

Die Kaufpreisregelung ist der zentrale Bestandteil des Unternehmenskaufvertrags. Ob der Kaufpreis als Locked-Box-Kaufpreis vertraglich festgelegt wird oder die Parteien den endgültigen Kaufpreis nach dem Closing auf Basis von Closing Accounts ermitteln, hängt unter anderem von der Stärke der Verhandlungsposition des Verkäufers ab. Ein Locked-Box-Kaufpreis liegt in der Regel eher im Interesse des Verkäufers und ist mit weniger Aufwand bei der Abwicklung verbunden. Die Kaufpreisanpassung auf Basis von Closing Accounts dagegen bringt für Käufer weniger Risiken mit sich, ist aber aufwendiger und birgt mehr Konfliktpotential. Earn-outs sind eine zusätzliche Variante der Kaufpreisgestaltung, die an die zukünftige Unternehmensentwicklung anknüpft. Sie sind in der Umsetzung vergleichsweise komplex und streitanfällig. Doch egal welche Kaufpreisgestaltung gewählt wird: Erforderlich ist in jedem Fall ein sorgfältig abgefasster Unternehmenskaufvertrag, um die Bewertungsannahmen von Käufer und Verkäufer klar zu dokumentieren. Neben der eigentlichen Kaufpreisermittlung gilt dies auch für den Garantiekatalog und das Haftungsregime, wobei Locked-Box-Kaufpreis, Kaufpreisanpassung auf Basis von Closing Accounts und Earn-outs ein jeweils anderes Set an Regelungen erfordern. ◀



Dr. Annedore Streyll,
Rechtsanwältin, Ernst & Young Law GmbH,
Berlin

annedore.streyll@de.ey.com
www.ey-law.de