

ANALYSE & BERATUNG: Preisklauseln in Unternehmenskaufverträgen – Auswirkungen auf Erlöse

Kaufpreis ist nicht gleich Kaufpreis. In der Regel sind die letzten Jahresabschlussberichte des Unternehmens die Bemessungsgrundlage für die Festlegung des Kaufpreises. Was passiert jedoch mit den Ergebnissen, die im laufenden Geschäftsjahr erwirtschaftet werden? Haben Änderungen der liquiden Mittel im laufenden Jahr Auswirkungen auf den Verkaufspreis? Oder wird gar ein Teil des Verkaufspreises von zukünftigen Ergebnissen oder Ereignissen abhängig gemacht?

Mark Niggemann, Geschäftsführer, Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen, und Dr. Boris Hartisch, Rechtsanwalt, Meinerzhagen

1 VERTRAGLICHE KAUFPREISMODELLE

In der vertraglichen Praxis des Unternehmenskaufs finden sich unterschiedliche Kaufpreismodelle, die sich trotz ihrer Komplexität und Vielgestaltigkeit im Einzelfall doch auf drei Grundmodelle zurückführen lassen:

- Die Vereinbarung eines Festkaufpreises (2)
- Die Vereinbarung eines vorläufigen Kaufpreises mit Anpassungsmechanismus (3)
- Die Vereinbarung eines variablen Kaufpreises (sog. Earn-Out) (4)

2 FESTKAUFPREIS

Bei kleineren Transaktionen ist es in der Praxis üblich, einen festen Kaufpreis im Unternehmenskaufvertrag zu vereinbaren, dessen Höhe in der Regel auf dem letzten testierten Jahresabschluss des Unternehmens basiert. Auch bei einer großen Transaktion kommt die Vereinbarung eines festen Kaufpreises in Betracht, wenn der Verkäufer eine starke Verhandlungsposition hat. Die Vertragsparteien verzichten insoweit auf einen oftmals zeitaufwändigen und streitanfälligen vertraglichen Anpassungsmechanismus sowie die mit weiteren Kosten verbundene Aufstellung eines Zwischenabschlusses. Außerdem verzichtet der Verkäufer – ohne gesonderte Regelung – auf das Ergebnis des dann laufenden Geschäftsjahres.

Für den Verkäufer hat eine solche Vertragskonstruktion grundsätzlich den Vorteil, dass jede nachteilige Veränderung des Kaufpreises durch eine spätere Kaufpreisanpassung ausscheidet. Wird mit einem Festpreis gearbeitet, sollte deshalb der Käufer darauf drängen, dass Regelungen in den Kaufvertrag aufgenommen werden, die verhindern, dass zwischen dem für die Kaufpreisbestimmung maßgebenden Bilanzstichtag und der Übergabe des Unternehmens noch Abflüsse an den Verkäufer oder diesem nahestehenden Personen erfolgen, die letztlich den Unternehmenswert mindern. Hierfür hat sich der Be-

griff „Locked Box“ etabliert. Dem Verkäufer werden insoweit vertraglich strenge Verhaltensvorgaben für den Zeitraum zwischen wirtschaftlichem Stichtag und Übergabe gemacht. Der Verkäufer verpflichtet sich im Unternehmenskaufvertrag mit vereinbartem Festkaufpreis in der Regel, den Geschäftsbetrieb des Unternehmens im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsgangs und im Wesentlichen in der gleichen Weise wie vor dem Bilanzstichtag fortzuführen und garantiert, dass keine Ausschüttungen oder ähnliche Leistungen an den Altgesellschafter vorgenommen oder keine außergewöhnlichen, nicht offengelegten Anschaffungen getätigt werden, und auch sonst keine wesentlichen offengelegten Anschaffungen getätigt werden und auch sonst keine wesentlichen Änderungen in Bezug auf Vertrags- und Geschäftsbeziehungen eingetreten sind.

3 VORLÄUFIGER KAUFPREIS MIT ANPASSUNGSMECHANISMUS

Bei komplexeren Transaktionen werden sich die Vertragsparteien in aller Regel nicht auf einen Festkaufpreis verständigen, sondern mit Kaufpreisanpassungsklauseln arbeiten. Hintergrund solcher Vertragsklauseln ist der Umstand, dass den Vertragsparteien zum Zeitpunkt der Verhandlung des Kaufpreises die für eine konkrete Berechnung notwendigen Daten regelmäßig nicht vorliegen. Diese ergeben sich oft erst aus einer noch zu erstellenden Bilanz, der sogenannten „Stichtagsbilanz“. In der Praxis wird bevorzugt der Jahresabschluss herangezogen, um Kosten für die Erstellung eines Zwischenabschlusses zu vermeiden.

Die Parteien verhandeln dann zunächst abstrakt eine Kaufpreisformel und einen vorläufigen Kaufpreis, der nach Vorliegen der maßgeblichen Stichtagsbilanz aufgrund der dort enthaltenen Bilanzwerte konkret berechnet oder angepasst wird. Welche Kaufpreisformel zugrunde zu legen ist, ist Verhandlungssache!

Es empfiehlt sich, möglichst frühzeitig – z. B. im Letter of Intent – eine Einigung über den Kaufpreisanpassungsmechanismus zu erzielen, da anderenfalls die gesamte Transaktion an diesem zentralen Punkt scheitern kann, nachdem bereits erhebliche Zeit und Kosten in den Verkaufsprozess investiert wurden. Als Anpassungsmechanismen kommen in Betracht:

- Eigenkapitalgarantie
- Anpassung des Kaufpreises um den Kassenbestand und gewisse Verbindlichkeiten
- Das Netto-Umlaufvermögen (Working Capital)

3.1 Eigenkapitalgarantie. Bei der Eigenkapitalgarantie wird auf der Grundlage des letzten Jahresabschlusses ein Festkaufpreis festgelegt, der dann um den Betrag angepasst wird, um den das in der schließlich maßgeblichen Stichtagsbilanz ermittelte Eigenkapital höher oder niedriger ist. Im Ergebnis gibt der Verkäufer also eine Eigenkapitalgarantie auf den festgelegten Kaufpreis ab. Bei Transaktionen, bei denen Private-Equity-Investoren involviert sind, ist die Eigenkapitalgarantie kaum noch anzutreffen.

Cash-und-Debt-Free-Klausel: Bei den meisten Unternehmenstransaktionen wird eine Kaufpreisanpassung auf Basis einer Cash-und-Debt-Free-Klausel vereinbart. Viele Inhaber können mit dieser Bezeichnung wenig anfangen. Das liegt hauptsächlich daran, dass das Zusammenspiel von Unternehmensbewertung und Kaufpreisdefinition und seine Folgen für die Kaufpreisabgrenzung bei Unter-

nehmensübergabe den meisten Inhabern nicht bekannt ist. Die Kaufpreisfindung durch eine Cash-und-Debt-Free-Klausel löst drei große Probleme bei der Kaufpreisfindung und hat sich dadurch zu einem gängigen Standard von Kaufpreisanpassungen in Unternehmenskaufverträgen entwickelt:

- **Unternehmensbewertung:** Bei Unternehmensbewertungen, die auf dem Ertragswert oder Geldfluss (Cash-flow) basieren, werden die zukünftigen Erträge prognostiziert und mit einem Abzinsungsfaktor auf den heutigen Barwert ermittelt. Dabei wird davon ausgegangen, dass das Anlagevermögen betriebsnotwendig ist. Allerdings erhöhen die liquiden Mittel (Cash) den Unternehmenswert Euro um Euro, während die Verbindlichkeiten ihn im selben Maße reduzieren. Deshalb werden diese beiden Positionen, „Cash“ und „Debt“, gesondert betrachtet.
- **Gültige Formel für den gesamten Verkaufsprozess:** Unternehmen sind dynamische Organisationen. Ihre wirtschaftlichen Bedingungen, u. a. die Vermögenssituation, verändern sich ständig. Einfache Beispiele dafür sind die täglichen Veränderungen der liquiden Mittel, der Umschlag des Warenlagers oder die Höhe der Verbindlichkeiten. Nun möchte sowohl der Käufer als auch der Verkäufer im Rahmen des Verkaufsprozesses so früh wie möglich eine einvernehmliche Preisfindung erzielen. Dafür dient häufig das Instrument eines vorläufigen Bruttokaufpreises mit einer Anpassung auf Basis einer Cash-und-Debt-Free-Klausel.

ERMITTLUNG KAUFPREISERHÖHUNG/-MINDERUNG

Berechnung der Cash-/Debtpositionen

Cash-Positionen	Beispielhafte Werte
Barmittel	810 000,00 €
Davon betriebsnotwendig*	200 000,00 €
Sonstige Vermögensgegenstände	100 500,00 €
Summe Cash-Positionen	710 500,00 €
Debt-Positionen	Beispielhafte Werte
Finanzverbindlichkeiten	60 000,00 €
Steuerverbindlichkeiten	65 000,00 €
Sonstige Verbindlichkeiten	220 000,00 €
Rückstellungen	185 000,00 €
Summe Debt-Positionen	530 000,00 €
Kaufpreiserhöhung (+) oder Kaufpreisminderung (–) = (Net Cash oder Net Debt)	170 500,00 €

* Der Käufer wird in der Regel darauf drängen, dass eine gewisse Liquidität als betriebsnotwendig klassifiziert wird. Dafür bringt er die Bewertungspraxis als Argument ins Spiel. Denn das Unternehmen benötigt auch eine ausreichende betriebsnotwendige Liquidität, um ihre Geschäfte zu betreiben. Diese darf nicht kaufpreiserhöhend berücksichtigt werden, denn die betriebsnotwendige Liquidität kann nicht ausgeschüttet werden, sondern wird für die Fortführung des Betriebs und die Aufrechterhaltung des Arbeitskapitals benötigt.

- Klare Vermögensabgrenzung bei Übergabe: Die genaue Abgrenzung erfolgt dann häufig auf Basis einer Abgrenzungsbilanz, die vor oder nach dem Vollzug der Transaktion erstellt wird. Durch die Anpassung mittels der Cash-und-Debt-Free-Klausel erhalten beide Parteien die Sicherheit, dass sie genau die vereinbarte Summe an Vermögenswerten erhalten bzw. bezahlen.

Der finale Nettokaufpreis errechnet sich grundsätzlich aus dem vorläufigen Kaufpreis (Bruttokaufpreis) zuzüglich der Barmittel-Positionen (Cash) und abzüglich der Verbindlichkeiten-Positionen (Debt). Die konkreten Werte ergeben sich aus dem maßgeblichen Jahresabschluss zu einem festgelegten Zeitpunkt.

Bei der Festlegung der einzubeziehenden Positionen gibt es keinen Standard und keine gesetzlichen Vorgaben. Die beiden Parteien sind somit gezwungen, sich auf eine genaue Definition der zu inkludierenden Bilanzpositionen zu einigen.

Der Verkäufer möchte möglichst viele Positionen unter die Cash-Positionen aufnehmen und nur ein Minimum an Verbindlichkeiten ansetzen. Der Käufer hat die umgekehrte Zielsetzung. Aufgrund dieses Zielkonflikts entbrennt häufig eine hitzige Diskussion, vor allem um die Debt-Positionen.

Für die letztliche Quelle der Positionen vereinbaren die Parteien oftmals den folgenden Wortlaut, wobei in der Regel noch ergänzend oder ausschließlich die HGB-Positionen angegeben werden:

„Nach Vorliegen des maßgeblichen Jahresabschlusses XXX wird die Barmittel-Position sowie die Verbindlichkeit-Position folgendermaßen berechnet (zur Klarstellung sind beispielhaft Werte aus dem letzten Jahresabschluss von XXX verwendet worden).“

3.2 Working-Capital-Anpassung / Schutz vor Manipulationen. Die meisten Käufer bestehen auf einem Anpassungsmechanismus beim Unterschreiten eines Nettoumlaufvermögens in üblicher Größenordnung. Etwaigen Manipulationen des Verkäufers zulasten des Käufers wird häufig durch eine vertraglich vorgesehene Anpassung des Kaufpreises im Verhältnis zur Veränderung des Nettoumlaufvermögens vorgebeugt. So soll der Verkäufer nicht etwa gesteuert kaufpreiserhöhen die Barmittel erhöhen können, zum Beispiel durch verzögerte Zahlungen von Lieferanten oder den Verkauf von Kundenforderungen im Wege des Factorings. Als weitere Beispiele für „Spielräume“ für Kaufpreiserhöhungen können angeführt werden:

- Abverkauf Anlagevermögen (Aktivtausch): Da das Anlagevermögen in der Abgrenzungsanpassung mit einer

Cash-und-Debt-Free-Klausel nicht vorkommt, ist es besonders anfällig für Manipulationen. So könnten Grundstücke, Immobilien, Maschinen, PKW, Lizenzen etc. noch vor der Übergabe verkauft werden. Dadurch steigen die liquiden Mittel und gleichzeitig der Kaufpreis.

- Mieten statt kaufen: Ersatzinvestitionen können nicht durch Kauf, sondern durch Mieten ersetzt werden. Dadurch haben nur die deutlich geringeren Mietaufwendungen und nicht die Anschaffungskosten (Abfluss Liquidität) einen Einfluss auf die Abgrenzung.
- Unterlassen von Investitionen: Notwendige Investitionen können komplett unterlassen und auf den Zeitraum nach der Übergabe verschoben werden. Dadurch würde die Position der liquiden Mittel nicht reduziert werden.
- Vorziehen von Umsätzen: Die Abrechnungsmethodik könnte von jährlichen auf monatliche Rechnungen umgestellt werden. Somit würden die Umsätze und die Forderungen aus Lieferung und Leistung kurzfristig kaufpreiserhöhend wirken.
- Unterlassen von Aufwendungen: Der Verkäufer könnte komplette Aufwendungen, wie z.B. für die neue Broschüre, für Marketingaktionen oder die Neueinstellung von Personal, stoppen und sogar Personal abbauen.

Soweit diese „Spielräume“ nicht durch sog. Working-Capital-Adjustments eingedämmt werden können, werden regelmäßig entsprechende Garantien im Kaufvertrag vorgesehen.

Wichtig: Bei der Überleitung vom Unternehmenswert zum Kaufpreis gibt es also eine Reihe von Stellschrauben, die aus einem ursprünglich eher attraktiven unverbindlichen ein sehr unattraktives verbindliches Kaufangebot machen können und umgekehrt. Zu früh geführte bilaterale Verhandlungen führen i. d. R. zu unattraktiven Vertragsangeboten. Oft akzeptieren die Verkäufer aufgrund des auch emotional aufreibenden Prozesses negative Anpassungen ursprünglich verhandelter Konditionen, um einen Abschluss zu erreichen.

Um negativen Überraschungen vorzubeugen, empfiehlt sich daher, die Kaufpreisberechnung, Kaufpreisstruktur sowie wesentliche Eckpunkte eines späteren Unternehmenskaufvertrages frühzeitig in einer schriftlichen Absichtserklärung (Letter of Intent) festzuhalten. Hierfür benötigen Kaufinteressenten nur eine begrenzte Anzahl von Informationen zum Unternehmen. Neben Jahresabschlüssen und unterjährigen betriebswirtschaftlichen Auswertungen sind anonyme Informationen zu möglichen Abhängigkeiten z.B. von Kunden oder Lieferanten erforderlich. Die Auswahl der richtigen Kaufinteressenten und die Verhandlung eines fairen Verkaufspreises kann schwierig und komplex sein. Schließlich verkaufen

Unternehmer ihr Lebenswerk meist nur einmal. Bei richtiger Planung, professionellen Beratern und sorgfältiger Prüfung können große Lücken in der „Black Box“ vermieden werden.

4 VARIABLER KAUFPREIS – EARN-OUT

Bei Unternehmen, deren Geschäftsentwicklung maßgeblich von der Erreichung bestimmter Ziele oder dem Eintritt zukünftiger Ereignisse abhängt, ist die Ermittlung des Unternehmenswerts – und damit des Kaufpreises – oftmals schwierig. Gleiches gilt bei Unternehmen mit stark schwankenden Ertragssituationen oder Unternehmen in Krisensituationen.

„Durch die Earn-Out-Klausel wird der Verkäufer auch nach dem Verkauf noch für einen gewissen Zeitraum an das Unternehmen gebunden – was im Interesse des Käufers sein dürfte“

Zur Überbrückung der in diesen Fällen in der Praxis regelmäßig bestehenden unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen können die Parteien auch eine sogenannte Earn-Out-Klausel vereinbaren.

Earn-Out bezeichnet eine Regelung, bei der ein Käufer zusätzlich zu einem festen einen variablen Kaufpreis zahlt. Dessen Höhe bestimmt sich nach der Erreichung vertraglich festgesetzter wirtschaftlicher Ziele. Dadurch wird der Verkäufer im Ergebnis auch weiterhin am Risiko und am Erfolg des Unternehmens temporär beteiligt.

Earn-Out-Gestaltungen können sowohl Vor- als auch Nachteile mit sich bringen. Für jede Partei sind gut durchdachte Abwägungen vorzunehmen:

4.1 Vorteile. Da sich die Höhe des variablen Kaufpreises an der künftigen Unternehmensentwicklung orientiert, zahlt der Käufer nur dann einen höheren Kaufpreis, wenn sich seine positiven Erwartungen erfüllen. Aber auch der Verkäufer profitiert von einer positiven Unternehmensentwicklung, da er zunächst einen aus seiner Sicht zu niedrigen Festkaufpreis akzeptiert hat, der sich nun durch den zusätzlichen variablen Kaufpreis erhöht. Earn-Out-Klauseln führen regelmäßig dazu, dass der variable Teil des Kaufpreises erst zu einem späteren Zeitpunkt zu zahlen ist, sodass für den Käufer die Möglichkeit besteht, diesen Kaufpreisbestandteil aus dem laufenden Gewinn des Unternehmens zu finanzieren. Durch die Earn-Out-Klausel wird der Verkäufer auch nach dem Verkauf noch für einen gewissen Zeitraum an das Unternehmen „gebunden“ – was regelmäßig im Interesse des Käufers sein dürfte.

4.2 Nachteile. Den Vorteilen stehen allerdings auch deutliche Nachteile gegenüber. Für den Käufer besteht regelmäßig die Möglichkeit, die Faktoren, die die Höhe des variablen Kaufpreises bestimmen, zu seinen Gunsten zu manipulieren. Zur Vermeidung derartiger Manipulationen wird der Verkäufer deshalb i. d. R. darauf bestehen, dass ihm auch nach der Übertragung des Unternehmens bestimmte Kontroll-, Einsichts- oder sogar Zustimmungsbefugnisse zustehen, sodass eine klare Trennung von Verkäufer- und Käufersphäre – zunächst – nicht erreicht wird.

Schließlich ist ein Earn Out auch mit erheblichen Mehrkosten im Rahmen des Unternehmenskaufs verbunden. Dies betrifft sowohl die Erstellung der vertraglichen Rege-

lungen als solche als auch die Durchführung des Earn Outs und erst recht etwaige spätere Streitigkeiten über die Höhe des variablen Kaufpreisbestandteils.

Zur späteren Streitvermeidung ist in der Praxis unbedingt eine sorgfältige vertragliche Ausgestaltung der Earn-Out-Regelung geboten, wobei die wichtigste Aufgabe bei der Formulierung im Unternehmenskaufvertrag darin besteht, einerseits den Verkäufer vor Manipulationen des Käufers zu schützen – andererseits aber dem Käufer ausreichende Freiheit bei der Unternehmensführung zu sichern. Insbesondere folgende Punkte bedürfen bei einem Earn-Out der Regelung:

- **Bemessungsgrundlage:** Der variable Kaufpreis kann sich an unterschiedlichen Größen orientieren, die finanzieller (z. B. Umsatz, Jahresüberschuss oder EBITDA), aber auch nicht finanzieller Art (z. B. Erreichen bestimmter Produktions- oder Kundenzahlen) sein können. Ergibt sich die Bemessungsgrundlage aus dem Jahresabschluss, ist zudem zu regeln, nach welchen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB, IFRS, US-GAAP) dieser zu erstellen ist. Weiter bietet es sich an, zu regeln, ob und ggf. wie bestimmte Bilanzierungswahlrechte ausgeübt werden können und ob und ggf. wie außergewöhnliche Ereignisse oder Sonderfaktoren zu berücksichtigen sind.
- **Zielwerte und Kaufpreisauswirkungen:** Denkbar ist die Vereinbarung von Zielkorridoren oder exakten Zielwerten. Zu regeln ist sodann, welche Auswirkungen eine Zielerreichung, eine Unter- oder Überschreitung auf den Kaufpreis haben soll.
- **Feststellung der Zielerreichung:** Der Kaufvertrag muss zur Streitvermeidung unbedingt das Verfahren zur –

für die Parteien verbindlichen – Feststellung der Zielerreichung vorgeben.

- Laufzeit: Die Dauer der Earn-Out-Vereinbarung sollte i. d. R. nicht länger als drei Jahre betragen, da sich in der Praxis gezeigt hat, dass, je länger die Laufzeit, desto geringer die Einflussmöglichkeiten des Verkäufers bei gleichzeitiger Hemmung der Integration für den Käufer.
- Sonstige Regelungen: Sinnvoll und in der Praxis üblich sind zudem Regelungen zur Deckelung des variablen Verkaufspreisbestandteils (sog. Cap), zur Zahlungsweise (periodisch oder am Ende der Laufzeit), zur Besicherung und Verzinsung der variablen Kaufpreisbestandteile sowie Regelungen zur Streitschlichtung.

- Praxistipp: Es ist dringend anzuraten, Earn-Out-Klauseln grds. mit Berechnungsbeispielen zu versehen, um Streitigkeiten gar nicht erst aufkommen zu lassen.

5 FAZIT

Die Festlegung der Kaufpreismechanik ist eine der wesentlichen Maßnahmen beim Unternehmenskaufvertrag. Unterschiedliche Kaufpreismodelle können nennenswerte Auswirkungen haben. Eine (frühe) Auseinandersetzung mit den unterschiedlichen Kaufpreisanpassungsmechanismen sollte für den Verhandlungserfolg unerlässlich sein.