

6. Kapitel

Kaufpreis und Kapitalbeschaffung

Literatur: *Baums* Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen („earn-outs“), DB 1993, 1273; *Becker* Gesellschaftsrechtliche Probleme der Finanzierung von Leveraged Buy-Outs, DStR 1998, 1429; *Behringer* Das Ertragswertverfahren zur Bewertung kleiner Unternehmen, DStR 2001, 719; *von Braunschweig* Vendor Loan, Rückbeteiligung und Earn-Out als aktuelle Finanzierungsalternativen bei Buy-Outs, DB 2010, 713; *Bruski* Kaufpreisbemessung und Kaufpreisanpassung im Unternehmenskaufvertrag, BB 2005, Special 7/05, 19; *Fleischer* Informationspflichten der Geschäftsleiter beim Management Buyout im Schnittfeld von Vertrags-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, AG 2000, 309; *Geyrhalter/Zirngibl* Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen, FS Spiegelberger, 2009, S. 667; *Gödecke/Ihlau* Earn-Out-Klauseln als Instrument für die erfolgreiche Umsetzung von Unternehmenstransaktionen, BB 2010, 687; *Gohdes/Meier* Pensionsverpflichtungen im Unternehmensrating: Fremdkapital besonderer Art, BB 2003, 1375; *Habersack/Tröger* Preisfeststellung durch Schiedsgutachten beim Unternehmenskauf, DB 2009, 44; *Hanke/Socher* Fachbegriff aus M&A und Corporate Finance – Der Unternehmenskauf in der Verhandlungsphase, NJW 2010, 1261; *Hofer* Negativer Kaufpreis beim Unternehmenskauf – Gestaltungsmöglichkeiten zur Absicherung der Verkäuferinteressen, BB 2013, 972; *Hölscher/Nestler/Otto* Handbuch Financial Due Diligence, 2007; *Krumm* Gesellschaftsvertragliche Abfindungsklauseln und erbschaftsteuerliche Schenkungsfiktion – Veränderte steuerliche Rahmenbedingungen nach der Erbschaftsteuerreform, NJW 2010, 187; *Kleinheisterkamp/Schell* Der Übergang des wirtschaftlichen Eigentums an Kapitalgesellschaftsanteilen beim Unternehmenskauf, DStR 2010, 833; *Koppensteiner* GmbH-rechtliche Probleme des Management-Buy-Out, ZHR 155 (1991), 97; *Kuckenburger* Bewertungs- und Berechnungsprobleme unter Beachtung der neuen Rechtsprechung des BGH, FPR 2009, 290; *Lacher/Poppe* Unternehmenskauf nach der Methode des „realisierten“ Ertragswerts, DB 1988, 1761; *Meissner* Die Veräußerung von Teilen eines GmbH-Geschäftsanteils in Erfüllung von Earn-Out-Klauseln, GmbHR 2005, 752; *Modlich* Kaufpreisanpassungsklauseln in M&A-Transaktionen, M&A Review 2003, 438; *Perridon/Steiner* Finanzwirtschaft der Unternehmung, 4. Aufl. 2007; *Schulz/Israel* Kein existenzvernichtender Eingriff durch typische Finanzierung bei Leveraged Buy-out, NZG 2005, 329; *Ulrich* Gewinnabführungsverträge im GmbH-Konzern, GmbHR 2004, 1000; *Wächter/Wollny* Schadensersatz post M&A bei c.i.c. oder Delikt und Garantieverletzungen, NZG 2019, 801; *Wüstemann/Brauchle* BB-Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2018/19, BB 2019, 1643; *Zwecker/Abshoff* Die anwaltliche Beratung beim Management-Buy-Out, AnwBl 2000, 553.

A. Bestimmung des Kaufpreises

Für die Bestimmung des Kaufpreises für das Zielunternehmen sind viele Faktoren maßgeblich. Während Verkäufer und Käufer bemüht sein werden, hierfür über eine **Unternehmensbewertung**¹ objektive Maßstäbe zu finden, spielen auch ihre subjektive Einschätzung über die Marktchancen des Unternehmens und zahlreiche weitere Fak-

¹ Vgl. hierzu ausführlich das 4. Kap.

toren bei der Kaufpreisbestimmung eine Rolle.² Erfolgt der Verkauf im Rahmen eines Auktionsverfahrens, wirkt sich die Wettbewerbssituation regelmäßig kaufpreiserhöhend aus. Von Bedeutung ist ferner, welche **Leistungen oder Zugeständnisse** von Käufer oder Verkäufer über die klassischen kaufvertraglichen Hauptpflichten hinaus übernommen werden. Die Freistellung des Verkäufers von bestehenden Verbindlichkeiten durch den Käufer kann sogar zu einem **negativen Kaufpreis**, also zur Zahlung des Verkäufers an den Käufer, führen. Auch die Übernahme von Garantien durch den Verkäufer kann den Kaufpreis beeinflussen.

- 2 Eine Einigung auf einen fixen Betrag erfolgt zumeist bei kleineren Transaktionen, bei denen die Parteien den Aufwand für eine spätere **Kaufpreisanpassung** scheuen. Bei größeren Transaktionen wird diese häufig vereinbart, wobei sich in der Praxis beobachten lässt, dass verkäuferseitig auch bei größeren Transaktionen immer wieder das *Locked-Box*-Konzept vorgeschlagen und durchgesetzt wird (s.u.), was im Ergebnis einem fixen Kaufpreis gleicht. Werden für die zukünftige Unternehmensentwicklung maßgebliche Faktoren unterschiedlich eingeschätzt, kommt ein **variabler Kaufpreis** in Betracht.

I. Unternehmensbewertung³

- 3 Die Frage des Kaufpreises nimmt regelmäßig eine zentrale Stellung ein. Bereits zu einem frühen Zeitpunkt im Erwerbsprozess muss sich der Käufer auf einen denkbaren Kaufpreis festlegen, den er unter bestimmten Annahmen zu zahlen bereit ist.⁴ Dieser Betrag und die zugehörigen Annahmen werden häufig im *Letter of Intent*⁵ (LoI) festgelegt. Bei einem strukturierten Verkaufsprozess wie einer **Auktion**, wird vom Käufer ein sog. *indicative offer* und später ein *binding offer* verlangt. Dieser ist zwar nicht im rechtlichen Sinne verbindlich, aber doch mit einem für den Ausgang der Transaktion erheblichen Verbindlichkeitsgrad versehen. Spätere Abweichungen hiervon können zum Ausscheiden aus der Transaktion oder zum Scheitern des Prozesses führen. Dies ist deshalb nicht unproblematisch, weil LoI und *indicative offer* regelmäßig vor der Due Diligence, insbesondere vor der Financial Due Diligence, unterzeichnet werden. Umso sorgfältiger müssen die Parteien versuchen, über eine Unternehmensbewertung ihre Preisvorstellungen zu validieren.
- 4 Einen objektiven Wert des Unternehmens gibt es nicht. Der Käufer wird seine Überlegungen deshalb regelmäßig nicht nur auf eine Bewertungsmethode stützen, sondern verschiedene Ansätze zugrunde legen. Für die Bewertung von Unternehmen werden die nachfolgenden Verfahren angewendet:⁶

2 *Beisel/Klump* § 3 Rn. 1 ff.; zum Auktionsverfahren s. *Holzappel/Pöllath* Rn. 1298 ff. sowie ausführlich 1. Kap. Rn. 93 ff.

3 Vgl. zur Unternehmensbewertung umfassend das 4. Kap.

4 Zur Financial Due Diligence und Unternehmensbewertung vgl. umfassend: *Hölscher/Nestler/Otto* Handbuch Financial Due Diligence.

5 Hierzu *Hanke/Socher* NJW 2010, 1261; *Holzappel/Pöllath* Rn. 660 ff.

6 Vgl. *Hölscher/Nestler/Otto* S. 323 ff. Aktuell hierzu der BB-Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2018/19 von *Wüstemann/Brauchle* BB 2019, 1643 ff.

- Regelmäßig kommen **kapitalwertorientierte Methoden** wie die *Discounted Cash-flow Methode* („DCF“) oder das von der wohl h.M. favorisierte **Ertragswertverfahren** zur Anwendung.⁷ DCF-Methoden (insofern gibt es unterschiedliche Ansätze) stellen unmittelbar auf Zahlungsgrößen ab, die die künftige Finanzstruktur des Unternehmens berücksichtigen. Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Abzinsung der dem Eigentümer zukünftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Beide Verfahren haben gemeinsam, dass zukünftige vom Unternehmen generierte Zahlungsströme mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz abgezinst werden. Finanzinvestoren werden regelmäßig auch mit einer dieser Methoden eine Bewertung erstellen.
- Von großer Bedeutung ist das sog. **Multiplikatorverfahren**.⁸ Dabei wird versucht, Vergleiche zu bekannten Bewertungen ähnlicher Unternehmen in der Branche zu ziehen. Zwar ist bei nicht börsennotierten Unternehmen eine Marktbewertung nicht tagesgleich verfügbar, gleichwohl ist das Verfahren auch für private Unternehmen anwendbar.
- **Substanzwertorientierte Verfahren**, die auf die Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände abzielen, sind nicht gebräuchlich. Sie betrachten das Unternehmen nicht als *going concern*, sondern setzen Zerschlagungswerte an.⁹

II. Kaufpreis¹⁰

Der Kaufpreis hat mit der Bewertung nur indirekt zu tun. Er ist das Ergebnis von Verhandlungen und letztlich eine unternehmerische Entscheidung. Diese stützt sich auf die verschiedenen Bewertungsversuche, die zur Rationalisierung der Preisfindung beitragen. Auch die Kaufpreisanpassung zu einem Stichtag, etwa auf der Grundlage einer Stichtagsbilanz zur Eigenkapitalanpassung oder bei der Vereinbarung eines variablen Kaufpreises, ändert nichts daran, dass Bewertung und Preisfindung zwei unterschiedliche Fragestellungen sind. 5

1. Fixkaufpreis vs. variabler/vorläufiger Kaufpreis

Ein fixer Kaufpreis kommt bei einfacheren und kleineren Transaktionen sowie dann zur Anwendung, wenn eine **stichtagsbezogene Kaufpreisanpassung** von den Parteien als zu aufwendig erachtet wird.¹¹ Das **Locked-Box Konzept**,¹² welches sich auch bei 6

7 BeckOK HGB/Lehmann-Richter § 131 Rn. 72; für die Bewertung von KMUs wird das Ertragswertverfahren ebenfalls als vorzugswürdig angesehen: vgl. *Behringer* DStR 2001, 719 ff.

8 Kritisch betrachtet wird dieses Verfahren allerdings bspw. vom OLG Düsseldorf, welches sich in seinem Beschluss v. 6.9.2018 dahingehend äußerte, dass das Multiplikatorverfahren aufgrund von „Ungenauigkeiten und der fehlenden Subjektivität nur zur Beurteilung der Plausibilität anderer Bewertungsverfahren zum Zuge kommen würde. *OLG Düsseldorf* NZG 2019, 145; ebenso argumentierend *Wächter/Wollny* NZG 2019, 801, 804.

9 Aus Sicht des BGH ist der Liquidationswert allerdings „in der Regel als unterste Grenze des Unternehmenswerts“ anzusehen; dieser komme grundsätzlich dann in Betracht, wenn ein Unternehmen „zur Mobilisierung des Vermögens „versilbert“ werden muss“ oder diesem „wegen schlechter Ertragslage oder aus sonstigen Gründen keine günstige Fortführungsprognose gestellt werden kann.“ *BGH* MDR 2019, 294.

10 Einen guten Überblick über Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen bieten *Geyrhalter/Zirngibl* S. 667 f.

11 *Modlich* M&A 2003, 438 – neben kleinen Transaktionen sind hier insbesondere auch *Management-Buy-Outs* als Beispiel zu nennen.

12 S. Rn. 22 f.; *Holzapfel/Pöllath* Rn. 800 ff.; *Kleinheisterkamp/Schell* DStR 2010, 833, 837 f.

größeren Transaktionen zunehmend durchsetzt, führt letztlich auch zu einem am Closing zu zahlenden Festkaufpreis. Wird ein fester Kaufpreis den Interessen der Parteien nicht gerecht, wird ein variabler Kaufpreis vereinbart und zwar regelmäßig, um Änderungen zwischen dem letzten Bilanzstichtag und dem vereinbarten Übertragungsstichtag berücksichtigen zu können.

- 7 Allerdings kann eine **Kaufpreisanpassung** auch ohne Kaufpreisanpassungsklauseln **über die Garantien des Verkäufers** erreicht werden,¹³ denn bei entsprechender Ausgestaltung führt die Garantieverletzung zu einer Zahlung an den Käufer. Regelmäßig wird eine Garantie auch auf die letzten vorliegenden Bilanzen verlangt. Ob diese Regelung als Instrument der Kaufpreisanpassung angesehen werden kann oder nicht, hängt von der Ausgestaltung ab. Eine subjektive Bilanzgarantie, die als Sorgfaltsmaßstab für eine mögliche Haftung den gewissenhaften Geschäftsführer bei der Aufstellung der Bilanzen annimmt, wird zur Kaufpreisanpassung nicht geeignet sein. Anders verhält es sich mit einer **Bilanzgarantie**, welche die **objektive Richtigkeit des Jahresabschlusses** umfasst. Da sich in den Bilanzpositionen naturgemäß das gesamte Unternehmen widerspiegelt, kann eine objektive Garantie einer Anpassung des Eigenkapitals und damit des Kaufpreises nahekommen. Sie ist aber nur schwer zu erreichen und verlangt in ihrer Ausgestaltung zahlreiche Einzelregelungen zu Wahlrechten etc.¹³ Auf die sorgfältige Abgrenzung zwischen Kaufpreisanpassungsklauseln und Gewährleistungsrechten ist zu achten.

2. Abgrenzung Kaufpreisanpassungsklausel/Gewährleistungsrechte

- 8 Gefährlich für den Verkäufer sind Gewährleistungen insbesondere, wenn man sie zusammen mit der „dynamischen“ Kaufpreisermittlung betrachtet. Wird eine Gewährleistung beispielsweise auf einen Jahresabschluss und damit auf den Jahresüberschuss abgegeben, stellt sich dieser aber später als niedriger heraus, könnte sich hieraus zunächst ein Schadensersatzanspruch in der Höhe der Differenz ergeben.¹⁴ Hat der Käufer aber im Rahmen der dem Kaufpreis zugrundeliegenden Bewertung mit einem Multiplikator auf den Jahresüberschuss gearbeitet, kann die Differenz mit demselben Multiplikator zu vervielfachen sein. Dieses Risiko ist nicht nur hinsichtlich der Bilanzgarantie, sondern generell bei der Formulierung der Haftungsbeschränkungen im Kaufvertrag zu berücksichtigen. Dies kann durch die Klarstellung erfolgen, dass keinerlei Haftung auf zukünftige Jahresüberschüsse oder die zukünftige Profitabilität übernommen wird.

3. Vorläufiger Kaufpreis

- 9 Ursprünglich vor allem in Private-Equity-Transaktionen verbreitet, wird heute auch bei vielen strategischen Unternehmenskäufen der Kaufpreis als **Enterprise Value**, der abzüglich der zu einem Stichtag bestehenden Finanzverbindlichkeiten (**debt**) und zuzüglich der vorhandenen Barmittel (**cash**) zum **Equity Value** wird (**net cash/net debt-Konzept** oder per Saldo insgesamt **net debt-Konzept**), angegeben.¹⁵ Da die **net debt**-Klausel nicht vor Veränderungen oder Manipulationen anderer Bilanzpositionen schützt, wird diese regelmäßig um eine Klausel ergänzt, welche die angenommene Höhe eines

¹³ Bruski BB 2005, Special 7/05, 19, 23.

¹⁴ Vgl. Holzapfel/Pöllath Rn. 924.

¹⁵ Hölscher/Nestler/Otto S. 358 f; hierzu insgesamt auch Holzapfel/Pöllath Rn. 811 ff.

normalisierten Nettoumlaufvermögens (*working capital*), das zum Stichtag vorhanden sein muss,¹⁶ mit dem tatsächlichen Wert zum Stichtag vergleicht. Der zu zahlende Kaufpreis wird vor dem *Closing* entweder auf den letzten Bilanz- oder den Übertragungstichtag hin berechnet oder geschätzt und anschließend auf den Stichtag hin angepasst. Es ist empfehlenswert, die Art und Weise der Berechnung im Vertrag anzugeben, da Sie auch Grundlage der nach *Closing* ggf. von einem Dritten nachzuvollziehenden Anpassung des Kaufpreises ist.¹⁷

Dies wird auch dann praktiziert, wenn die Parteien alle zum Übergangstichtag vorhandenen Vermögensgegenstände bei der Kaufpreisbemessung berücksichtigt wissen wollen, denn die zum vorangegangenen Bilanzstichtag angegebenen Wertansätze unterliegen bis zum Übergabestichtag naturgemäß der Veränderung. In der Praxis wird hierzu die Erstellung einer Abrechnungsbilanz vereinbart. 10

In den Vertragsverhandlungen ist dann ein besonderes Augenmerk auf die Definition der verwendeten Begriffe *cash*, *debt* und *working capital* zu legen, da diese nicht einheitlich bestimmt werden.¹⁸ 11

Insofern empfiehlt sich die genaue Bezugnahme auf **Definitionen in HGB** bzw. IFRS, um spätere Auslegungsschwierigkeiten zu vermeiden. Ggf. kann auch für bestimmte Einzelpositionen auf den Kontenrahmen der Zielgesellschaft zurückgegriffen werden. 12

Unterschiedliche Auffassungen bestehen häufig darüber, welche Positionen als *Cash* kaufpreiserhöhend wirken und welche als sog. *Trapped Cash* nicht berücksichtigt werden. *Trapped Cash* wird gelegentlich dann angenommen, wenn es sich um Bargeldbestände von Tochtergesellschaften in Ländern handelt, die von dort nicht frei transferierbar sind, oder wenn es sich um tatsächliche oder rechtlich reservierte *Cash*-Bestände handelt.¹⁹ Das kann etwa dann der Fall sein, wenn bestimmte Beträge für Rückvergütungsansprüche bereits fest eingeplant sind, oder z.B. bei Projektgesellschaften Rückbauverpflichtungen bestehen, für welche die finanzierende Bank die Vorhaltung bestimmter Beträge verlangt. Solche Regelungen sind allerdings nicht zwingend und im Einzelfall Verhandlungssache. 13

Häufig wird ebenfalls diskutiert, ob und in welcher Höhe Pensionsverbindlichkeiten als *Debt* angesehen und vom Kaufpreis in der Höhe ihres tatsächlichen Werts abgezogen werden müssen.²⁰ Auch insoweit ist eine entsprechende bindende Vereinbarung zwischen den Parteien unerlässlich. 14

Das **Working Capital Adjustment** dient dazu, missbräuchlichen Verhaltensweisen im Vorfeld des *Closing* entgegenzuwirken und deren Auswirkungen zu neutralisieren. So könnte ein Verkäufer versucht sein, durch beschleunigte Forderungseinziehung *Cash*-Bestände zu erhöhen, die sich dann kaufpreiserhöhend auswirken würden. Die Praxis zeigt, dass es hierzu häufig gar keiner Einflussnahme des Verkäufers bedarf. Verhaltensweisen, die durch *Working Capital*-Klauseln neutralisiert werden können, treten nicht selten unabhängig von jeder Einflussnahme auf Ebene des Managements der 15

16 Hölscher/Nestler/Otto S. 349 ff.

17 Zur Preisfeststellung durch Schiedsgutachten beim Unternehmenskauf vgl. Habersack/Tröger DB 2009, 44 f.; zu variablen Kaufpreisregelungen im Zusammenhang mit Schiedsgutachtervereinbarungen und Schiedsgerichtsklauseln Witte/Mehrbrey NZG 2006, 241 f.

18 Vgl. Holzapfel/Pöllath Rn. 814 ff.; 819 ff.

19 Hierzu auch Kästle/Oberbracht S. 82.

20 S. hierzu auch: Gohdes/Meier BB 2003, 1375.

Zielgesellschaft auf. Eine **Working Capital-Klausel**, die den Bestand von Vorräten und Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung berechnet und einen Soll- mit einem Istwert zum *Closing* vergleicht, kann dann zu korrespondierenden Ausgleichszahlungen führen und den *Cash*-Effekt neutralisieren. Branchenspezifika sind allerdings dringend zu berücksichtigen, da das erforderliche *Working Capital* je nach Branche großen Schwankungen unterliegen kann.²¹

- 16 Da existierende *Cash*-Bestände über das *net cash/net debt*-Konzept grundsätzlich eine erhöhte Zahlung des Käufers bewirken, ist dieser daran interessiert, in der Zielgesellschaft vorhandene *Cash*-Bestände vor dem *Closing* zu reduzieren. Dies kann erhebliche Schwierigkeiten bereiten, wenn Ausschüttungsvolumen oder Darlehen in der *cash*-reichen Zielgesellschaft nicht ausreichend vorhanden sind. Ggf. sind entsprechende Restrukturierungsmaßnahmen vor dem *Closing* erforderlich. Dies hat grundsätzlich nichts mit dem *net cash/net debt*-Konzept zu tun, das den *Cash* lediglich rein rechnerisch berücksichtigt. Der Wunsch nach effektiver *Cash*-Reduzierung stammt aus der Überlegung des Käufers, den bei *Closing* zu zahlenden Betrag so gering wie möglich zu halten, da dies aus Sicht der Investoren/Fonds direkte Auswirkungen auf die Renditeberechnung des jeweiligen Investments haben kann.

4. Eigenkapitalanpassung oder Net Equity Adjustment

- 17 Eine Kaufpreisanpassung kann auch dadurch erfolgen, dass der Verkauf unter der Annahme eines vom Verkäufer zu liefernden Mindesteigenkapitals erfolgt (Bilanzausgleichsformel oder Eigenkapitalanpassung), was in der Praxis jedoch weniger häufig gesehen wird. Im Kaufvertrag wird dann vereinbart, dass der Gesamtkaufpreis sich aus einem Betrag X plus (Mindest-)Eigenkapital von Y ergibt.²² Der Betrag des (Mindest-)Eigenkapitals ist dann auf der Grundlage einer Stichtagsbilanz zu ermitteln. Die Eigenkapitalanpassung erfasst naturgemäß Veränderungen der gesamten Bilanz. Sie wird in Deutschland angewandt, spielt aber bei größeren Transaktionen unter Beteiligung von Finanzinvestoren oder in internationalen Zusammenhängen nur eine geringe Rolle. Die Eigenkapitalanpassung ist alternativ zur *cash free/debt free*-Basis mit *Working Capital Adjustment*, da sonst die Gefahr besteht, bestimmte Positionen doppelt zu berücksichtigen.
- 18 Ähnlich wie bei der Vereinbarung eines variablen Kaufpreises auf einer *cash free/debt free*-Basis mit *Working Capital Adjustment* ist es bei der Eigenkapitalanpassung erforderlich, Regelungen über die Bewertung (stille Reserven, Definitionen, Verfahren etc.) festzulegen.

5. Wahl des richtigen Abgrenzungstichtages: Locked-Box, Effective Date oder Closing Date Konzept

- 19 Wird der Unternehmenskaufvertrag vollzogen und das Zielunternehmen (d.h. die Geschäftsanteile am Zielunternehmen oder Assets des Zielunternehmens) übertragen, gehen damit das Unternehmen und die mit ihm verbundenen Chancen und Risiken auf den Erwerber über. Hierzu legen die Parteien regelmäßig schuldrechtlich in ihrem Innenverhältnis einen wirtschaftlichen Abgrenzungstichtag fest.

21 *Bruski* BB 2005, Special 7/05, 19, 26; *Perridon/Steiner/Rathgeber* S. 658 f.

22 Formulierungsbeispiel für eine solche Klausel bei *Bruski* BB 2005, Special 7/05, 19, 27.