

Kiem  
Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf



# Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf

Bewertung · Kaufpreisermittlung ·  
Klauselgestaltung · Kaufpreisanpassung

Herausgegeben von

**Prof. Dr. Roger Kiem, LL.M. (London)**

Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.

Bearbeitet von

**Jörn Caumanns, Diplom-Kaufmann**

M&A-Berater, Bielefeld

**Prof. Dr. Roger Kiem, LL.M. (London)**

Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.

**Dietmar Koesling, M.L.E.**

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Rechtsanwalt  
in München, Abogado (Madrid)

**Dr. Thomas König**

Rechtsanwalt in Frankfurt a. M.

**Dr. Martin Neuhaus, M.B.L. (Sankt Gallen)**

Rechtsanwalt in Düsseldorf

3. Auflage

2023



Zitervorschlag gemäß der Beck'schen Redaktionsrichtlinie:  
Kiem Unternehmenskauf/Bearbeiter § ... Rn. ...

*Beispiel:*

Kiem Unternehmenskauf/Caumanns § 1 Rn. 1

**www.beck.de**

ISBN 978 3 406 78074 5

© 2023 Verlag C.H.Beck oHG

Wilhelmstraße 9, 80801 München

Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe GmbH

Am Fliegerhorst 8, 99947 Bad Langensalza

Satz: Fotosatz H. Buck

Zweikirchener Str. 7, 84036 Kumhausen



Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier  
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Alle urheberrechtlichen Nutzungsrechte bleiben vorbehalten.  
Der Verlag behält sich auch das Recht vor, Vervielfältigungen dieses Werkes  
zum Zwecke des Text and Data Mining vorzunehmen.

## **Vorwort zur 3. Auflage**

Seit dem Erscheinen der zweiten Auflage sind nun einige Jahre vergangen und es war an der Zeit, das Werk auf den neusten Stand zu bringen. Dabei ging es zum einen darum, die – immer noch überschaubare – Rechtsprechung zum Unternehmenskauf und das Schrifttum nachzutragen. Zum anderen waren auch Veränderungen der Marktpraxis zu berücksichtigen. Die multiplen Krisen der vergangenen Jahre – allen voran die durch die Corona-Pandemie ausgelöste – hat auch Kaufpreisanpassungsklauseln auf den Prüfstand gestellt. Die Erfahrungen im Umgang mit unsicheren Marktlagen sind in die Neuauflage eingeflossen.

Der Herausgeber und die Autoren freuen sich über Rückmeldungen aus dem Kreis der Leser des Werks. Anregungen, Hinweise und Kritik bitte an folgende Adresse:

Rechtsanwalt Prof. Dr. Roger Kiem  
White & Case LLP  
Bockenheimer Landstraße 20  
60323 Frankfurt am Main  
oder:  
[roger.kiem@whitecase.com](mailto:roger.kiem@whitecase.com)

Frankfurt am Main, Juli 2023

Roger Kiem

## Aus dem Vorwort zur 1. Auflage

Unternehmenskäufe sind heutzutage aus dem deutschen Wirtschaftsgeschehen nicht mehr wegzudenken. Dementsprechend prägen sie auch die wirtschaftsrechtliche Beratung. Besondere Bedeutung kommt dabei der Regelung des Kaufpreises zu – dem Herzstück jedes Unternehmenskaufvertrags. Die handwerklich saubere Erstellung und erfolgreiche Verhandlung von Kaufpreisregelungen setzt die souveräne Beherrschung der juristischen Materie, aber auch und vor allem ein tiefgehendes Verständnis der ihnen zugrunde liegenden wirtschaftlichen Parameter voraus.

Hier setzt das vorliegende Werk an. Es soll in einer gesamthaften Darstellung die Bezüge von Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung, von Bewertungsannahmen und deren vertraglicher Absicherung sowie die vielfältigen Verknüpfungen und Wechselwirkungen zwischen einzelnen Bilanzpositionen und der Herleitung des Kaufpreises aufzeigen.

Diese Verknüpfungen sind mannigfaltig. Der Kaufpreis ist das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Dahinter stehen aber immer die Bewertungsbandbreiten von Verkäufer und Käufer: Die des Verkäufers bestimmt, was dieser mindestens als Kaufpreis erzielen will, diejenige des Käufers, was dieser maximal zu zahlen bereit ist. Die jeweiligen Bewertungen fußen ihrerseits auf bestimmten Annahmen. Das vorliegende Werk will diese herausarbeiten und die Instrumentarien zu ihrer vertraglichen Absicherung veranschaulichen.

Kaufpreisregelungen werden überdies zunehmend komplexer, der Kaufpreis wird immer präziser aus den Wirtschaftsdaten des Zielunternehmens abgeleitet. Zumindest ein Grundverständnis der wirtschaftlichen Zusammenhänge ist erforderlich, um die Kaufpreisermittlungsmechanik im Unternehmenskaufvertrag abzubilden. Auch insoweit will das Werk Hilfestellung leisten. Die Zusammenhänge werden anschaulich dargestellt und anhand von Formulierungsbeispielen erläutert.

Für das Werk konnte ein Kreis erfahrener Praktiker gewonnen werden, die teilweise auf eine jahrzehntelange Tätigkeit im M&A-Geschehen zurückblicken können. Das Augenmerk lag dabei auf der praxisgerechten und verständlichen Aufbereitung der Materie. Lehrbuchhafte Abhandlungen ohne Praxisbezug haben in dem Werk keinen Platz.

Nicht nur das Autorenteam ist interdisziplinär zusammengesetzt. Auch das Werk wendet sich ganz ausdrücklich nicht nur an die mit Unternehmenskäufen befassten Juristen aus Rechtsanwaltschaft und Unternehmen, sondern an alle, die sich mit M&A-Sachverhalten beschäftigen: Also namentlich M&A-Berater (Investmentbanken, M&A-Abteilungen von Unternehmen, Transaktionsberater

## *Vorwort*

in Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, sonstige Finanzberater), Wirtschaftsprüfer, (Schieds-)Gutachter, Sachverständige und die Richterschaft.

Selbstredend wird das Werk nicht allen Fragestellungen nachgehen können. Es ist auch nicht ausgeschlossen, sondern sogar eher wahrscheinlich, dass der einzelne Leser nicht das ihn brennend interessierende Sonderproblem angesprochen finden wird. Aber das Werk verfolgt den Anspruch, die in der M&A-Praxis über den Einzelfall hinaus relevanten Sachfragen aufzuzeigen und darstellend zu erläutern. Dafür stehen bereits der Kreis der Autoren und ihr Erfahrungshintergrund.

Frankfurt am Main, im Herbst 2014

*Roger Kiem*



## **Bearbeiterverzeichnis**

Caumanns	§ 1
Prof. Dr. Kiem	§§ 3 I, II, IV, 4 I, II, 6, 7 IV, 9, 10
Dr. König	§§ 13–15
Koesling	§§ 2, 7 I–III, 8 I–III, 11, 12
Dr. Neuhaus	§§ 3 III, 4 III, IV, 5, 7 V, 8 IV



# Inhaltsübersicht

Vorwort zur 3. Auflage .....	V
Aus dem Vorwort zur 1. Auflage .....	VI
Bearbeiterverzeichnis .....	IX
Inhaltsverzeichnis .....	XIII
Abkürzungsverzeichnis .....	XXV
Allgemeines Literaturverzeichnis .....	XXIX

## **Erster Abschnitt: Unternehmensbewertung, Kaufpreisermittlung und kaufvertragliche Umsetzung**

§ 1. Methoden der Unternehmensbewertung ( <i>Caumanns</i> ) .....	1
§ 2. Unternehmensbewertung und Ableitung des Kaufpreises ( <i>Koesling</i> ) .....	47
§ 3. Instrumente der kaufvertraglichen Absicherung der Bewertungsannahmen ( <i>Kiem/Neuhaus</i> ) .....	120
§ 4. Grundelemente einer Kaufpreisregelung ( <i>Kiem/Neuhaus</i> ) .....	157

## **Zweiter Abschnitt: Kaufpreisklauseln und Kaufpreisanpassungsmechanismen**

§ 5. Die Kaufpreisregelungskonzepte im Überblick ( <i>Neuhaus</i> ) .....	183
§ 6. Fester Kaufpreis (Locked Box) ( <i>Kiem</i> ) .....	192
§ 7. Net Debt/Net Cash-Anpassung ( <i>Koesling/Kiem/Neuhaus</i> ) .....	202
§ 8. Working Capital-Anpassung ( <i>Koesling/Neuhaus</i> ) .....	275
§ 9. Eigenkapitalgarantie ( <i>Kiem</i> ) .....	300
§ 10. Alternative Kaufpreisermittlungs- und -anpassungsmechanismen ( <i>Kiem</i> ) .....	306
§ 11. Bilanzielle Grundlagen ( <i>Koesling</i> ) .....	314
§ 12. Abgrenzungsbilanz ( <i>Koesling</i> ) .....	333
§ 13. Streitschlichtung ( <i>König</i> ) .....	358
§ 14. Earn Out und Besserungsschein (Mehrerlösklausel) ( <i>König</i> ) .....	382
§ 15. Vendor Note ( <i>König</i> ) .....	400

Anhang: Vertragsklauseln .....	413
--------------------------------	-----

Glossar der wichtigsten (englischen) Fachbegriffe .....	449
---	-----

Sachverzeichnis .....	453
-----------------------	-----



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 3. Auflage .....	V
Aus dem Vorwort zur 1. Auflage .....	VI
Bearbeiterverzeichnis .....	IX
Inhaltsübersicht .....	XI
Abkürzungsverzeichnis .....	XXV
Allgemeines Literaturverzeichnis .....	XXIX

## Erster Abschnitt: Unternehmensbewertung, Kaufpreisermittlung und kaufvertragliche Umsetzung

<b>§ 1. Methoden der Unternehmensbewertung (Caumanns) .....</b>	<b>1</b>
<b>I. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>II. Bewertungsmethoden .....</b>	<b>3</b>
1. Einführung .....	3
2. Die gängigen Methoden .....	5
3. Überblick und Begrifflichkeiten .....	5
4. Discounted Cash Flow-Methoden .....	8
a) Einführung .....	8
b) Berechnung von Zahlungsströmen .....	10
c) Prognose von zukünftigen Zahlungsströmen .....	11
d) Terminal Value .....	14
5. WACC/Entity-Ansatz .....	16
a) Berechnung der Eigenkapitalkosten .....	17
b) Berechnung der Fremdkapitalkosten .....	19
c) Berechnung der gewichteten Kapitalkosten .....	19
d) Beispielrechnung .....	20
e) Beispielunternehmen 1 .....	23
f) Beispielunternehmen 2 .....	26
6. Ertragswertmethode .....	27
7. Multiplikatorenmethoden .....	28
a) Einführung .....	28
b) Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen .....	32
aa) Beispielunternehmen 1 .....	32
bb) Beispielunternehmen 2 .....	34
cc) Weitere Hinweise zur Vorgehensweise .....	35
c) Multiplikatoren vergleichbarer M&A-Transaktionen .....	36
aa) Beispielunternehmen 1 .....	36
bb) Beispielunternehmen 2 .....	37
cc) Sonstige Anmerkungen .....	37
d) Branchenmultiplikatoren .....	38

## Inhaltsverzeichnis

8. LBO-Bewertung	39
a) Grundsätzliches	39
b) Beispielunternehmen 1	41
c) Beispielunternehmen 2	43
9. Sum of the Parts-Bewertung	43
10. Zusammenführung verschiedener Bewertungsansätze	44
11. Praktische Relevanz	46
<b>§ 2. Unternehmensbewertung und Ableitung des Kaufpreises (Koesling)</b>	47
I. Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung im Rahmen einer Transaktion	47
II. Nachhaltige Ertragskraft und Financial Due Diligence	48
1. Ausgangspunkt	48
2. Begriffsbestimmung	50
a) Deutsches Handelsrecht	51
b) IFRS	52
c) Kategorien von EBITDA-Anpassungen	54
3. Historischer Beurteilungszeitraum	55
4. Abgrenzung zu Net Debt	56
5. Berichterstattung	57
III. EBITDA-Anpassungen	58
1. Außerordentliche, nicht nachhaltige oder nicht periodengerecht ausgewiesene Umsatzerlöse, Erträge und Aufwendungen	58
a) Umsatzerlöse bzw. Erträge aus dem Verkauf „sonstiger“ Güter oder der Erbringung von „sonstigen“ Leistungen	60
b) Erträge und Aufwendungen aus dem Verkauf von Gegenständen des Anlagevermögens	61
c) Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	61
d) Erträge und Aufwendungen aus der Wertberichtigung von Forderungen	64
e) Erträge aus Versicherungsschädigungen	65
f) Erträge aus der Vereinnahmung von Zuschüssen und Subventionen	65
g) Aufwendungen für Strafzahlungen und Ersatzleistungen	67
h) Aufwendungen für Sonderprojekte	68
i) Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen	68
j) Effekte aus Währungskursschwankungen	70
k) Vergütung für Geschäftsführung, leitende Angestellte und sonstige Mitarbeiter	72
l) Pensionsrückstellungen und ähnliche Leistungen	74
m) Steuern	77
2. Rechnungslegungsbezogene EBITDA-Anpassungen	77
a) Ertragsrealisation	78
b) Aktivierte Eigenleistungen	80
c) Aktivierung von Entwicklungskosten	81
d) Kundengewinnungskosten (Subscriber Acquisition Cost)	82
e) Aktivierung von Endkundengeräten bei Vermietung (Rückwärtslogistik)	83
f) Sonstige kritische rechnungslegungsrelevante Sachverhalte	84
3. Rechnungslegungsmethoden, Änderungen von rechnungslegungsbezogenen Schätzungen und Fehler	84
a) Änderung der Bilanzierungsvorschriften durch Gesetzgeber oder Standardsetter	84
b) Änderung angewandter Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze (accounting policies)	86

## Inhaltsverzeichnis

c) Änderungen von bilanziellen Schätzungen und Annahmen (judgements and estimates) .....	86
d) Fehler .....	87
4. Prozess der Abschlusserstellung .....	88
5. Berücksichtigung anderer Gesellschafter .....	90
a) Gesellschafter ohne „beherrschenden Einfluss“ .....	90
b) Gesellschafter mit „beherrschendem Einfluss“ auf eine Gruppengesellschaft sowie Joint Venture .....	90
6. Zusammenfassende Kaufvertragsformulierung Adjusted EBITDA .....	91
7. Cash EBITDA .....	93
a) Deferred revenue .....	93
b) Lease payments .....	94
c) Capitalized Cost .....	95
d) Beteiligungsprogramme .....	95
e) CAPEX .....	95
IV. „Pro Forma“-Anpassungen .....	95
1. Anpassung an die Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze des Erwerbers ..	95
2. Run Rate-Anpassungen .....	96
a) Erwerb von Unternehmen, Betriebsgründungen sowie Verkauf oder Stilllegung von Betriebsteilen .....	96
b) Neue gewonnene oder verlorene Kundenverträge .....	97
c) Run Rate-Anpassungen für die Preis- und Kostenbasis .....	97
3. Stand alone-Betrachtung des Zielunternehmens sowie Umsatz- und Kostensynergien mit dem Erwerber .....	97
4. Financing EBITDA .....	98
V. Carve Out .....	99
1. Ausgangspunkt .....	99
2. Die Erstellung der Finanzinformationen .....	100
a) Historische und hypothetische Finanzinformationen .....	101
b) Carve Out Adjustments .....	102
c) Pro Forma-Anpassungen und EBITDA-Anpassungen .....	103
d) Einmalkosten .....	104
e) Auswirkung auf Bilanz und GuV .....	104
3. Berichterstattung .....	104
a) Kombinierte oder Carve Out-Abschlüsse .....	104
b) Pro Forma-Finanzinformationen .....	106
c) Financial Due Diligence Report .....	108
4. Typische Carve Out-Fragestellungen und ihre Auswirkungen auf Bilanz und GuV .....	108
VI. Outsourcing .....	110
1. Ausgangspunkt .....	110
2. Transaktionsstruktur .....	113
3. Ziel der Financial Due Diligence .....	113
4. Anpassungen der RfP baseline .....	114
a) Personalkosten .....	115
b) Kosten für Dritteleistungen .....	116
c) Overhead .....	117
5. Anpassungen des Bilanzansatzes und des CAPEX .....	117
a) Vermögenswerte und Verbindlichkeiten .....	117
b) CAPEX .....	118

c) Other risks .....	118
6. Berichterstattung .....	119
<b>§ 3. Instrumente der kaufvertraglichen Absicherung der Bewertungsannahmen</b>	
<i>(Kiem/Neuhaus)</i> .....	120
I. Überblick über die typischen Risiken .....	120
II. Überblick über die vertraglichen Absicherungsinstrumentarien .....	121
1. Vollzugsbedingungen (Conditions Precedent) .....	121
a) MAC-Klauseln .....	122
aa) Marktbezogener MAC .....	123
bb) Unternehmensbezogener MAC .....	123
cc) Kundenschwund .....	124
dd) MAC-Klauseln als Spiegelbild der Verhandlungssituation .....	126
ee) Den Verkäufer berechtigende MAC-Klauseln .....	126
b) Zustandsbezogene Vollzugsbedingungen .....	127
aa) Typische Anwendungsfälle .....	127
bb) Insbesondere: Durchführung einer vorherigen Restrukturierung der Zielgesellschaft .....	128
c) Feststellung des Bedingungeintritts .....	130
2. Verhaltenspflichten (Covenants) .....	130
3. Kaufpreisanpassungsmechanismen .....	132
4. Gewährleistungen/Garantieversprechen .....	133
5. Freistellungen .....	136
6. Wertsicherungsklauseln .....	137
7. Rücktrittsrechte .....	138
8. Sonstige Vertragsbestimmungen .....	139
a) Nachvertragliche Verhaltenspflichten des Verkäufers .....	139
b) Absicherung der Leistungsbeziehung mit dem Verkäufer .....	139
c) Umstrukturierung des Zielunternehmens vor Vertragsvollzug .....	141
III. Sonderkonstellationen .....	141
1. Besonderheiten bei Bestehen eines Unternehmensvertrags .....	141
a) Ausgangslage .....	141
b) Beendigung von Unternehmensverträgen .....	142
2. Beendigung eines Cash Pool .....	149
3. Verkauf von weniger als hundert Prozent der Anteile .....	151
IV. Interdependenzen zwischen den verschiedenen vertraglichen Absicherungsinstrumenten .....	152
1. Vermeidung der Mehrfachberücksichtigung desselben Sachverhalts .....	152
2. Die Abstimmung verschiedener Rechtsbehelfe aufeinander .....	154
3. Sonstiges Zusammenspiel der vertraglichen Absicherungsinstrumente .....	155
<b>§ 4. Grundelemente einer Kaufpreisregelung</b> <i>(Kiem/Neuhaus)</i> .....	157
I. Überblick .....	157
II. Kaufabrede .....	157
1. Bezeichnung des Kaufgegenstandes .....	157
2. Bestimmung des Kaufpreises .....	158
3. Verknüpfung mit der Gegenleistung .....	160
III. Zahlungsmodalitäten .....	162
1. Fälligkeit .....	162
a) Gesetzliche Regelung .....	162
b) Vertragliche Fälligkeitsregelungen .....	162

## Inhaltsverzeichnis

2. Zahlungsweise	163
a) Erfüllungsort	163
b) Internationale Transaktionen	163
c) Zahlungsabwicklung	164
d) Ratenzahlung	165
3. Verzinsung	166
a) Gesetzliche Regelung	166
b) Vertragliche Zinsregelungen	166
4. Verzug	169
a) Gesetzliche Regelung	169
b) Vertragliche Verzugsregelungen	170
5. Aufrechnung/Zurückbehaltungsrecht	170
6. Verjährung	171
IV. Instrumente zur Sicherung von Zahlungs-, Rückzahlungs- und Anpassungsansprüchen	171
1. Sicherung des Verkäufers	171
a) Finanzierungszusage	172
b) Schuldrechtliche Sicherheiten	173
c) Dingliche Sicherheiten	176
d) Anzahlung	176
e) Rechtsvorbehalte	177
2. Sicherung des Käufers	177
a) Kaufpreiseinbehalt/Treuhandkonto	178
b) Aufrechnungs- und Zurückbehaltungsrecht	180
c) Schuldrechtliche Sicherheiten	181

## Zweiter Abschnitt: Kaufpreisklauseln und Kaufpreisanpassungsmechanismen

§ 5. Die Kaufpreisregelungskonzepte im Überblick ( <i>Neuhaus</i> )	183
I. Einführung	183
II. Fester Kaufpreis ( <i>Locked Box</i> )	184
III. Kaufpreisanpassung ( <i>Closing Date Financials</i> )	187
IV. Variabler Bestandteil der Kaufpreisregelung ( <i>Earn Out</i> )	188
V. Negativer Kaufpreis	191
§ 6. Fester Kaufpreis ( <i>Locked Box</i> ) ( <i>Kiem</i> )	192
I. Überblick	192
II. Zielsetzung und Einsatzmöglichkeiten	193
1. Motive und Interessenlage der Parteien	193
2. Komplexitätsreduktion und Kostenersparnis	194
III. Erforderliche Rahmenbedingungen und tatsächliche Voraussetzungen	194
IV. Zeitliche Anknüpfung	195
1. Historischer Abgrenzungstichtag	195
2. Spielarten	196
V. Vertragliche Umsetzung	196
1. Festkaufpreisklausel	196
2. Abgrenzungstichtag	197
3. No Leakage Regelung	197
4. Sonstige Covenants und Freistellungen	200
5. Ergänzende Regelungen	201

## Inhaltsverzeichnis

<b>§ 7. Net Debt/Net Cash-Anpassung (Koesling/Kiem/Neuhaus)</b> .....	202
<b>I. Überblick</b> .....	202
1. Ausgangspunkt .....	202
2. Begriffsbestimmung .....	203
3. Zeitpunkt der Net Debt-Berechnung .....	204
4. Bilanzielle Behandlung der Transaktion bei Verkäufer und Käufer .....	204
<b>II. Financial Debt</b> .....	205
1. Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten (Cash) .....	205
a) Liquide Mittel .....	206
b) Ohne Beschränkungen .....	207
c) Minimum Cash .....	207
d) Kaufvertragsformel .....	208
2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (Bank Debt) .....	208
3. Finanzderivate (Derivatives) .....	209
4. Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Anteilseignern (Receivables from and payables due to shareholders) .....	211
a) Finanzierung sowie Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung .....	212
b) Gewinnausschüttung sowie Auflösung von Rücklagen .....	213
c) Cash Pool .....	213
d) Ergebnisabführungsvertrag (Profit and Loss Transfer Agreement/PLTA) ..	215
aa) Wirtschaftlicher und rechtlicher Eigentumsübergang fallen zusammen .	215
bb) Wirtschaftlicher und rechtlicher Eigentumsübergang fallen innerhalb eines Geschäftsjahres auseinander .....	216
cc) Rechtlicher Eigentumsübergang zum Geschäftsjahresende .....	217
dd) Zwischen dem wirtschaftlichen und dem rechtlichen Eigentumsübergang liegt ein Geschäftsjahresende .....	218
5. Verbundene Unternehmen und Beteiligungen (Receivables from and payables due to associated and affiliated companies) .....	218
6. Finanzierungsleasing (Finance Lease) .....	219
a) Ausgangspunkt .....	219
b) Leasingverhältnisse nach IFRS 16 .....	219
c) Auswirkung unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften .....	220
d) Indefeasible right of use (IRU) .....	221
7. Factoring .....	222
a) Echtes Factoring .....	222
b) Unechtes Factoring .....	224
8. Anleihen und Hybridinstrumente .....	224
9. Berücksichtigung anderer Gesellschafter .....	225
a) Gesellschafter ohne „beherrschenden Einfluss“ .....	225
aa) DCF oder Ertragswertverfahren .....	227
bb) Multiple-Verfahren .....	227
cc) Buchwertabfindung .....	228
dd) Kein Abzug .....	228
b) Gesellschafter mit „beherrschendem Einfluss“ auf eine Gruppengesellschaft	228
c) Joint Venture .....	228
d) Ausstehende Kaufpreiszahlungen aus Unternehmenserwerben einschließlich Earn Outs .....	229
10. Pensionsrückstellungen und ähnliche Verpflichtungen .....	229
a) Pensionsrückstellungen nach deutschem Handelsrecht (§§ 249, 253 HGB) ..	231

## Inhaltsverzeichnis

b)	Pensionsrückstellungen nach IAS 19 .....	234
c)	Verpflichtungen aus sonstigen Pensionszusagen .....	235
d)	Altersteilzeit .....	236
e)	Jubiläumsrückstellung .....	236
f)	Kaufvertragsklausel .....	236
<b>III.</b>	<b>Other Debt and off-balance sheet items .....</b>	<b>237</b>
1.	Beteiligungsprogramme und Transaktionsprämien .....	237
a)	Beteiligungsprogramme mit Change of Control-Klausel .....	238
b)	Transaktionsprämien .....	239
c)	Beteiligungsprogramme ohne oder ohne in dieser Transaktion wirksam werdende Change of Control-Klausel .....	239
2.	Sonstige Verbindlichkeiten gegenüber Arbeitnehmern .....	240
3.	Vorauszahlungen von Kunden .....	242
4.	Sonstige geleistete oder erhaltene Vorauszahlungen .....	246
5.	CAPEX .....	247
a)	Unterlassene oder verschobene Instandhaltungsinvestitionen .....	247
b)	Erweiterungsinvestitionen .....	248
c)	Investitionsverpflichtungen unter Einbeziehung von Dritten .....	249
d)	Einbeziehung von aktivierten Kosten .....	250
e)	Related parties .....	250
f)	CAPEX-Verbindlichkeiten .....	250
g)	Rückbauverpflichtungen .....	251
6.	Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung .....	252
7.	Forderungen aus Lieferung und Leistung .....	252
8.	Zahlungen im Zusammenhang mit EBITDA-Anpassungen .....	253
9.	Sonstige Forderungen, sonstige Vermögensgegenstände, sonstige Verbind- lichkeiten und sonstige Rückstellungen .....	253
a)	Restrukturierungsrückstellungen .....	253
b)	Rückstellung für Prozessrisiken .....	254
c)	Mitarbeiterdarlehen .....	255
d)	Kreditorische Debitoren und debitorische Kreditoren .....	255
e)	Subventionen .....	256
f)	Kautionen .....	256
10.	Steuern .....	257
11.	Latente Steuern (deferred taxes) .....	258
a)	Ausgangspunkt .....	258
b)	Verlustvorträge .....	259
c)	Pensionsrückstellungen .....	259
d)	Teilgewinnrealisierung .....	260
12.	Ausstehende Einlagen und nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag ....	261
13.	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen .....	261
14.	Haftungsverhältnisse und sonstige finanzielle Verpflichtungen (Eventual- verbindlichkeiten oder contingent liabilities) .....	261
a)	Beurteilung von Haftungsverhältnissen .....	262
b)	Finanzierungserwägungen .....	263
c)	Langfristige Zahlungsverpflichtungen .....	263
15.	One-off separation cost sowie weitere Kosten des Verkaufs .....	264
<b>IV.</b>	<b>Vertragliche Umsetzung Net Debt/Net Cash .....</b>	<b>264</b>
1.	Standard .....	264
2.	Spielarten .....	268

a) Anlehnung an bilanzielle Behandlung .....	268
b) Sonstige Gestaltungsüberlegungen .....	271
V. Vertragliche Umsetzung Capex-Anpassung .....	272
1. Standard .....	272
2. Spielarten .....	273
a) CAPEX-Korridor .....	273
b) CAPEX-Minimum .....	273
c) Exkurs: CAPEX als Verhaltenspflicht (sog. Covenant) .....	273
<b>§ 8. Working Capital-Anpassung (Koesling/Neuhaus) .....</b>	<b>275</b>
I. Überblick .....	275
1. Ausgangspunkt .....	275
2. Begriffsbestimmung .....	276
3. Bedeutung des Economic Effective Date .....	276
4. Bedeutung der Unterscheidung von Net Debt und Working Capital .....	277
a) Keine Berücksichtigung von Working Capital .....	278
b) Working Capital-Korridor .....	279
c) Working Capital-Zielwert .....	280
d) Working Capital-Minimum .....	280
e) Beurteilung .....	281
5. Ermittlung des Referenzwertes .....	281
6. Vertragliche Umsetzung .....	282
II. Relevante Bilanzposten .....	283
1. Zuordnung der individuellen Bilanzposten nach HGB und IFRS .....	283
2. Trade Working Capital .....	283
3. Net Working Capital .....	284
III. Ermittlung des Working Capital-Referenzwertes .....	284
1. Ausgangsfall .....	284
2. Saisonale Schwankungen .....	286
3. Working Capital-Anpassungen .....	288
4. Start-ups .....	289
5. Carve Out-Situationen .....	291
6. Liquiditäts-Forecast/Cash Ticker .....	292
IV. Vertragliche Umsetzung Net Working Capital .....	297
1. Standard .....	297
2. Spielarten .....	298
a) Net Working Capital-Korridor .....	298
b) Net Working Capital-Minimum .....	299
<b>§ 9. Eigenkapitalgarantie (Kiem) .....</b>	<b>300</b>
I. Überblick/Einsatzfelder .....	300
II. Relevante Bilanzpositionen .....	300
III. Rechtsfolgen .....	301
IV. Abgrenzung zu anderen Absicherungsinstrumenten .....	302
V. Vertragliche Umsetzung .....	302
<b>§ 10. Alternative Kaufpreisermittlungs- und -anpassungsmechanismen (Kiem) .....</b>	<b>306</b>
I. Kaufpreisermittlung anhand von Multiplikatoren (Multiples) .....	306
II. Kundenbezogene Kaufpreisanpassung .....	307
1. Überblick .....	307
2. Regelungskonzept .....	307
3. Die Regelung im Einzelnen .....	308

## Inhaltsverzeichnis

III.	Situationsbezogene Kaufpreisanpassung .....	310
IV.	Vertragliche Umsetzung .....	311
<b>§ 11. Bilanzielle Grundlagen (Koesling)</b> .....		<b>314</b>
I.	Handelsrechtliche Rechnungslegungsvorschriften .....	314
1.	Vorschriften für alle Kaufleute .....	314
2.	Ergänzende Vorschriften für Kapitalgesellschaften und haftungsbeschränkte Personenhandelsgesellschaften (§§ 264 bis 289a HGB) .....	315
3.	Konzernabschluss und Konzernlagebericht (§§ 290 bis 315 HGB) .....	317
4.	Prüfung (§§ 316 bis 324a HGB) .....	318
5.	Feststellung des Jahresabschlusses und Billigung des Konzernabschlusses .....	318
6.	Offenlegung (§§ 325 bis 329 HGB) .....	319
7.	Sanktionen (§§ 331 bis 335b HGB) .....	320
II.	Rechnungslegung nach IFRS .....	320
1.	Das Regelungskonzept der IFRS .....	320
a)	Die Rechnungslegungsnormen .....	321
b)	Normsetzungsverfahren .....	322
c)	Bestandteile der Rechnungslegung .....	322
2.	Rechtliche Grundlagen der IFRS-Anwendung in Deutschland .....	322
3.	Endorsement mechanism (Anerkennungsverfahren) .....	323
4.	Anwendung einzelner Vorschriften des HGB .....	323
III.	Prüfungsvorgehen und Prüfungsergebnis .....	324
1.	Gesetzliche Jahresabschlussprüfung von Kapitalgesellschaften und Konzern- abschlussprüfungen .....	324
2.	Freiwillige Abschlussprüfungen .....	326
3.	Besonderheiten bei anderen gesetzlich vorgeschriebenen oder berufsüblichen Prüfungen .....	327
4.	Erteilung von Bescheinigungen und Prüfungsvermerken .....	327
a)	Prüferische Durchsicht von Abschlüssen (IDW PS 900) .....	328
b)	Prüfung von Abschlüssen, die nach Rechnungslegungsgrundsätzen für einen speziellen Zweck aufgestellt wurden (IDW PS 480) sowie von Finanzaufstellungen und deren Bestandteilen (IDW PS 490) .....	328
c)	Erstellung von Jahresabschlüssen durch Wirtschaftsprüfer (IDW S 7) .....	329
5.	Gutachterliche Tätigkeit .....	330
6.	Vereinbarte Untersuchungshandlungen („Agreed upon Procedures“) .....	330
7.	Betriebswirtschaftliche Prüfung .....	331
8.	Financial Due Diligence-Bericht .....	332
<b>§ 12. Abgrenzungsbilanz (Koesling)</b> .....		<b>333</b>
I.	Funktion .....	333
II.	Aufstellungsgrundsätze .....	333
1.	Relevanter Bezugsrahmen .....	333
a)	Bilanzgarantie .....	334
b)	Stetigkeit der angewandten Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze (accounting policies) .....	336
c)	Bilanzielle Schätzungen und Annahmen (judgments and estimates) .....	338
d)	Formulierungsbeispiele zu den Aufstellungsgrundsätzen der Abgrenzungsbilanz .....	339
2.	Locked Box-Mechanismus .....	341
3.	Aufstellungsverantwortlichkeit .....	341
a)	Vorläufige Kaufpreisabrechnung vor Closing .....	341
b)	Kaufpreisabrechnung nach Closing .....	342

## Inhaltsverzeichnis

4.	Zusammenspiel mit Jahres- und Zwischenabschlüssen .....	343
a)	Abschlussprüfung .....	344
b)	Prüferische Durchsicht .....	345
c)	Sonstige Prüfungen .....	346
d)	Vereinbarte Untersuchungshandlungen („Agreed upon Procedures“)	346
e)	Einsichtnahme in Arbeitspapiere des Abschlussprüfers bzw. Wirtschaftsprüfers .....	347
III.	Überprüfung der Kaufpreisabrechnung und ggf. der Abgrenzungsbilanz .....	347
IV.	Streitschlichtung .....	349
1.	Die Rolle des Wirtschaftsprüfers in streitigen Auseinandersetzungen .....	349
a)	Abgrenzung zu Schiedsvereinbarungen .....	349
b)	Der Wirtschaftsprüfer als Schiedsgutachter .....	349
c)	Auswahl und Benennung eines Schiedsgutachters durch Dritte .....	350
d)	Benennung eines Schiedsgutachters durch das IDW .....	351
2.	Verfahren und Entscheidungsfindung .....	352
3.	Zusammenfassende Kaufvertragsklausel zum Schiedsgutachterverfahren .....	353
V.	Kaufvertragsbestimmung zur Abgrenzungsbilanz .....	354
§ 13.	<b>Streitschlichtung (König)</b> .....	358
I.	Entscheidung durch ordentliche Gerichte oder Schiedsgerichte .....	358
1.	Einführung .....	358
2.	Konfliktlösung beim Unternehmenskauf durch ordentliche Gerichte oder Schiedsgerichte .....	359
a)	Ordentliche Gerichtsbarkeit .....	359
b)	Schiedsgerichtsbarkeit .....	359
3.	Auseinandersetzung über den Kaufpreis vor einem ordentlichen oder Schiedsgericht .....	362
II.	Streitschlichtung durch Schiedsgutachter .....	362
1.	Überblick und Abgrenzung .....	363
a)	Grundlagen des Schiedsgutachtervertrags .....	363
b)	Abgrenzung: Schiedsgutachten im engen und weiten Sinne .....	363
c)	Unterschiede zwischen Schiedsgutachten und Entscheidung durch Schiedsgericht .....	364
d)	Vertraglich geregelter Streitschlichtungsmechanismus .....	366
2.	Bestellung des Schiedsgutachters .....	369
a)	Person des Gutachters .....	369
b)	Schiedsgutachtervertrag .....	370
3.	Verfahrensgrundsätze .....	372
a)	Anwendbarkeit schiedsverfahrensrechtlicher Grundregeln .....	372
aa)	Verfahrensregeln bei Schiedsgutachten im engen Sinne .....	372
bb)	Privatrechtlicher Vertrag .....	373
b)	Übertragbarkeit essentieller Verfahrensgrundsätze .....	373
c)	Standpunkt der Rechtsprechung .....	374
4.	Umschreibung und Abgrenzung der zu entscheidenden Streitgegenstände .....	374
5.	Verbindliche Entscheidung .....	375
a)	Grundsatz .....	375
b)	Ausnahme: Unverbindlichkeit des Schiedsgutachtens .....	377
6.	Mögliche Fallstricke in der Praxis .....	378
a)	Einleitung des Verfahrens .....	378
b)	Benennung des Schiedsgutachters .....	379
c)	Abschluss des Schiedsgutachtervertrags .....	380

## Inhaltsverzeichnis

d) Akteneinsicht .....	380
III. Exkurs: Das Locked Box-Prinzip .....	380
<b>§ 14. Earn Out und Besserungsschein (Mehrerlösklausel) (König) .....</b>	<b>382</b>
I. Funktion und Eintrittsmöglichkeiten .....	382
II. Kenngrößen und Berechnungsparameter beim Earn Out .....	384
1. Earn Out-Periode .....	384
2. Kenngrößen .....	385
3. Berechnungsparameter .....	388
III. Sicherungsmechanismen zu Gunsten des Verkäufers .....	390
1. Unternehmensführung .....	390
2. Zahlungsfähigkeit des Käufers .....	394
3. Gegenansprüche des Käufers .....	394
IV. Überprüfung der Zielerreichung .....	395
1. Festlegung von Kenngrößen und Transparenz .....	395
2. Einsichts- und Prüfrechte .....	396
V. Besserungsschein (Mehrerlösklausel) .....	397
<b>§ 15. Vendor Note (König) .....</b>	<b>400</b>
I. Formen der Kaufpreisfinanzierung .....	400
II. Vendor Note auf Käuferebene .....	403
1. Vendor Note als gestundete Kaufpreiszahlung .....	403
2. Finanzierung des Kaufpreises aus dem Zielunternehmen .....	403
a) Ergebnisse des Zielunternehmens als Finanzierungsquelle .....	403
b) Mögliche Haftung der Geschäftsleitung des Käufers .....	405
c) Haftungsrisiken für die Gesellschafter des Käufers .....	407
3. Sicherungsmechanismen .....	408
III. Vendor Note auf Ebene der Zielgesellschaft .....	409
<b>Anhang: Vertragsklauseln .....</b>	<b>413</b>
I. Grundelemente einer Kaufpreisregelung .....	413
1. Kaufpreisregelung mit späterer Anpassung .....	413
2. Verknüpfung von Eigentumsübertragung und Kaufpreiserhalt .....	413
II. Umsetzung Net Debt/Net Cash .....	414
1. Standardformulierung .....	414
2. Definitionen .....	415
3. Formulierung bei bilanzieller Betrachtungsweise .....	416
4. Spezielle Cash-Definitionen .....	418
5. Berücksichtigung besonderer Sachverhalte im Rahmen der Debt-Ermittlung ..	419
a) Bank Debt .....	419
b) Shareholder loans .....	419
c) Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung .....	419
d) Capital repayments .....	420
e) Cash Pool/PLTA .....	420
f) Finance Lease .....	421
g) Factoring .....	421
h) Anleihen .....	421
i) Minderheitsgesellschafter .....	422
j) Mitarbeiterverbindlichkeiten .....	422
k) Capex-Sachverhalte .....	423
l) Zahlungsrückstände .....	423

## *Inhaltsverzeichnis*

<b>m)</b> Kundenvorauszahlungen .....	423
<b>n)</b> EBITDA-Anpassungen .....	424
<b>o)</b> Steuern .....	424
<b>p)</b> Haftungsverbindlichkeiten .....	424
<b>q)</b> Ausstehende Kaufpreiszahlungen .....	424
<b>III.</b> Working Capital-Anpassungen .....	425
<b>IV.</b> Adjusted EBITDA .....	425
<b>V.</b> Locked Box-Regelungen .....	426
<b>1.</b> Festkaufpreisklausel .....	426
<b>2.</b> Bestimmung des Abgrenzungstichtags .....	427
<b>3.</b> No Leakage-Regelung .....	427
<b>4.</b> Übliche Covenant-Regelungen für No Leakage .....	430
<b>VI.</b> Instrumente zur Absicherung der Bewertungsannahmen .....	430
<b>1.</b> Erhalt des Kundenstamms .....	430
<b>2.</b> Durchführung einer vereinbarten Restrukturierung .....	431
<b>3.</b> Vermeidung der Mehrfachberücksichtigung desselben Sachverhalts .....	432
<b>VII.</b> Eigenkapitalgarantie .....	433
<b>VIII.</b> Kundenbezogene Kaufpreisanpassung .....	435
<b>IX.</b> Bilanzgarantie .....	436
<b>X.</b> Streitschlichtung .....	441
<b>XI.</b> Earn Out .....	443
<b>Glossar der wichtigsten (englischen) Fachbegriffe</b> .....	449
<b>Sachverzeichnis</b> .....	453