

Sonderdruck aus:

EUROPA INSTITUT ZÜRICH Band 48

Mergers & Acquisitions VI

Herausgeber: Rudolf Tschäni

ROLF WATTER / MATTHIAS GSTOEHL

Preisanpassungsklauseln

Schulthess § 2004

Preis Anpassungsklauseln

von
Rolf Watter/Mathias Gstoehl

Inhalt

- I. Einführung
 - 1. Übersicht
 - 2. Arten von Preis Anpassungsklauseln
- II. Kaufpreissetimmung
 - 1. Grundlagen
 - 2. Behandlung von Schulden
 - 3. Umgang mit Schulden gegenüber dem Verkäufer
- III. Nettoschuldenausgleich am Closing
 - 1. Grundidee
 - 2. Vor- und Nachteile
 - 3. Einfluss des Nettoumlaufvermögens
 - 4. Zusammenfassung
 - 5. Verhältnis zu Zusicherungen und Garantien
- IV. Closing Balance Sheet
 - 1. Grundidee
 - 2. Vor- und Nachteile
 - 3. Verhältnis zu Zusicherungen und Garantien
- V. Earn out
 - 1. Grundidee
 - 2. Problem Punkte und Absicherung
- VI. Fazit

I. Einführung

1. Übersicht

Jüngere Erfahrungen im Bereich des Unternehmenskaufes¹ zeigen, dass immer häufiger Kaufpreisanpassungsmechanismen unterschiedlicher Art zur Anwendung gelangen:

Schon lange bekannt, wenn auch bei Verkäuferparteien wenig beliebt,² sind Anpassungsmechanismen, bei denen sich die Parteien vorbehalten, Korrekturen aufgrund einer noch zu erstellenden und zu revidierenden Übernahmebilanz und/oder Erfolgsrechnung vorzunehmen.³ Abweichungen von einer Zielgrösse im Eigenkapital führen hier zu einer Ausgleichspflicht in der Höhe des entsprechenden Mehr- oder Fehlbetrages, Abweichungen von einem Zielertrag zu einer (mit einem Faktor unterlegten) Senkung oder Erhöhung des Kaufpreises. Häufiger (da verkäuferfreundlicher und einfacher berechenbar) sind Preisanzpassungsformeln, mittels welcher per Vollzug des Unternehmenskaufvertrages (*Closing*) nicht das Eigenkapital neu berechnet, sondern nur die Nettoschulden bestimmt werden, welche vom vertraglich fixierten Unternehmenswert abgezogen werden und so den Kaufpreis für das Unternehmen (bzw. dessen Aktien) ergeben.⁴ Diese Klauseln sind in der Schweiz häufiger als die Übernahmebilanz, unter anderem wohl deshalb, weil in den letzten Jahren der M&A Markt ein Verkäufermarkt war, auf der bei sehr vielen Verkäufen nicht nur industrielle, sondern vor allem auch finanziell orientierte Käufer um das Kaufobjekt geworben haben, was verkäuferfreundliche Klauseln in Verträgen begünstigte.

Wirtschaftlich gesehen bewirken Preisanzpassungsklauseln, wenn im Detail auch in unterschiedlichem Masse, zunächst eine Zuweisung des Unternehmensgewinnes oder -verlustes bis zum *Closing* an den Verkäufer. Da Gewinn oder Verlust (beim Nettoschuldenausgleich nur soweit cashwirksam) käufpreiserhöhend bzw.

-senkend wirken, ist eine solche Lösung sicher dort adäquat, wo der Verkäufer Weisungsgewalt über das Management der Zielgesellschaft bis zum *Closing* behält, wie dies namentlich beim Verkauf einer Konzerntochter der Fall ist. Aus rechtlicher Sicht bedeutet dies, dass der Übergang des Nutzens an der Kaufsache, der nach dispositivem Recht (Art. 185 Abs. 1 OR) bei Vertragsabschluss (*Signing*) erfolgt, auf das *Closing* verlegt wird.

Mit anderen Anpassungsmechanismen wie etwa dem sogenannten *Earn out* wird bezweckt, künftige Entwicklungen in der endgültigen Kaufpreisberechnung zu berücksichtigen oder einem spezifischen Umstand (etwa der Zuspreehung eines Patentes) Rechnung zu tragen. Hier soll der Verkäufer zusätzlich zu einem Basiskaufpreis dafür entschädigt werden, dass er einen künftigen Nutzen geschaffen hat, der zu einer Kaufpreiserhöhung führen soll, sofern sich dieser verwirklicht.

In der Folge sollen diese drei Arten von Kaufpreismechanismen genauer erläutert werden. Nicht Gegenstand der vorliegenden Ausführungen sind mechanische Preisanzpassungen, wie etwa die Verzinsung des Kaufpreises ab einem gewissen Zeitpunkt oder die Preiserminderung aufgrund der Verletzung einer Gewährleistung.

2. Arten von Preisanzpassungsklauseln

Grundsätzlich können beim Unternehmenskauf je nach Unterscheidungskriterium folgende Kaufpreisanpassungsklauseln ausgemacht werden:

(i) Auf der zeitlichen Ebene kann zwischen Anpassungsklauseln unterschieden werden, die auf eine Preiskorrektur am *Closing* abzielen (z.B. ein Schuldenausgleich oder eine Übergabebilanz) und solchen, die erst nach Ablauf einer gewissen Zeit und abhängig von einer künftigen Entwicklung greifen (*Earn out* oder das Abstellen auf ein zukünftiges Ereignis, wie die Zuspreehung eines Patentes oder ein Prozessgewinn);

(ii) Nach ihrer Natur kann man eine erste Kategorie von Preisanzpassungsklauseln ausscheiden, welche Mechanismen umfasst, die als Folge von Verle-

1 Womni gleichermassen der Kauf eines kontrollierenden Aktienpakets (*Share Purchase*) als auch der eigentliche Unternehmenskauf (*Asset Purchase*) bezeichnet wird.

2 Der Grund liegt darin, dass der Käufer die Erstellung der Übernahmebilanz beeinflussen kann und namentlich den Bewertungsspielraum zu seinen Gunsten nutzen wird, vgl. unten, IV.1.

3 RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 4. Kap., Rz 8, vgl. ferner unten, III und IV.

4 Zum Teil auch in Kombination mit einer Anpassung basierend auf das durchschnittliche Nettoumlaufvermögen, dazu unten, III.3.

5 Zum Begriff TSCHÄNI, 4. Kap., Rz 10; MARKUS VISCHER, *Earn out*-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, StZ 98 (2002) Nr. 21, 509; ROLF WATTER, Unternehmensübernahmen, Zürich 1990, Rz 490; vgl. unten, V.

zungen des Kaufvertrages eine Kaufpreisminderung darstellen (z.B. Preismin-
derung wegen Verletzung einer Gewährleistungsklausel; Vertragsstrafe oder
Kaufpreiszinsung wegen verzögertem oder verspätetem *Closing*). Daneben
existieren Kaufpreisanpassungsklauseln, die sich aufgrund von Veränderungen
in der Werthaltigkeit des Unternehmens ergeben (z.B. in der Zeit bis zum *Clo-*
sing, oder, beim *Earn out*, durch spätere Leistungen), ohne dabei im Normalfall
einen Verstoß gegen vertragliche Bestimmungen vorauszusetzen;

(iii) Nach der wirtschaftlichen Bezugsgrösse kann zwischen ertragsorientierten
und bilanzorientierten Preis Anpassungsklauseln⁶ unterschieden werden. Zur
ersten Gattung gehören Minimum-*EBIT/EBITDA*, Mindestgewinn- und *Earn*
out-Klauseln, in die zweite Kategorie fallen Klauseln wie ein Nettoschuldenaus-
gleich per *Closing*, verbunden allenfalls mit einer Berücksichtigung von
Schwankungen im Nettoumlaufvermögen oder Eigenkapitalanpassungen ge-
stützt auf eine Übergabebilanz (*Closing Balance Sheet*).

Für die Vertragsgestaltung bedeutet die Verwendung solcher Klauseln (und das
Verhandeln des entsprechenden Vertragswortlautes, der im Einzelfall immer
wieder anders aussehen wird, als dies die folgenden Beispiele suggerieren mö-
gen) ein erhöhtes Erfordernis an Verständnis für betriebswirtschaftliche Vorgän-
ge und deren buchhalterischen Behandlung. Um die diversen Anpassungsmecha-
nismen leichter zu veranschaulichen, seien deshalb in einem ersten Schritt das
Zusammenspiel der einzelnen bewertungsrelevanten Faktoren, welche auf den
Kaufpreis erhöhend oder vermindernnd wirken können, kurz erläutert.

II. Kaufpreisbestimmung

1. Grundlagen

In aller Regel basiert ein Kaufpreisangebot auf einer (meist zukunftsgerichteten)
Unternehmensbewertung⁷ durch den Käufer. Handelt es sich bei diesem um
einen Investor, der den käuflichen Erwerb des Zielunternehmens nicht als reine
finanzielle Beteiligung betrachtet, sondern diesen primär aus Wachstumsüberle-

gungen tätig⁸, wird er zusätzlich das Synergiepotential abzuschätzen versuchen,
welches die Kombination der Aktivitäten der beiden Unternehmen beinhaltet
und dieses Potential (teilweise) in sein Angebot einfließen lassen. Eine Rolle
spielen für das konkrete Angebot ferner buchhalterische Überlegungen (bei-
spielsweise der durch den Kauf entstehende *Goodwill*), steuerliche Fragen, die
Fähigkeit des Käufers, einen bestimmten Kaufpreis finanzieren zu können, die
Einschätzung der Gefahr von Konkurrenzofferten und die Beurteilung der Ver-
kaufwilligkeit des Verkäufers.

Zentraler Pfeiler bleibt aber die Unternehmensbewertung und damit der Wunsch
des Käufers, die Faktoren, die er seiner Bewertung zugrundegelegt hat, abzu-
schirmen. Dies kann zunächst mittels entsprechender Gewährleistungen geschehen,
insbesondere durch die volle Gewährleistung der letzten vorliegenden Rechnung
der Zielgesellschaft durch den Verkäufer. Liegt diese Rechnung allerdings rela-
tiv weit zurück, sind oft zusätzliche Absicherungsmaßnahmen nötig. So werden
beispielsweise durch eine noch zu erstellende und allenfalls noch zu revidieren-
de Übernahmebilanz und/oder Erfolgsrechnung nicht nur Geschäftserfolg bzw.
das Nettovermögen auf den Stichtag (im Normalfall am *Closing*, denkbarerweise
aber auch zu einem anderen Stichtag⁹) abgegrenzt¹⁰, es erfolgt auch eine noch-
malige Überprüfung der Zahlenbasis der Zielgesellschaft.¹¹

2. Behandlung von Schulden

Ebenfalls ein wichtiger Faktor für einen Käufer, der einen bestimmten Unter-
nehmenswert zu zahlen bereit ist, ist die Frage, wie viele Schulden und Verbind-
lichkeiten er beim Kauf mitübernimmt. Die ihm bekannten Verbindlichkeiten
und Schulden wird er vom Unternehmenswert abziehen wollen; mittels Gewähr-
leistungen wird er versuchen, keine weiteren (ihm beim *Signing* unbekannt)
Passiven zu übernehmen.

⁸ Sogeannter *industrial buyer*, im Gegensatz zum *financial buyer*.

⁹ Ein anderer Stichtag, der an irgendeinem Zeitpunkt zwischen *Signing* und *Closing* liegen kann,
erlaubt in aller Regel, dass die Rechnung noch unter der „Herrschaft“ des Verkäufers erstellt
wird, und dieser also den Ermessensspielraum, der in der Bewertung liegt, ausschöpfen kann.

¹⁰ So TSCHÄNI, 4. Kap., Rz 8.

¹¹ Vgl. oben zu den Problemen der Erstellung einer solchen Bilanz und FN 9 zur Möglichkeit,
dass diese Rechnung noch unter der Herrschaft des Verkäufers erstellt werden kann.

⁶ LOUIS SIGRIST/RETO RAUSCHENBERGER, Unternehmensbewertung, in: RUDOLF TSCHÄNI
(Hrsg.), *Mergers & Acquisitions V*, Zürich 2003, 198.

⁷ Zum Ganzen: SIGRIST/RAUSCHENBERGER, 198; TSCHÄNI, 1. Kap. Rz 17 ff.; allgemein zur
Unternehmensbewertung statt vieler: CARL HELBLING, Unternehmensbewertung und Steuern,
9. Aufl., Düsseldorf 1998.

Der Nettoschuldenausgleich fusst darauf, dass der Käufer einen gewissen, ihm angemessen erscheinenden Unternehmenswert (*enterprise value*) zu zahlen bereit ist, unabhängig davon, ob das Unternehmen mittels Eigen- oder Fremdkapital finanziert ist. Sofern er die Schulden der Zielgesellschaft übernimmt (namentlich weil er eine ganze Aktiengesellschaft kauft), wird er diese für die Kaufpreisberechnung vom Unternehmenswert abgezogen haben wollen. Bleiben alle Schulden und sonstigen Verbindlichkeiten beim Verkäufer, wird er bereit sein, das Unternehmen ohne weitere Abzüge zu kaufen.

3. Umgang mit Schulden gegenüber dem Verkäufer

Von „herkömmlichen“ Schulden zu unterscheiden sind Aktionärsdarlehen oder Gruppendarlehen im Konzernverhältnis. Sofern solche bestehen, seien es Aktiv- oder Passivdarlehen, können diese oft vor oder am *Closing* zurückbezahlt werden, wenn der Käufer eine neue Finanzierung sicherstellen kann.¹²

Wirtschaftlich gesehen werden Aktionärs- oder Gruppendarlehen allerdings oftmals als eine (andere) Form von Eigenkapital behandelt. Ist dies der Fall, muss der Kaufpreis konsequenterweise nicht nur den Übergang der Aktien oder des Geschäftes, sondern auch die (unergetliche) Abtretung der Guthaben gegenüber dem verkauften Unternehmen umfassen; gleichzeitig werden aber solche Verbindlichkeiten nicht als Schulden vom Unternehmenswert abgezogen.

Konzernschulden können alternativ dazu aber auch wie Drittschulden behandelt werden (womit sie wertmässig vom *enterprise value* abzuziehen sind), müssen diesfalls aber gegen eine zusätzliche, separate Entschädigung an den Käufer abgetreten werden.

III. Nettoschuldenausgleich am Closing

1. Grundidee

Der heute am weitesten verbreitete Preisanpassungsmechanismus ist der sogenannte Nettoschuldenausgleich am *Closing* (*Net Debt* oder – seltener – *Net*

¹² Jedenfalls sind diese Darlehen bei der Berechnung des Kaufpreises und bei der Ausarbeitung des Kaufvertrages entsprechend zu berücksichtigen.

Cash Position Adjustment). In der Praxis findet diese Art von Kaufpreisanpassung insbesondere bei Auktionen Anwendung.

Grundidee ist, dass im Vertrag der Wert des zu kaufenden Unternehmens festgelegt wird, unabhängig davon, ob das Unternehmen mit Eigen- oder Fremdkapital finanziert ist und von diesem Wert dann die Nettofinanzverbindlichkeiten am *Closing* abgezogen werden. Im Vertrag wird dabei bei der Kaufpreisbestimmung davon ausgegangen, dass das Zielunternehmen am *Closing* keine Nettofinanzverbindlichkeiten hat, also grundsätzlich per saldo schuldenfrei ist. Gestützt auf den am *Closing* ermittelten Betrag der Nettofinanzverbindlichkeiten des Zielunternehmens findet dann eine Anpassung des Kaufpreises statt: ist die Abweichung positiv (bestehen also Nettofinanzverbindlichkeiten), vermindert sich der am *Closing* zu entrichtende Kaufpreis um den entsprechenden Betrag. Befinden sich im Unternehmen keine Nettofinanzverbindlichkeiten, sondern flüssige Mittel (*Cash*), wird der Kaufpreis um den entsprechenden Betrag erhöht.

Eine solche Klausel kann in etwa wie folgt ausgestaltet werden:

„Purchase Price Adjustment:

The purchase price (the „Purchase Price“) for the Business is CHF []. This Purchase Price is based on the assumption that the Business will have no Net Financial Debt as of the Closing Date.

No later than three (3) Business Days prior to the Closing Date, the Seller will deliver to the Purchaser an estimate of the Net Financial Debt of the Business as of the Closing Date (the „Initial Statement“). The Purchase Price will be adjusted (as so adjusted, the „Adjusted Purchase Price“), CHF for CHF, (i) upwards by the amount of the Net Financial Debt set forth in the Initial Statement in the event such amount is negative (net cash), and (ii) downward by the amount of the Net Financial Debt set forth in the Initial Statement in the event such amount is positive (net debt).“

Definiert wird *Net Financial Debt* wie folgt:

Net Financial Debt = Consolidated bank debt and other financial third party indebtedness (but excluding payables arising from ordinary trading and service activities) plus Inter-Company Payables, less cash, deposits, marketable securities and liquid and fungible investments (but excluding receivables arising out of ordinary trading and service activities) and Inter-Company Receivables.“

Zur definitiven Festsetzung des Kaufpreises wird in der Regel der Verkäufer das sogenannte *final statement* erstellen und liefern, wobei er dem Käufer vertraglich Zugang zu Information versprechen muss. In der Praxis kann ein solches *final statement* innert ein paar Tagen erstellt werden und stellt somit keine unüber-

windbare Hürde dar. Zur Streitbeilegung empfiehlt es sich dennoch einen Schiedsgutachter zu bestimmen, welcher einen für die Parteien verbindlichen Wert festlegt.¹³

2. Vor- und Nachteile

Die Vorteile dieses Systems liegen darin, dass der Vertrag deutlich aufzeigt, welchen Wert der Käufer dem Unternehmen zuordnet. Ferner müssen Dividendenzahlungen, Schuldentückführungen und Ausgliederungen in ihrer finanziellen Konsequenz nicht besonders geregelt werden (eine erlaubte Ausgliederung etwa führt zu mehr *Cash* und damit zu einem höheren Kaufpreis, eine Dividendenzahlung erzielt den umgekehrten Effekt). Der operative *Cash-flow* bleibt bis zum *Closing* (richtigerweise) beim Verkäufer (indem das Mehr an *Cash* in der Zielgesellschaft einen höheren Kaufpreis ergibt), da dieser das Unternehmen in der Regel auch bis zum *Closing* führt.

Dem Käufer bietet dieses System allerdings regelmässig weniger Schutz als andere Preis Anpassungsmechanismen, wie z.B. das *Closing Balance Sheet*¹⁴, da im *final statement* letztlich nur die Schulden und die flüssigen Mittel berechnet werden müssen (also nur bestimmte Posten der Aktiv- und Passivseite der Bilanz, welche zudem auch besonders leicht zu ermitteln sind). Im Gegensatz zum *Closing Balance Sheet* müssen die Einbringlichkeit der Debitoren, der Wert des Lagers und des Anlagevermögens oder Risiken aus Prozessen nicht neu hinterfragt und bewertet werden. Diesbezüglich hat sich der Käufer mittels Gewährleistungen (bezogen auf die letzte vorliegende Bilanz) abzusichern, was in aller Regel aber auch als ausreichend betrachtet wird, dies speziell dann, wenn die Rechnung, für welche Gewähr geleistet wird, noch relativ neu ist.

Nachteilig kann sich aber eine solche Klausel vor allem dadurch auswirken, dass der Verkäufer versucht sein kann, die Nettofinanzverbindlichkeiten (praktisch insbesondere die *Cash-Position*) durch Einwirken in die Geschäftsvorgänge künstlich zu seinen Gunsten zu beeinflussen, indem er etwa:

- Die Bezahlung von Kreditoren aufschiebt;
- Debitoren Anreize setzt, ihre Rechnungen früher zu bezahlen (beispielsweise durch Gewährung von Skonti bei Bezahlung vor Fälligkeit);
- Lagerbestände abbaut, indem er beispielsweise Sonderverkäufe tätigt;
- Mit Investitionen und Unterhaltsarbeiten zurückhält.

Für den Käufer ergibt sich somit ein erhöhtes Schutzbedürfnis, welchem mit entsprechenden vertraglichen Bestimmungen entgegengewirkt werden muss, z.B. indem der Verkäufer vertraglich verpflichtet wird, die aktive Beeinflussung des Umlaufvermögens zwischen Vertragsschluss und *Closing* zu unterlassen. Zu bedenken ist immerhin, dass die obgenannten Beeinflussungsmöglichkeiten vor allem durch das Management der Zielgesellschaft getätigt werden (und nicht vom Verkäufer direkt) und dieses Management in aller Regel keinen Anreiz hat, nach dem *Sigining* seinen künftigen Grossaktionär hinteres Licht zu führen.

3. Einfluss des Nettoumlaufvermögens

Abgesehen von den vorgenannten Beeinflussungsmöglichkeiten ist auch zu beachten, dass vor allem Unternehmen mit saisonalen Produkten oder Leistungen (beispielsweise ein Unternehmen der Agrochemie oder ein Glacehersteller) über das Jahr ein sehr unterschiedliches Niveau an Nettoumlaufvermögen (und damit eine schwankende *Cash-Position*) aufweisen. Ein in der Glaceproduktion tätiges Unternehmen wird etwa im Herbst am meisten, im Frühjahr am wenigsten *Cash* haben (dann aber unter normalen Umständen volle Lager). Wird daher ein solches Unternehmen (mit Nettoschuldenausgleich) gekauft und findet das *Closing* beispielsweise am 1. Oktober statt, bezahlt der Käufer – sofern keine zusätzlichen Korrekturmeechanismen vorgesehen werden – aufgrund des Ausgleichsmechanismus mehr, als wenn das *Closing* im März stattfinden würde: die Kassen sind im Spätsommer voll und die Nettoschuldendeposition verringert sich entsprechend. Im Gegensatz dazu hätte der Käufer alles Interesse an einem *Closing* im März. Nicht nur steht er kurz vor der Hauptverkaufssaison, sondern die Lagerbestände sind aufgebaut und die Verkäufe entsprechend für das Geschäftsjahr vorfinanziert. Im Regelfall muss er somit im laufenden Geschäftsjahr keine zusätzliche Barmittel beschaffen.

¹³ Zur Stellung des Gutachters im Kanton Zürich: FRANK R./STRÄUHL H./MESSMER G., Kommentar zur zürcherischen Zivilprozessordnung, 3. Aufl., Zürich 1997, § 258 Rz 2; TSCHANJ,

¹⁴ 4. Kap., Rz 9, mit weiteren Hinweisen.

Dazu unten, IV.

Anders gesagt zeigt der sogenannte Bargeld Zyklus (*Cash Cycle*), wie in einem Unternehmen mit stark saisonalem Geschäft das Nettoumlaufvermögen (*Net Working Capital* oder *NWC*)¹⁵ die *Cash*-Position beeinflusst. Zunächst werden Lagerbestände aufgebaut. Dies führt wegen Löhnen, Rohmaterial- und allgemeinen Herstellungskosten zu einem Bargeldabfluss während der Herstellungsmonate: das *Cash* Niveau verringert sich und das *NWC* steigt an. In den Verkaufsmontaten zeichnet sich der entgegenläufige Trend ab: der Bilanzposten „Lager“ wird in „Debitoren“ „gewandelt“. Gegen Ende des *Cash Cycles* bezahlen die Debitoren schliesslich ihre Rechnungen, was zu Barmitteleinnahmen führt, welche das Nettoumlaufvermögen vermindern. Bei nicht saisonalen Unternehmen werden konstant Produkte produziert, an Lager genommen und verkauft, so dass das *NWC* in etwa konstant bleibt – anders ist die Lage auch hier in einem stark wachsenden Unternehmen, das trotz (oder gerade wegen) guter Verkäufe den Lagerbestand dauernd erhöhen muss und damit trotz geschäftlichem Erfolg netto keinen neuen *Cash* generiert.

Im Unternehmenskauf ist die Interessenslage somit klar: der Käufer, welcher am *Closing* (bei einem *Net Debt Adjustment*) keinen Aufpreis bezahlen möchte wird das *Cash* Niveau so niedrig und das Lager so voll wie möglich sehen wollen, damit sich der Nettoschuldenbetrag erhöht, und der Kaufpreis entsprechend nach unten korrigiert wird (oder, um beim vorherigen Beispiel zu bleiben: er wird auf ein *Closing* im Frühjahr hinwirken). Der Verkäufer hingegen hat alles Interesse daran, die Kassen des Unternehmens zu füllen, um eine möglichst kleine, oder sogar negative, Schuldenposition zu erhalten (was für ihn wiederum eine Erhöhung des Kaufpreises bedeuten würde): er wird damit für ein *Closing* im Herbst eintreten, wenn ein Nettoschuldenausgleich abgemacht worden ist.

In diesen Fällen hat sich in der Praxis eine zusätzliche Korrektur zwischen einem normalisierten *NWC* und dem *NWC* per *Closing* durchgesetzt.¹⁶ Bei dieser Korrektur wird beispielsweise versucht, den Jahresmittelwert (oder einen saiso-

nen Sollwert) des *NWC* zu ermitteln und diesen mit dem *NWC* per Stichdatum (*Closing*) zu vergleichen:

- Liegt der Sollwert höher als das per *Closing* ermittelte Niveau des *NWC* (womit in aller Regel im Gegenzug der *Cash* höher ist und damit dieser Ausgleichswert zu einem höheren Kaufpreis führt), so wird der Unterschied vom Kaufpreis abgezogen.
- Liegt der Sollwert tiefer als das per *Closing* ermittelte Niveau des *NWC*, wird der Unterschied zum Kaufpreis addiert.

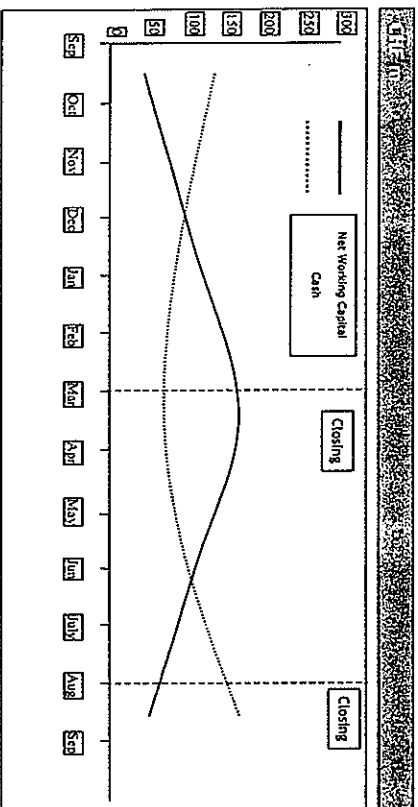
4. Zusammenfassung

Das Schutzbedürfnis des Käufers kann sich somit nicht nur aus den Manipulationsmöglichkeiten durch den Verkäufer ergeben, sondern in gewissen Fällen allein schon aus der Saisonalität des Geschäftszweiges, in welchem das zu übernehmende Unternehmen tätig ist. Wie oben dargelegt, und wie die folgende Grafik schematisch zeigt, kann der Kaufpreis bei einem reinen *Net Debt Adjustment* sehr unterschiedlich ausfallen. Im vorliegenden Beispiel eines Glaceherstellers hätte der Käufer ein klares Interesse an einem *Closing* im März (da im August wesentlich mehr *Cash* vorhanden ist). Aufgrund der Saisonalität dauert der *Cash Cycle* solcher Unternehmen wesentlich länger (in der Regel ein Jahr) als in Unternehmen mit konstanten *NWC*.

¹⁵ Im *Net Working Capital* wird hier, im Gegensatz zu den handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften, *Cash* nicht miteinberechnet. Flüssige Mittel gehören gem. Art. 663 OR zum Umlaufvermögen, vgl. diesbezüglich auch PETER BÖCKLI, Schweizerisches Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich, 1996, Rz. 906; OR-NBÜHAUS/ILG, Art. 663a Rz. 16; HWP I 123.

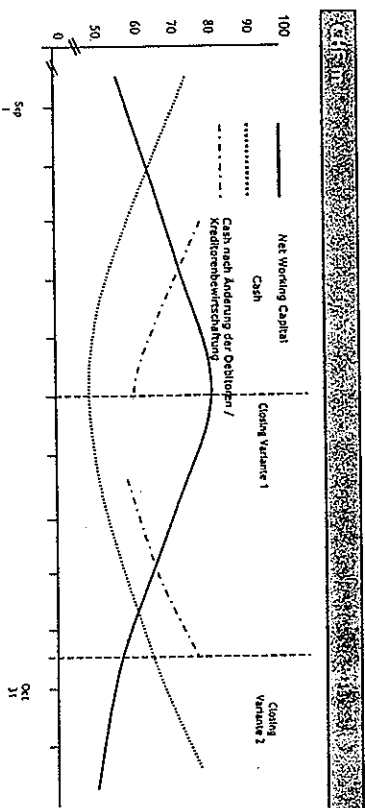
¹⁶ Zu erwähnen ist ferner, dass an dieser Stelle der Einfachheit halber nicht alle Bestandteile des Umlaufvermögens erwähnt werden, da je nach Industrie- und Buchhaltungsstandards folgende Elemente als Umlaufvermögen angesehen werden können: Vorauszahlungen an Lieferanten, aufgeschobene Steueraufwände, Steuerguthaben oder Rückstellungen.

¹⁶ SIGRIST/RAUSCHENBERGER, 198.



- Der Bedarf an NWC kann stark fluktuieren, im vorliegenden Beispiel beträgt der Unterschied zwischen September und April CHF 171m (Grund: Sommermaniprodukte)
- Der Bestellungenzeitung durch Grossisten erfolgt im November/Dezember, die Auslieferung ab April
- Die Herstellung der Produkte erfolgt zwischen Februar und April, Peak Verkauf ist April - Juli

Unternehmen mit konstanterem NWC weisen allerdings im Rahmen ihres (wesentlich kürzeren und sich auf das Jahr verteilt wiederholenden) Cash Cycles ebenfalls Schwankungen im Umlaufvermögen auf: Der Verkäufer kann dies wie dargelegt zu seinen Gunsten ausnutzen. Wie die nachstehende Grafik zeigt, kann sich in der ersten Variante durch die Verzögerung von Zahlungen der Kreditorenforderungen, in der zweiten Variante durch frühes Eintreiben der Debitoren das Cash Niveau im Hinblick auf das Closing ändern und somit kaufpreiserhöhend wirken.



5. Verhältnis zu Zusicherungen und Garantien

Ein gut beratener Käufer sollte sich mittels Zusicherungen und Gewährleistungen für die Bilanzposten absichern, die nicht Gegenstand der Preis Anpassungsklausel sind. Werden zusätzlich Eigenkapitalgarantien abgegeben, wonach der Verkäufer dem Käufer per Stichtag oder per Closing ein Mindesteigenkapitalbestand garantiert oder der Preis vom Bestehen eines ebensolchen abhängig gemacht wird, besteht für den Käufer ebenfalls ein Schutzbedürfnis: der Verkäufer könnte nämlich versucht sein, vor Closing (oder Stichtag der Garantie) Geld als Zuschuss in die Gesellschaft zu zahlen. Dies wirkt einerseits kaufpreiserhöhend (der Verkäufer erzielt wegen des höheren Cash Niveaus einen höheren Kaufpreis und erhält somit den Zuschuss wirtschaftlich zurück), andererseits führt dies aber auch dazu, dass das Eigenkapital gestärkt und sich die Gefahr einer Verletzung dieser Garantie reduziert. Eine solche Vorgehensweise ist gegebenenfalls vertraglich auszuschliessen.

IV. Closing Balance Sheet

1. Grundidee

Unter dem sogenannten *Closing Balance Sheet* versteht man eine (meist noch zu prüfende) Bilanz, welche kurz vor (per definiertem Stichtag) oder mit Wirkung auf das Vollzugsdatum (per *Closing*) erstellt wird. Nach Vergleich gegenüber einem Planwert werden Abweichungen im Eigenkapital ausgeglichen. In der Praxis greift dieses System insbesondere dort Platz, wo (i) entweder die Substanz eine zentrale Rolle spielt und/oder (ii) die letzte verfügbare Bilanz so weit zurückliegt, dass damit ein Schutz des Käufers über Garantien oder Gewährleistungen nur unvollständig erreicht werden kann.

Zentrale Frage ist hier: von wem die Bilanz erstellt wird und wer diese zu prüfen hat: wird ein Stichtag gewählt, der zwischen *Signing* und *Closing* liegt, so wird die Zielgesellschaft die Übergabestichtagsbilanz noch im Einflussbereich des Verkäufers erstellen. Anders das eigentliche *Closing Balance Sheet*, das ja zwangsläufig erst nach dem *Closing* erstellt werden kann und damit immer im Einflussbereich des Käufers ausgetriggert wird. Dieser wird damit versuchen, Bewertungsspielräume und Ermessensentscheide, die in jeder Bilanzerstellung vorkommen (oder beispielsweise Periodengrenzungsfragen bei der Erstellung der Erfolgsrechnung) zu seinen Gunsten zu nutzen, womit diese Methode für den Verkäufer böse Überraschungen in sich bergen kann. Das *Closing Balance Sheet* kommt denn auch, anders als in Deutschland, in der Schweiz selten vor.

Häufiger Streitpunkt ist die Frage nach der korrekten Anwendung von Abschreibungsätzen und die richtige Beurteilung des Rückstellungsbedarfes. Die Autoren haben einen Fall erlebt, wo die letzte verfügbare Bilanz ein Eigenkapital von rund CHF 10 Mio. zeigte, ein Kaufpreis von CHF 50 Mio. vereinbart war und der Käufer dann im *Closing Balance Sheet* auf ein negatives Eigenkapital von CHF 30 Mio. kam und damit eine Kaufpreiskorrektur von CHF 40 Mio. forderte. Ursache war, dass der Käufer praktisch jeden Aktivposten massiv abgeschrieben und auf der Passivseite zahlreiche neue Rückstellungen gebildet hatte.

2. Vor- und Nachteile

Für den Käufer ist dieses System regelmässig sehr vorteilhaft. Für ihn besteht mehr oder weniger die Gewissheit, dass Bilanzwerte per Erstellungsdatum korrekt sind (was allerdings später entdeckte Mängel nicht ausschliesst).

Für den Verkäufer ist von Vorteil, dass er oft sämtliche anderen Gewährleistung- und Garantien ausschliessen kann. Weiter behält er wirtschaftlich gesehen den bis zum *Closing* erwirtschafteten Gewinn (oder kann diesen wenigstens sozusagen als Puffer gegen Garantianprüche verwenden).

Hauptnachteil ist aber wohl die oben geschilderte Problematik, dass der Käufer versuchen wird, den in jeder Bilanzerstellung vorhandenen Ermessenspielraum zu seinen Gunsten zu nutzen¹⁷, was fast immer zu (teilweise sehr langwierigen und kostspieligen) Auseinandersetzungen führt. Aus Sicht des Verkäufers kann eine Korrekturmöglichkeit darin bestehen, dass er sich vorbehält, eine Übergabebilanz noch selber zu erstellen und von der bisherigen Revisionsstelle prüfen zu lassen.

Aus vertragsgestalterischer Sicht empfiehlt es sich daher, genau festzulegen, nach welchen Grundsätzen zu bilanzieren ist, welche Abschreibungsätze anzuwenden sind und ob die bisherige Rückstellungspolitik (die typischerweise in einem Anhang festgeschrieben wird) beizubehalten ist.

Als Beispiel kann folgendes (vereinfachtes) Textmuster dienen:

„Innerhalb von 20 Geschäftstagen nach dem Übergabestichtag werden die Parteien gemeinsam eine Bilanz per Übergangsstichtag erstellen und diese dem Wirtschaftsprüfer XY vorlegen, der diese Bilanz inner 30 Geschäftstagen zu prüfen hat. Dabei sind die bisherigen Bilanzierungsgrundsätze anzuwenden, ausser diese wären mit dem Gesetz oder dem angewendeten Bilanzierungsstandard nicht konform.“

Für die Abschreibungsätze und Rückstellungspolitik gilt die Regelung gemäss Anhang X.

Zeigt diese Bilanz ein Eigenkapital (Nettoaktiven) von weniger als CHF [1'00], so vermindert sich der Kaufpreis nachträglich um den Differenzbetrag.“

¹⁷ Und damit die Basis der seinerzeitigen Kaufpreisberechnung umzustossen.

3. Verhältnis zu Zusicherungen und Garantien

Ein Käufer, der sich auf ein *Closing Balance Sheet* stützen kann, ist gegen die Wertverminderung des Zielunternehmens grundsätzlich gut geschützt und braucht sich oft nicht durch besondere Gewährleistungen abzusichern. Innerhalb ist aus Sicht des Käufers festzuhalten, dass ihm das Einräumen von Gewährleistungen auf der Zeitachse einen besseren Schutz bietet als das *Closing Balance Sheet*. Bleibt etwa ein neuer Streitfall bei Vertragsschluss und Erstellung des *Closing Balance Sheets* unentdeckt (oder in seinen Konsequenzen nur schwer abschätzbar), kann je nach Ausgestaltung der Gewährleistung und der Frist für die Geltendmachung von Mängeln ein zusätzlicher Schutz für den Käufer resultieren. Sicherzustellen ist aus der Sicht des Verkäufers, dass Rückstellungen, die im *Closing Balance Sheet* vorgenommen werden, spätere Haftung und Gewährleistungen ausschliessen.

V. Earn out

Als weitere Methode der Preisanpassung existieren sogenannte *Earn out* Klauseln, welche sich nach dem künftigen Erfolg- oder Umsatzkennzahlen ausrichten.¹⁸ Es handelt sich um einen Mechanismus aufgrund dessen der Käufer nach dem *Closing* des Unternehmenskaufvertrages dem Verkäufer einen von bestimmten, nach diesem *Closing* eintretenden (und damit zukünftigen) Ereignissen abhängigen Kaufpreis zahlt.¹⁹

1. Grundidee

Bei diesem Modell ist die Grundidee, dass der Kaufpreis gestützt auf den künftigen Geschäftserfolg nach einer bestimmten Formel angepasst wird.²⁰ Anwendung findet eine solche Formel vor allem dort, wo der Verkäufer weiterhin im Unternehmen tätig bleibt und damit den Geschäftserfolg selbst beeinflussen kann.²¹ Das Modell eignet sich weiter dort, wo die Bewertung (wie meist) ge-

stützt auf künftige Gewinne erfolgt.²² Idee ist, dass Verkäufer an einer günstigen Entwicklung des Geschäftsverlaufes partizipiert, dies wenigstens dann, wenn die Prognosen des Verkäufers in der Zukunft noch übertroffen werden.

Denkbar ist natürlich auch die Regelung des umgekehrten Falles, nämlich einer Kaufpreisminderung bei Ausbleiben eines zukünftigen Erfolges. Mithin können Klauseln so formuliert werden, dass sie nicht nur zur Zahlung eines (zusätzlichen) Kaufpreises durch den Käufer führen können, sondern unter Umständen auch einer Zahlung des Verkäufers an den Käufer.²³ Rechtlich handelt es sich bei diesen Klauseln um gemischte Bedingungen, welche teilweise von Handlungen Dritter und sonstiger Ereignisse und teilweise vom Willen des Käufers oder, seltener, des Verkäufers abhängen.²⁴

2. Problempunkte und Absicherung

Nicht zuletzt aufgrund der Anknüpfung von *Earn out* Klauseln an zukünftige Ereignisse und buchhalterische Kenngrößen, welche definitionsgemäss einen Interpretationsspielraum zulassen, stellt die Ausformulierung von *Earn out* Klauseln hohe Anforderungen an die Vertragsgestaltung.²⁵ So muss namentlich gewährleistet sein, dass die Regeln zur Führung des Geschäftes und zur Ermittlung des Gewinnes klar fixiert sind:

- Es muss in erster Linie unmissverständlich festgelegt werden, welche Kenngrösse zur Anpassung berechtigt, und somit zu einem Mehrpreis führt. Hierzu gibt es verschiedene Varianten, wie zum Beispiel der Brutto- oder Nettoumsatz nach Abzug gewisser Erlösminderungen, der während einer Zeitperiode bezahlte Umsatz, der EBITDA, der EBIT oder gar der Gewinn.²⁶ Klar definiert sollte auch die Berechnung sein, welche diese Grösse auslöst, d.h. beispielsweise feststeht, woran sich dieser Wert misst und wie das Ergebnis zu multiplizieren ist, um den Betrag der Kaufpreiserhöhung oder -minderung zu erhalten.

18 WATTER, Rz 497.

19 VISCHER, 509.

20 TSCHÄNI, 4. Kap. Rz 10; VISCHER, 509; WATTER, Rz 497.

21 WATTER, Rz 497.

22 TSCHÄNI, 4. Kap. Rz 10; VISCHER, 510.

23 VISCHER, 510; WATTER, Rz 497.

24 VISCHER, 510.

25 DERS., 510.

26 Zum Ganzen VISCHER, 510, mit weiteren Hinweisen.

- Einer klaren Regelung bedürfen auch die Handhabung von Ermessensspielräumen und insbesondere auch das Handeln kurz vor Periodende, besteht für den Verkäufer doch der Anreiz, Gewinne (oder die andere Kenngrösse, an der er gemessen wird) noch in der „zählenden“ Periode anfallen zu lassen.

Weitere regelungsbedürftige Beispiele sind Fragen nach der Behandlung von ausserordentlichen Gewinnpositionen (z.B. Verkauf von Unternehmensbestandteilen) oder des Lohnes des noch im Betrieb arbeitenden Verkäufers (wobei hier zu erkennen ist, dass der Verkäufer selber oft gerne auf seinen Lohn verzichten wird, wenn er dadurch die Schwelle für eine Kaufpreisanpassung erreicht, ist es doch oft so, dass dem Verkäufer eine Kostensenkung mit einem Multiplikator in Form eines besseren Kaufpreises mehr als nur einfach entschädigt wird). Genau zu umschreiben ist ferner, in welchem Prozess der die Beteiligung auslösenden Erfolg ermittelt wird.²⁷ Eine Kompetenzverteilung zur Ermittlung des zu bezahlenden Betrages (Erstellen der Bilanz, Fristen, Verfahrensfrage, Streitbeilegung) sollte ebenso wenig fehlen.

Wichtiger ist aber eine genaue Definition der Handlungspflichten und Mitwirkungsrechte der Parteien.²⁸ Dies gilt insbesondere dann, wenn der Verkäufer oder seine Repräsentanten nach dem *Closing* in leitender Stellung aufgrund eines Auftrages oder Arbeitsvertrages weiterhin im Unternehmen tätig ist, somit den Geschäftsgang und in letzter Konsequenz die für den *Earn out* relevanten Kennzahlen und Faktoren entsprechend beeinflussen können.²⁹ Streitigkeiten sollten weiter durch die Umschreibung der Rechenschaftsablagepflichten und das Kontrollrecht des Verkäufers bezüglich Eintreten des Erfolgs verhindert werden.³⁰

Im Sinne einer nicht abschliessenden Checkliste sollten folgende Punkte bei der Vertragsgestaltung nicht vergessen werden:

- 27 VISCHER, 512.
- 28 DERS., 512.
- 29 DERS., 512, mit Ausführungen zur Rechtsnatur eines Unternehmenskaufvertrages mit Handlungspflichten und Mitwirkungsrechten: einfache Gesellschaft oder partiarisches Rechtsgeschäft, wenn keine Pflichten vorliegen und die Kaufpreiszahlung erfolgsbedingt ist.
- 30 DERS., 514 f., der auch bei Fehlen einer vertraglichen Rechenschaftsablagepflicht eine solche gestützt auf Art. 2 ZGB ableitet.

50

- Regelung, dass ausserordentliche Gewinne (z.B. aus Verkäufen von Aktien) nicht für die Erfolgsbeteiligung gelten
- Verbot der Auflösung/Neuschaffung von stillen Reserven
- Gebot von konstanten (im Vertrag umschriebenen) Abschreibungssätzen
- Festlegen und Einhalten einer vordefinierten Rückstellungspolitik
- Periodengerechtes Verhalten und entsprechende Verbuchung
- Minimale und maximale Dividendenausüttung
- Verbot von (wesentlichen) Verkaufsfaktionen am Ende der relevanten Periode
- Regelung des Lohnes des Verkäufers bei dessen Verbleib im Unternehmen.

Zunam gewisse Bestimmungen des Kaufvertrages direkt oder mindestens vom wirtschaftlichen Resultat her einen Einfluss auf den Kaufpreis haben und diesen wie der *Earn out* variabilisieren, sollte schliesslich sichergestellt sein, dass sich eine Reduktion des Kaufpreises unter einer per *Closing* wirksamen Anpassungsklausel zu keiner weiteren Reduktion unter der *Earn out* Klausel führt.³¹ Wichtig ist hier, dass im Falle einer Kombination von *Earn out* und Preisankpassungsklausel per *Closing* unter den Parteien Einigkeit herrscht, wie für Preisankpassungen am *Closing* relevante Sachverhalte und Kenngrössen auch für den *Earn out* gelten sollen bzw. ob dies überhaupt der Fall sein soll.

VI. Fazit

Preisankpassungsklauseln gehören in der rechtlichen M&A-Beratung zur Realität und stellen hohe Anforderungen an die Vertragsgestaltung. Ausgehend von der Feststellung, dass alle Eventualitäten kaum vorauszusehen sind, sollte man sich daher in einem früheren Stadium der Vertragsgestaltung mit den sich bei Preisankpassungsmechanismen stellenden Problemen befassen. Oftmals sind sich die juristischen Berater der Tragweite von solchen Klauseln nicht oder zu wenig bewusst. Es empfiehlt sich daher, diese Aspekte vor allem auch mit den Wirk-

³¹ DERS., 516.

schaftsberatern, der Revisionsstelle oder dem Finanzchef der zu vertretenden Partei genau durchzudenken, auszuarbeiten und durchzurechnen.

Die verschiedenen hier aufgezeigten Mechanismen haben alle für Käufer und Verkäufer sowohl Vor- als auch Nachteile. Welche Klausel überhaupt zur Anwendung gelangt, hängt deshalb oftmals auch von der Verhandlungsstärke der Parteien ab.

Allen Klauseln gemeinsam ist jedoch, dass die Bezugsgrössen auf welche abgestellt wird (*Closing Balance Sheet, Net Debt*, mit oder ohne Berücksichtigung der Änderungen im *NWC* oder zukünftige Gewinne und Umsatzzahlen) eine grosse Angriffsfläche für Streitigkeiten bieten. Es ist deshalb wichtig, dass sich die Parteien in jedem Fall darüber einigen, wer für die Erstellung der Bilanzen, Rechnungen oder Kennzahlen zuständig ist, nach welchen Grundsätzen diese zu ermitteln sind und wie die Überprüfung und weitere Streitbeilegung ausgestaltet sein soll.