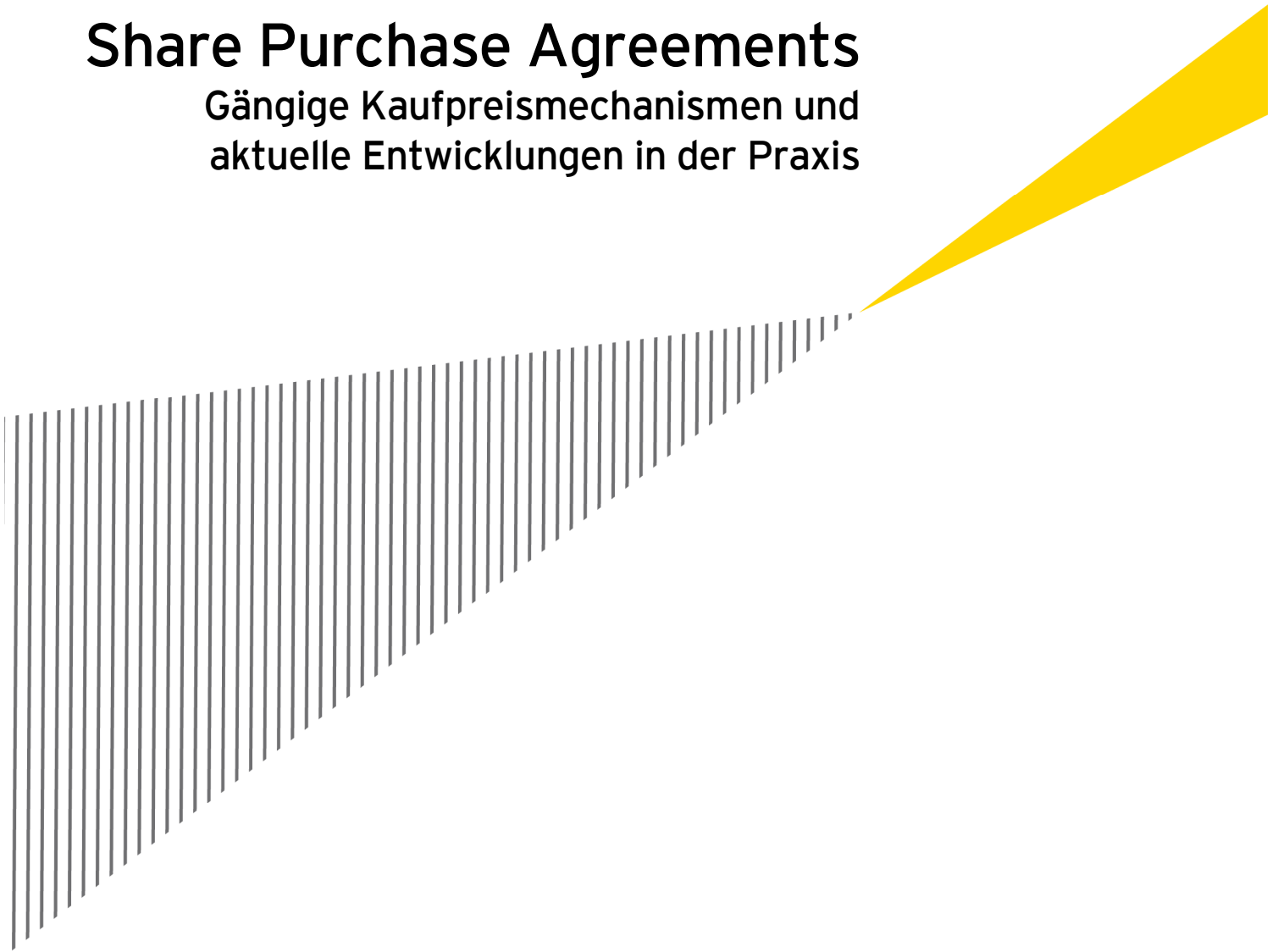


Share Purchase Agreements

Gängige Kaufpreismechanismen und
aktuelle Entwicklungen in der Praxis



Eine umfangreiche Due Diligence-Prüfung hat sich im Akquisitionsprozess von Unternehmen fest etabliert. Insbesondere die Ergebnisse der Financial Due Diligence beeinflussen die gesamte Vertragsgestaltung und finden Eingang in die Kaufpreisbestimmung. Die vorliegende Broschüre gibt einen Überblick über den Beitrag der Due Diligence für die Formulierung von Kaufpreismechanismen. Sie beinhaltet ferner eine von Ernst & Young kürzlich durchgeführte Studie über aktuelle Trends bei der Formulierung des Kaufpreises.

Inhalt

Überblick	4
Kaufpreisanpassungen auf Basis von Closing Accounts	4
Locked-Box-Mechanismus	4
Kaufpreisanpassungsmechanismen	5
Net Debt-Mechanismus	5
Net Working Capital-Mechanismus	6
Capex-Mechanismus	6
Zwischenfazit Kaufpreisanpassungsmechanismen	6
Locked-Box-Mechanismus	7
Locked-Box - Neuer Wein in alten Schläuchen	7
Analyse	8
Trends der Kaufpreismechanismen	8
Kaufpreisanpassungsmechanismen - Trends	9
Kaufpreisanpassungsmechanismen - Mögliche Definitionen	9
Fazit	10
Kaufpreisanpassungsmechanismen	10
Locked-Box-Mechanismus	10

Überblick

Bei einem Share Deal gibt es bezüglich der Kaufpreisgestaltung im Unternehmenskaufvertrag (Share Purchase Agreement, SPA) grundsätzlich zwei Möglichkeiten. Zum einen können die Parteien einen festen Kaufpreis vereinbaren, der auf einem Abschluss der Gesellschaft zu einem bestimmten Referenzstichtag vor Vertragsabschluss basiert (Locked-Box-Mechanismus). Zum anderen können die Vertragsparteien einen Basiskaufpreis vereinbaren und sich vorbehalten, Kaufpreisanpassungen basierend auf der Lage der Gesellschaft zum Zeitpunkt des Vertragsvollzugs (Closing) vorzunehmen (Kaufpreisanpassungen auf Basis von Closing Accounts). Als Grundlage der Preisanpassung dient in der Regel eine noch zu erstellende Bilanz zum Closing, die Closing Accounts. Zwischen der Vertragsunterzeichnung (Signing) und dem Zeitpunkt der rechtlichen Übertragung der Zielgesellschaft auf den Käufer können mehrere Wochen oder sogar Monate

liegen. Für den Erwerber besteht in dieser Zeit die Gefahr einer negativen Wertentwicklung der Zielgesellschaft. Abgesehen vom wirtschaftlichen Risiko besteht die Gefahr eines möglichen Liquiditätsabflusses durch den Verkäufer (z.B. durch Dividenden- oder Bonuszahlungen). Tatsächlich liegen schon in der Zeit zwischen dem für die Bewertung relevanten Stichtag und dem Signing solche Wertverlustrisiken für den Käufer vor, es sei denn, dieser kann die Bewertung und die dem Kaufpreis zugrunde liegenden Annahmen bis zum Signing laufend aktualisieren.

Bei beiden Arten der Kaufpreisgestaltung kann der Käufer unterschiedliche Methoden anwenden, um sich gegen eventuelle Wertverluste und -abflüsse der Zielgesellschaft abzusichern.

Kaufpreisanpassungen auf Basis von Closing Accounts

- ▶ Financial Due Diligence auf Basis des letzten geprüften Jahresabschlusses zum 31.12.20XX.
- ▶ Vereinbarung eines Basiskaufpreises, der anzupassen ist.
- ▶ Kaufpreisanpassungen werden meist auf Grundlage bestimmter Referenzwerte und Vergleichswerte zum Closing berechnet. Bei Abweichungen wird der Basiskaufpreis entsprechend angepasst.
- ▶ Die Risiken und Chancen aus der Zielgesellschaft gehen erst zum Closing vollständig auf den Käufer über.
- ▶ Bis zum Closing liegen die Risiken und Chancen aus Entwicklungen, die durch Kaufpreisanpassungen abgefangen werden, beim Verkäufer.
- ▶ Der Käufer trägt das Risiko für Entwicklungen, die nicht über Kaufpreisanpassungen abgedeckt werden, es sei denn, diese sind durch entsprechende Vertragsklauseln abgesichert. Die sogenannten Covenants of Conduct regeln das Verhalten der beteiligten Parteien bis zum Closing. Material Adverse Change Klauseln (MAC-Klauseln) sichern den Fall wesentlicher Verschlechterungen ab.

Locked-Box-Mechanismus

- ▶ Financial Due Diligence auf Basis des letzten geprüften Jahresabschlusses zum 31.12.20XX.
- ▶ Vereinbarung eines festen Kaufpreises auf Basis des letzten geprüften Jahresabschlusses oder eines Zwischenabschlusses zu einem bestimmten Stichtag (Locked-Box Date).
- ▶ Die Risiken gehen bereits zum Locked-Box Date auf den Käufer über, es sei denn, sie werden durch MAC-Klauseln im SPA abgesichert.
- ▶ Ab dem Locked-Box Date stehen dem Käufer die Cashflows aus der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft zu.
- ▶ Im SPA vereinbarte Anti-Leakage Covenants und Pre-Completion Covenants schützen gegen eventuelle Wertverluste und -abflüsse zwischen dem Locked-Box Date und dem Closing.
- ▶ Die Zahlung des Kaufpreises erfolgt zum Closing. Als „Entschädigung“ für die verspätete Kaufpreiszahlung erhält der Verkäufer üblicherweise eine Verzinsung auf den Kaufpreis für die Zeit zwischen dem Locked-Box Date und dem Closing.

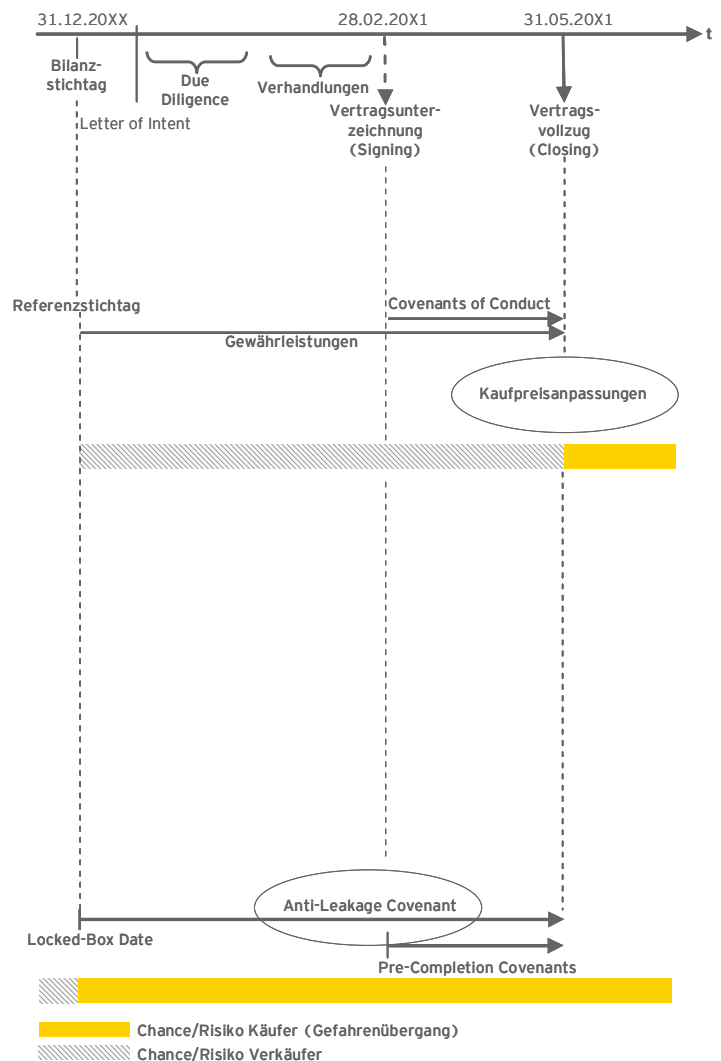


Abb. 1 Transaktionsablauf bei Kaufpreisanpassungen auf Basis von Closing Accounts und Locked-Box-Mechanismus

Kaufpreisanpassungsmechanismen

Kaufpreisanpassungen schützen den Käufer gegen negative Wertentwicklungen der Zielgesellschaft vor dem Closing. Andererseits honorieren sie den Verkäufer für eine gute Unternehmensführung und generierte Cashflows zwischen dem Stichtag und dem Closing.

Kaufpreisanpassungen werden normalerweise auf Grundlage von Referenzwerten berechnet. Diese basieren meist auf bestimmten Bilanzpositionen zum Stichtag der letzten geprüften Bilanz (Referenzstichtag). Analog hierzu werden Vergleichswerte auf Basis einer zu erstellenden Bilanz zum Closing (Closing Accounts) bestimmt. Die Preisadjustierungen ergeben sich als Differenz der Werte.

Die Praxis kann sich einer Vielzahl von Preisadjustierungsmechanismen bedienen. Abb. 2 gibt einen Überblick über mögliche bilanzorientierte Kaufpreisanpassungen.

Neben bilanzorientierten Preisadjustierungsmechanismen sind beispielsweise auch Key Performance Indicators (z.B. Assets under Management), die nicht innerhalb der Bilanz und Erfolgsrechnung erfasst werden, als Preisadjustierungsmechanismen möglich.

Darüber hinaus kann auch ein Earn-out zur Anwendung kommen. In diesem Fall basiert der zu zahlende Kaufpreis auf zukünftigen Ergebnissen und Bilanzkennzahlen.

Die Wahl der Kaufpreisanpassungen sollte gut durchdacht sein, um eine Berücksichtigung identischer Positionen in mehreren Mechanismen zu vermeiden und die Manipulationsmöglichkeiten der Kaufpreisanpassungen zu minimieren.

Weit verbreitet sind Kaufpreisanpassungen auf Grundlage der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) und des Nettoumlaufvermögens (Net Working Capital). Diese finden meist in Kombination Anwendung.

Aktiv	Passiv
Bankguthaben/Kasse	Finanzverbindlichkeiten Langfristige Rückstellungen
Vorräte Forderungen aus L.u.L. Geleistete Anzahlungen	Verbindlichkeiten aus L.u.L. Erhaltene Anzahlungen
Latente Steuern Sonstige Vermögenswerte	Latente Steuern Sonstige Rückstellungen/ Verbindlichkeiten
Immaterielle Vermögenswerte Sachanlagen Finanzanlagen	Eigenkapital

Net Debt Mechanismus
 Net Working Capital Mechanismus
 Einzelanalyse
 Capex

Abb. 2 Mögliche Preisadjustierungsmechanismen zur Abdeckung der Bilanzpositionen

Net Debt-Mechanismus

- ▶ Die Vereinbarung eines Net Debt-Mechanismus bedeutet normalerweise, dass die Nettofinanzverbindlichkeiten zum Closing vom Kaufpreis in Abzug zu bringen sind. Der Referenzwert ist in dem Fall „Null“. Diese Vorgehensweise wird als „Cash and Debt Free“-Mechanismus bezeichnet.
- ▶ Die Bestimmung der Nettofinanzverbindlichkeiten bzw. des Net Debt (Differenz aus Finanzverbindlichkeiten und liquiden Mitteln) gestaltet sich hierbei mitunter schwierig. Unter Finanzverbindlichkeiten sind üblicherweise alle zinstragenden Verbindlichkeiten zu subsumieren. Bei Verbindlichkeiten, die zwar einen Finanzierungscharakter haben, jedoch keine Finanzverbindlichkeiten darstellen (Debt-like Items), kommt es allerdings regelmässig zu Abgrenzungsschwierigkeiten. Dies gilt beispielsweise für Pensionsverpflichtungen, Leasingverbindlichkeiten oder Kundenanzahlungen. Während der Vertragsverhandlungen ist daher eine genaue Definition der Nettofinanzverbindlichkeiten zu vereinbaren.
- ▶ Eine Net Debt-Vereinbarung schützt nicht vor der Veränderung anderer Bilanzpositionen. Folglich bedarf es weiterer Anpassungsmechanismen. Hierbei kommt vor allem der Net Working Capital-Mechanismus zur Anwendung.

Aufgabe der Financial Due Diligence:

- ▶ Identifizierung aller relevanten Verbindlichkeiten und liquiden Mittel.
- ▶ Identifizierung von Debt-like Items, wie beispielsweise Leasingverbindlichkeiten oder Pensionsverpflichtungen, die in die Definition von Net Debt aufgenommen werden könnten.

Net Working Capital-Mechanismus

Die Kaufpreisanpassung mittels eines Net Working Capital-Mechanismus basiert auf einem Referenzwert, der das zukünftig nachhaltig benötigte Nettoumlaufvermögen darstellen sollte, also das Mindestmass an Nettoumlaufvermögen, das zur Unternehmensfortführung benötigt wird. Oft wird dieser Wert anhand des Wertes zum Referenzstichtag oder eines Durchschnittswertes der Vergangenheit (z.B. Durchschnittswert der letzten 12 Monate) berechnet.

- ▶ Abweichungen von diesem Referenzwert zum Closing erhöhen/reduzieren den Kaufpreis.
- ▶ Für das Net Working Capital (Differenz aus Umlaufvermögen und kurzfristigen Verbindlichkeiten) gibt es - analog zu Net Debt - keine einheitliche Definition. Folglich sind auch hier die entsprechenden Bilanzpositionen im Kaufvertrag zu vereinbaren.
- ▶ Um eine doppelte Berücksichtigung von Bilanzpositionen zu vermeiden, sollte deren Abgrenzung in Abhängigkeit von der Net Debt Definition erfolgen.

Capex-Mechanismus

Preisanpassungen können mitunter verwendet werden, um die Investitionshöhe vom Signing bis zum Closing zu kontrollieren. Capex-Mechanismen verlangen in der Regel, dass die Investitionen innerhalb eines vereinbarten oder geplanten Rahmens liegen. Der Kaufpreis wird um die Differenz zwischen den geplanten und den getätigten Investitionen angepasst. Damit wird verhindert, dass der Verkäufer Investitionen hinauszögert um die Nettofinanzverbindlichkeiten zu reduzieren.

Zwischenfazit Kaufpreisanpassungsmechanismen

Die Kombination der drei Kaufpreisanpassungsmechanismen (Net Debt, Net Working Capital und Capex) ermöglicht die Abdeckung der gesamten Bilanz (mit Ausnahme des Eigenkapitals). Wenn die Preisanpassungsmechanismen nicht alle Bilanzpositionen der Closing Accounts abdecken, besteht die Gefahr, dass:

- ▶ der Bilanzersteller Bilanzpositionen reklassifiziert und so den Preisanpassungsmechanismen entgeht, und/oder

Aufgabe der Financial Due Diligence:

- ▶ Identifizierung der einzubeziehenden Bilanzpositionen des Net Working Capitals.
- ▶ Verständnis der Bilanzierungs- und Rechnungslegungsvorschriften, die zur Berechnung der relevanten Bilanzpositionen verwendet werden.
- ▶ Umfassende Analyse des Working Capitals über die letzten Jahre, um saisonale Effekte und die Höhe des zukünftig nachhaltig benötigten Net Working Capitals zu bestimmen.
- ▶ Identifizierung des „richtigen“ Referenzwertes für das Net Working Capital unter Beachtung der Saisonalität, der Entwicklung des zugrunde liegenden Geschäfts und des voraussichtlichen Zeitpunkts des Closings.
- ▶ Identifizierung und Bereinigung ausserordentlicher/nicht-operativer Posten, die das historische Umlaufvermögen beeinflusst haben, um festzustellen, ob diese in die Definition des Net Working Capital oder des Net Debt mit aufzunehmen sind, und um die entsprechenden Referenzwerte bestimmen zu können.

Aufgabe der Financial Due Diligence:

- ▶ Analyse der durchgeführten und geplanten Investitionen.
- ▶ Identifizierung eventuell zurückgehaltener/aufgeschobener Investitionen, die nach dem Closing gegebenenfalls durch den Käufer getragen werden müssen.

- ▶ Preisanpassungsmechanismen manipuliert werden. Die Verwendung des Net Working Capital-Mechanismus ohne einen zusätzlichen Net Debt-Mechanismus ermöglicht dem Verkäufer, die Closing Accounts und damit den Preis zu manipulieren. Durch eine Begleichung aller Verbindlichkeiten liesse sich beispielsweise eine Erhöhung des Nettoumlaufvermögens bewirken, während die negativen Auswirkungen auf die Nettofinanzverbindlichkeiten (d.h. unter Abzug der liquiden Mittel) unberücksichtigt bleiben.

Locked-Box-Mechanismus

Die Vereinbarung eines festen Kaufpreises in Form eines Locked-Box-Mechanismus schliesst nachträgliche Kaufpreisanpassungen zum Closing aus. Der Vorteil liegt darin, dass es zu keinen Streitigkeiten (Schiedsgutachtenverfahren) zwischen den Parteien über die Closing Accounts, die als Grundlage für die Preisanpassungen dienen, kommt.

Angesichts der fehlenden Möglichkeit einer Kaufpreisanpassung nach dem Closing (ausser in Form von Entschädigungen oder durch Vertragsverletzungen) muss der Käufer die Vermögenslage der Zielgesellschaft und das Risiko eines Wertverlustes zwischen Signing und Closing sorgfältig prüfen und bei der Festlegung des Kaufpreises einkalkulieren.

Schwierigkeiten bei der Einschätzung der Wertentwicklung bis zum Closing können sich insbesondere dann ergeben, wenn:

- ▶ das Unternehmen über kein zuverlässiges monatliches Reporting verfügt, und/oder
- ▶ sich das Unternehmen in einer Restrukturierungsphase befindet.

Locked-Box - Neuer Wein in alten Schläuchen?

Kaufpreisfestsetzung mittels Locked-Box-Mechanismus ist letztlich nichts anderes als eine Konsequenz des seit je bestehenden Bestrebens von Käufer und Verkäufer nach einem einfachen Verfahren der Kaufpreissetzung, das aber so weit als möglich vor bösen Überraschungen schützt. Die Festlegung eines fixen Kaufpreises ist offensichtlich die einfachste Methode der Kaufpreisbestimmung. Während Jahrhunderten war dies wohl die absolut gängigste Methode der Kaufpreisfestsetzung. Erst in der jüngeren Transaktionsgeschichte, mit dem Aufkommen von Due Diligence und Fusionskontrollverfahren entstand ein grösserer Bedarf des Käufers nach Möglichkeiten zur Sicherstellung, dass das Kaufobjekt nicht zwischen Signing und Closing entreichert werden kann bzw. eine entsprechende Entreichung den Kaufpreis mindert. Wäh-

rend einigen Jahren sahen die Transaktionsspezialisten die Kaufpreisanpassung basierend auf bilanzbezogenen Referenzwerten als die Lösung des Problems. Nachdem sich solche Vertragsklauseln jedoch als Ursache zahlloser Prozesse zwischen Käufer und Verkäufer herausstellten, begannen sich die Anwälte und Finanzberater wieder der Vorteile von Fixpreisen zu entsinnen. Natürlich durfte nicht einfach zu dieser alten Methode zurückgekehrt werden; diese musste zuerst verbessert werden. Und so wurde der Locked-Box-Mechanismus geboren. Der Unterschied zu früheren Fixpreisverträgen besteht primär darin, dass Anwälte und Finanzexperten ausgeklügelte Anti-Leakage Klauseln entwickelt haben, welche den Käufer so weit als möglich vor Abflüssen von Mitteln aus der Zielgesellschaft bewahren sollen.

Das Risiko eines Wertverlustes zwischen dem Signing und dem Closing ist höher, wenn für das Management keine Anreizsysteme geschaffen werden, um das Unternehmen bis zum Closing wirtschaftlich sinnvoll fortzuführen.

Der Locked-Box-Mechanismus kann Preisanpassungen, etwa über das Net Working Capital oder Net Debt, enthalten. Diese werden jedoch bereits zum oder vor dem Signing bestimmt und sind im Festpreis bereits einkalkuliert. So können das Nettoumlaufvermögen und die Nettofinanzverbindlichkeiten (in der Regel die Beträge zum Locked-Box Date) zwar Gegenstand der Verhandlungen sein. Die Berechnung der Höhe der Kaufpreisanpassung ist jedoch nicht im SPA enthalten.

Aufgabe der Financial Due Diligence

- ▶ Detaillierte Due Diligence-Prüfung bezogen auf den Locked-Box Date, da normalerweise keine nachträglichen Kaufpreisanpassungen möglich sind.
- ▶ Analyse des Geschäftsverlaufs zwischen dem Locked-Box Date und dem Closing.
- ▶ Identifizierung potenzieller Risiken eines Liquiditätsabflusses wie beispielsweise Gewinnausschüttungen, Rückzahlungen von Gesellschafterdarlehen oder zusätzliche Managementvergütungen, die durch Anti-Leakage Covenants abzusichern sind.

Analyse

Ernst & Young hat eine repräsentative Stichprobe von 100 SPAs hinsichtlich der Kaufpreismechanismen analysiert.

Ziele der Analyse:

- ▶ Identifizierung von Trends bei der Kaufpreisgestaltung in der Praxis.
- ▶ Identifizierung von Bilanzpositionen, die üblicherweise in die jeweilige Definition der Nettofinanzverbindlichkeiten bzw. des Nettoumlaufvermögens aufgenommen werden.

Anzahl der analysierten SPAs	100
Betrachtungsperiode	1987-2008
Transaktionsgrösse	Enterprise Value

Trends der Kaufpreismechanismen

Im Rahmen unserer Untersuchung identifizierte Entwicklungen der Kaufpreismechanismen zwischen 1987 und 2008:

- ▶ Bis 2001 war es überwiegend üblich, einen festen Kaufpreis zu vereinbaren.
- ▶ Hingegen gab es in der Periode 2002-2005 einen eindeutigen Trend zur Anwendung von Kaufpreisanpassungsmechanismen.
- ▶ Seit 2006 ist eine gewisse Rückkehr zu festen Kaufpreisen zu beobachten. Hierbei wird jedoch zumeist ein komplexerer Mechanismus - ein Locked-Box-Mechanismus - verwendet.

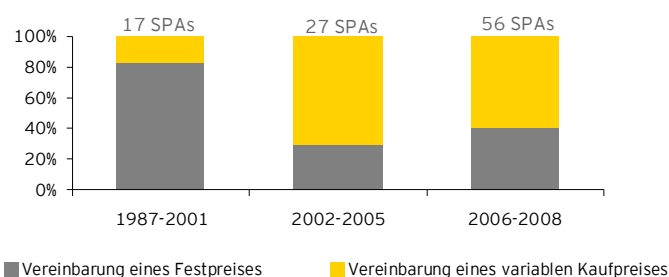


Abb.3 Entwicklung der Kaufpreismechanismen zwischen 1987-2008

Die Entscheidung für einen festen Kaufpreis oder einen Preisanpassungsmechanismus scheint nicht von der Transaktionsgrösse abzuhängen.

- ▶ Wie aus der untenstehenden Grafik ersichtlich, konnte keine eindeutige Korrelation zwischen der Grösse der Transaktion und dem Kaufpreismechanismus festgestellt werden.
- ▶ Welcher Mechanismus zur Anwendung kommt, wird fallbezogen entschieden und hängt oft von der relativen Verhandlungsstärke der Parteien ab.

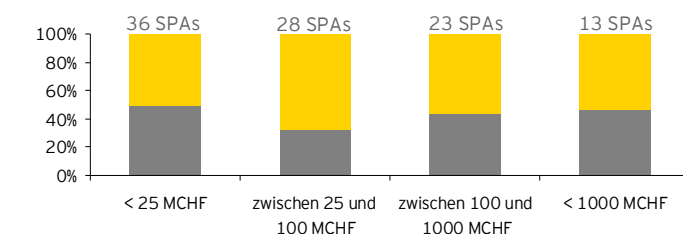


Abb. 4 Kaufpreismechanismen nach Transaktionsgrösse (Enterprise Value)

Kaufpreisanpassungsmechanismen - Trends

- ▶ Zwischen 2002 und 2005 wurden in der Praxis immer vielfältigere Kaufpreisanpassungsmechanismen vereinbart.
- ▶ Seit 2006 konzentrieren sich Kaufpreisanpassungsmechanismen auf das Net Working Capital und Net Debt.
- ▶ Earn-out und Kaufpreisanpassung mittels einer Equity-Klausel haben in den letzten beiden Jahren an Bedeutung verloren.

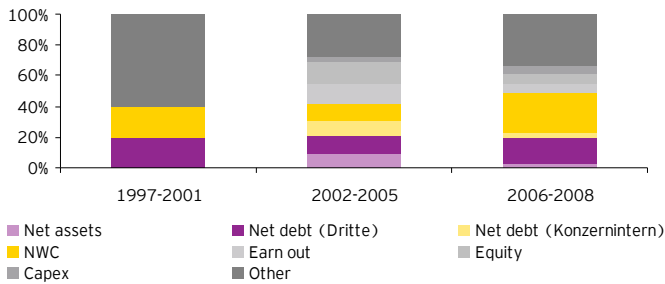


Abb. 5 Preisanpassungsmechanismen zwischen 1997-2008

- ▶ Lediglich 61 % der untersuchten SPAs mit einem Net Working Capital-Mechanismus enthielten zusätzlich einen Net Debt-Mechanismus.
- ▶ Bei den SPAs mit einem Net Working Capital-Mechanismus ohne eine zusätzliche Net Debt-Klausel waren die entsprechenden Bilanzpositionen bzw. Debt-like Items meist entweder in der Definition des Net Working Capital enthalten oder durch sonstige Anpassungsmechanismen abgedeckt.

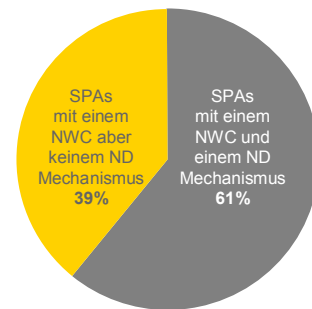


Abb. 6 Verhältnis zwischen Net Working Capital und Net Debt-Mechanismus

Kaufpreisanpassungsmechanismen - Mögliche Definitionen

Mögliche Definitionen für Net Debt

- ▶ Bei 100 % der SPAs mit einem Net Debt-Mechanismus waren die liquiden Mittel sowie die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten in der Umfangsbestimmung der Nettofinanzverbindlichkeiten enthalten. Darüber hinaus wurden auch viele Debt-like Items miteinbezogen.
- ▶ Im Rahmen der Untersuchung konnte keine einheitliche Net Debt-Definition ermittelt werden. Dies deckt sich mit unseren Erfahrungen aus der Praxis, nach denen relevante Bilanzpositionen während der Financial Due Diligence zu identifizieren und im SPA zu vereinbaren sind.

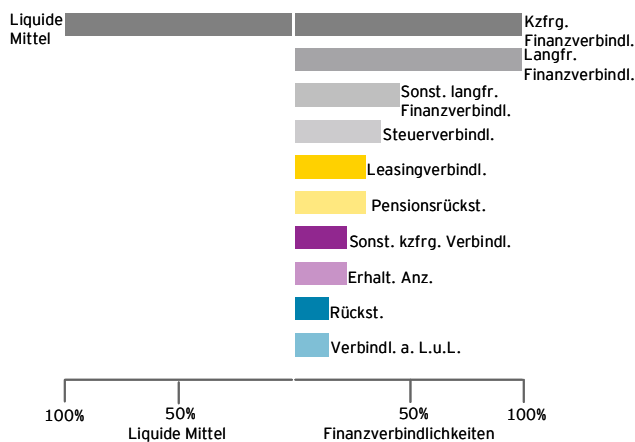


Abb. 7 Mögliche Net Debt Definition

Mögliche Definitionen für Net Working Capital

- ▶ Bei 100 % der SPAs mit einem Net Working Capital-Mechanismus waren die Forderungen aus L.u.L., Vorräte und Verbindlichkeiten aus L.u.L. in der Umfangsbestimmung des Nettoumlaufvermögens enthalten. Darüber hinaus wurde auch eine Vielzahl anderer Bilanzpositionen eingeschlossen.
- ▶ Im Rahmen der Untersuchung konnte keine einheitliche Net Working Capital-Definition identifiziert werden. Dies entspricht ebenfalls unseren Erfahrungen, nach denen die Definition während der Financial Due Diligence zu analysieren und im SPA zu vereinbaren ist.

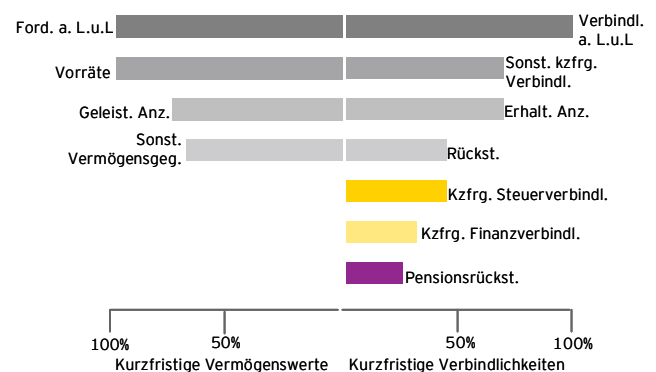


Abb. 8 Mögliche Net Working Capital Definitionen

Fazit

Bei jeder Transaktion sollte die Wahl des Kaufpreismechanismus sorgfältig bedacht werden. Die Interessen des Käufers bzw. des Verkäufers werden häufig voneinander abweichen. Dabei kann die Wahl durch die Verhandlungsmacht der Gegenpartei eingeschränkt werden. Stets sollte jedoch beachtet werden, dass die Formulierung des Kaufpreismechanismus unter anderem erheblichen Einfluss auf die Wahrscheinlich-

keit von Streitigkeiten nach dem Closing, die Höhe der zur Durchführung des Vertragsvollzuges benötigten Ressourcen, die zeitliche Verteilung der Risiken sowie das Risiko eines möglichen Wertverlustes bzw. eines möglichen Abflusses liquider Mittel hat. Nachstehend sind die wesentlichen Vor- und Nachteile von Kaufpreisanpassungsmechanismen sowie des Locked-Box-Mechanismus zusammengefasst.

Kaufpreisanpassungsmechanismen

- ▶ Kaufpreisanpassungen sind komplex und können unter Umständen zu langwierigen Verhandlungen und Streitigkeiten führen. Daher bedarf es einer umfassenden und klaren Regelung der Kaufpreisanpassung, um die Definitionen und Berechnungen so einfach wie möglich zu halten und das Risiko der Manipulation zu minimieren.
- ▶ Die Abgrenzung der einzubeziehenden Positionen zur Bestimmung der Referenzwerte erfolgt in der Regel bilanzorientiert und ist folglich abhängig von den zugrunde liegenden Rechnungslegungsstandards. Es bedarf daher einer klaren Festlegung der Rechnungslegungsgrundsätze im SPA. Ein Verweis wie „nach den allgemeinen Rechnungslegungsgrundsätzen“ ist nicht eindeutig. Dieser Teil der Vertragsverhandlung ist in technischer Hinsicht sehr spezifisch, daher empfehlen wir eine Beratung durch Fachleute für Recht und Rechnungslegung. Leider wird dieser Thematik in der Praxis häufig nicht die erforderliche Aufmerksamkeit geschenkt, was zu langwierigen und kostspieligen Streitigkeiten nach dem Closing führen kann.
- ▶ Die einzelnen Bilanzpositionen der Kaufpreisanpassungen sollten klar und präzise definiert werden. Es sollte

auf eine möglichst umfassende Abdeckung der Bilanz geachtet werden. Eine enge Definition des Net Working Capital sollte beispielsweise mit einer weiten Definition von Net Debt einhergehen, oder umgekehrt. So lässt sich verhindern, dass der Verkäufer den Kaufpreis durch die Umgliederung bestimmter Bilanzpositionen manipuliert.

- ▶ Die Erstellung der Closing Accounts, der zeitliche Ablauf sowie das Verfahren zur Beilegung eventueller Streitigkeiten müssen sorgfältig und detailliert geregelt werden. Auch die Frage, ob die Closing Accounts vom Käufer oder dem Verkäufer erstellt werden, ist im Rahmen der Vertragsverhandlungen zu klären.
- ▶ Je mehr Verbindlichkeitspositionen und Debt-like Items in die Definition von Net Debt aufgenommen werden, desto grösser ist die Preisanpassung. Im Interesse des Käufers ist folglich eine weit gefasste Definition von Net Debt.
- ▶ Unsere Erfahrung zeigt, dass Kaufpreisanpassungsmechanismen tendenziell von der Käuferseite bevorzugt werden, da sie es ihnen ermöglichen, Risiken bis zum Closing zu minimieren.

Locked-Box-Mechanismus

- ▶ Eine Festpreisvereinbarung kann eine Kaufpreisanpassung mittels Net Debt und/oder Net Working Capital beinhalten. Die Höhe der Kaufpreisanpassung wird in diesem Fall vor dem Vertragsabschluss berechnet und ist bereits im Festpreis integriert.
- ▶ Im SPA sind angemessene Conduct of Business-Klauseln zu vereinbaren, die bereits ab dem Locked-Box Date gelten (im Gegensatz zu Preisanpassungsmechanismen, bei denen diese ab dem Zeitpunkt des Signing gelten).
- ▶ Diese Klauseln sollten umfangreiche Anti-Leakage Covenants beinhalten, um Wertabflüsse vor dem Closing zu vermeiden. Anti-Leakage Covenants untersagen beispielsweise Gewinnausschüttungen, Rückzahlungen von Gesellschafterdarlehen, zusätzliche Managementvergütungen oder Bonuszahlungen an Mitarbeiter ohne die vorherige Zustimmung des Käufers.
- ▶ Beim Locked-Box-Mechanismus sind keine Closing Accounts erforderlich. Somit sind auch diesbezügliche Streitigkeiten ausgeschlossen.

- ▶ Die Verwendung eines Locked-Box-Mechanismus bedeutet, dass alle kaufpreisrelevanten Sachverhalte im Laufe der Financial Due Diligence aufgedeckt und in die Kaufpreisverhandlungen integriert werden müssen. Es gibt kaum die Möglichkeit der Aufschiebung bis zum Closing, so wie dies bei Preisanpassungsmechanismen der Fall ist.
- ▶ Unsere Erfahrung zeigt, dass der Locked-Box-Mechanismus derzeit vornehmlich von der Verkäuferseite bevorzugt wird. Zum einen bietet er dem Verkäufer mehr Sicherheit bezüglich des endgültigen Kaufpreises (dies ist insbesondere bei einem Auktionsverfahren ein grosser Vorteil für den Verkäufer). Zum anderen wird so die möglicherweise zeitaufwendige Erstellung der Closing Accounts vermieden, die den Verkäufer, der die Kontrolle und das Eigentum am Unternehmen bereits abgegeben hat, eventuell davon abhält, sich auf andere Geschäfte zu konzentrieren.

Ernst & Young

Assurance | Tax | Legal | Transactions | Advisory

In der Schweiz erhalten Sie von unseren Spezialisten im Bereich Transaction Advisory Services integrierte und objektive Beratungsdienstleistungen bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Transaktionen. Wir arbeiten mit Ihnen zusammen, um Gelegenheiten zu identifizieren, die Effizienz Ihrer Transaktionen zu steigern und damit Sie Ihre strategischen Ziele erreichen. Unsere Transaktionsspezialisten vereinen die erforderlichen Branchenkenntnisse mit Erfahrung in der Transaktionsabwicklung und sind so in der Lage, Sie während des gesamten Transaktionszyklus zu unterstützen – sowohl global als auch lokal. So hebt sich Ernst & Young von der Konkurrenz ab.

Ernst & Young bezieht sich auf die globale Organisation der Mitgliedsfirmen von Ernst & Young Global Limited, von denen jede eine eigene Rechtseinheit bildet. Ernst & Young Global Limited, UK, erbringt keine Dienstleistungen für Kunden.

www.ey.com

© 2008 Ernst & Young AG
All Rights reserved

Diese Publikation enthält Informationen in zusammengefasster Form und dient daher nur der allgemeinen Orientierung. Sie ersetzt keine detaillierte Recherche oder fachmännische Beratung. Weder EYGM Limited noch ein anderes Mitglied von Ernst & Young Global haften für Schäden, die aus Handlungen oder Unterlassungen von Personen auf der Grundlage von Informationen in dieser Publikation entstehen. Für alle konkreten Fragen sollten die Dienste eines qualifizierten Beraters in Anspruch genommen werden.

Chris Tattersall

Partner Transaction Support

Bleicherweg 21. CH-8022 Zurich

Tel: +41 58 286 30 68

Mobile: +41 58 289 30 68

chris.tattersall@ch.ey.com

Jvo Grundler

Partner Transaction Legal

Bleicherweg 21. CH-8022 Zurich

Tel: +41 58 286 44 02

Mobile: +41 58 289 44 02

jvo.grundler@ch.ey.com

Luise Kremer

Assistant Transaction Support

Bleicherweg 21. CH-8022 Zurich

Tel: +41 58 286 46 84

Mobile: +41 58 289 46 84

Fax: +41 58 286 30 25

luise.kremer@ch.ey.com