

Finanzverbindlichkeiten beim Unternehmenskauf

Kaufpreisverhandlungen im eigenen Interesse beeinflussen

Von Peter Längle und Stefan Ruff, Rödl & Partner

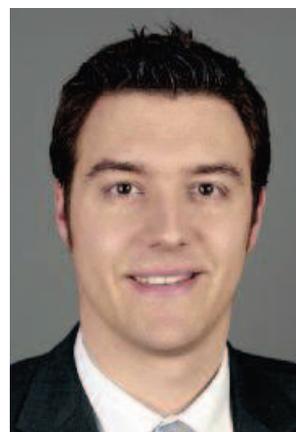
Die Abgrenzung der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) von denjenigen Verbindlichkeiten, die zum Working Capital gehören, erweist sich oftmals als neuralgischer Punkt im Rahmen der Vertragsverhandlungen bei Unternehmenstransaktionen: Es wird im ersten Schritt oft ein Gesamtkaufpreis (Entity Value) verhandelt, der sich beispielsweise aus Multiplikator mal EBIT ergibt. Die Überleitung vom Gesamtkaufpreis zum Eigenkapitalkaufpreis (Equity Value) erfolgt durch den Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten vom Gesamtkaufpreis. Was genau unter das Net Debt fällt und damit den Abzugsposten darstellt, ist jedoch regelmäßig strittig. Sofern Schulden aus dem laufenden Geschäft (wie z.B. Lieferantenverbindlichkeiten) dem Working Capital zugerechnet werden, erfolgt konsequenterweise kein Abzug solcher Verbindlichkeiten vom Kaufpreis. Seitens des Käufers besteht der Anreiz, eine möglichst umfassende Definition des Net Debt in den Verhandlungen durchzusetzen, da sich dadurch der Kaufpreis für die Gesellschaftsanteile reduziert. Umgekehrt möchte der Verkäufer zur Kaufpreismaximierung die Nettofinanzverbindlichkeiten eng eingrenzen. Neben wenig umstrittenen Bestandteilen des Net Debt wie z.B. Bankverbindlichkeiten oder Darlehen geben andere Sachverhalte wie Pensionsverpflichtungen, Leasing oder Factoring häufig Anlass zu Diskussionen.

Pensionsverpflichtungen als finanzieller Schuldposten

Zu den potenziellen Streitfragen gehören regelmäßig die Pensionsverpflichtungen. Zum einen muss sichergestellt werden, dass diese – auch wenn u.U. keine Bilanzierungspflicht nach EGHGB besteht (sogenannte Altverpflichtun-



Peter Längle



Stefan Ruff

gen) – unabhängig von deren Bilanzausweis berücksichtigt werden. Zum anderen stellt sich die Frage, ob die Verpflichtungen der Höhe nach ausreichend dotiert sind. Letztlich ist eine Übereinkunft darüber zu erzielen, ob Pensionsverpflichtungen Teil des Working Capitals sind oder Finanzverbindlichkeiten darstellen. Die Mehrheit der Verhandlungspartner dürfte wohl einen Abzug dieser Verbindlichkeiten als (finanzielle) Schuld akzeptieren. Letztlich handelt es sich wie bei Bankverbindlichkeiten um einen langfristigen Kredit (durch Arbeitnehmer an den Arbeitgeber) bis zum Eintritt in die Rente.

Leasing ist der Fremdkapitalfinanzierung äquivalent

Leasinggeschäfte können in der Form des Operating Lease oder als Finanzierungsleasing bestehen. Nur im Fall des Finance Lease wird beim Leasingnehmer ein Vermögensgegenstand und gleichzeitig eine Verbindlichkeit bilanziert. Diese Verbindlichkeit wird gewöhnlich im Net Debt berücksichtigt. Beim Operating Lease hingegen wird keine (Finanz-)Verbindlichkeit passiviert. Zu zahlende Leasingraten reduzieren das Ergebnis. Sofern der gesamte Leasingaufwand im operativen Ergebnis berücksichtigt ist, geht er zutreffend in etwaige Gesamtwertkalküle

ZU DEN PERSONEN: PETER LÄNGLE UND STEFAN RUFF

Peter Längle ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater bei der Beratungskanzlei Rödl & Partner in München und leitet dort den Bereich Transaction Services als verantwortlicher Partner. Stefan Ruff ist Wirtschaftsprüfer und Associate Partner bei Rödl & Partner in München. www.roedl.de

TAB. 1: FINANZIELLE SCHULDPOSTEN ALS ABZUGSPOSITIONEN

„Klassische“ wenig umstrittene Schuldpositionen	„Versteckte“ Finanzschulden
• Bankverbindlichkeiten	• Pensionsverpflichtungen
• Darlehen	• Leasing (Operate & Finance)
• Sonstige kreditähnliche Verpflichtungen	• Factoring (echt und unecht)
	• Passive latente Steuern
	• Eventualverpflichtungen
	• U.v.m.

Quelle: Rödl & Partner

(z.B. EBIT mal Faktor) ein. Ist jedoch ein erheblicher Teil der Leasingaufwendungen im Finanzergebnis erfasst, müsste das Leasinggeschäft wirtschaftlich betrachtet als Net Debt erfasst werden.

Echtes Factoring als Liquiditätsbeschaffungsmaßnahme

Beim unechten Factoring liegt eine Situation ähnlich dem Finanzierungsleasing vor: Trotz des erfolgten Verkaufs von Forderungen sind diese aufgrund der handelsrechtlichen Vorschriften beim ursprünglichen Gläubiger zu bilanzieren. Gleichzeitig besteht neben den Forderungen eine korrespondierende Finanzverbindlichkeit gegenüber dem Käufer der Forderungen. Anders ist die Situation beim echten Factoring. Der Verkäufer reduziert die Nettofinanzschulden, indem er Forderungen an Dritte bilanzwirksam verkauft. Eine Verbindlichkeit entsteht nicht. Durch ein solches Factoring wird vermieden, dass das Unternehmen zur Finanzierung des betriebsbenötigten Working Capital Fremdkapital aufnimmt. Würde man diese Form des Factoring nicht als Finanzierungsgestaltung berücksichtigen, d.h. keine Finanzverbindlichkeit zum Abzug bringen, würde man verkennen, dass das durchschnittliche betriebsnotwendige Working Capital faktisch höher ist – und Finanzierungskosten außerhalb des operativen Ergebnisses verursacht.

Passive latente Steuern

Ein Passivposten für latente Steuern wird gebildet, wenn der tatsächliche Steueraufwand vorübergehend niedriger ist, als es Gewinn mal Steuersatz laut HGB oder IFRS Abschluss erwarten ließe, und sich dieser Effekt in Zukunft wieder umkehrt. Die Umkehrung des Effekts hieße konkret, dass später eine verhältnismäßig hohe tatsächliche Steuer zu entrichten ist, obwohl die Gewinne laut (Konzern-)Abschluss deutlich kleiner sind als die steuerliche Bemessungsgrundlage. Diese bereits heute bekannten späteren Steuerbelastungen wird ein Investor nicht tragen, da er zukünftig auch keine korrespondierenden ausschüttungsfähigen Gewinne für diese Steuern erhält. Durch die Berücksichtigung passiver latenter Steuern als Net Debt

Position erfolgt im Rahmen der Kaufpreisanpassungen ein ökonomisch fairer Ausgleich.

Haftungsverhältnisse und Eventualverbindlichkeiten als weitere Stolpersteine

Schwierig gestaltet sich die Beurteilung von Haftungsverhältnissen (z.B. aus Bürgschaften oder Gewährleistungsverträgen) und Eventualverbindlichkeiten (z.B. aus Besserungsscheinen). Mangels konkreter Eintrittswahrscheinlichkeiten und Quantifizierung können diese Sachverhalte im Kaufvertrag über Garantien oder Freistellungsverpflichtungen des Verkäufers abgedeckt werden. Eine Auseinandersetzung mit Einfluss auf den Kaufpreis bliebe also bis zum potenziellen Eintreten solcher Verpflichtungen verschoben. Im Fall, dass der Verkäufer nicht bereit wäre, solche Garantien und Freistellungsverpflichtungen vertraglich zu vereinbaren, bleibt eine Erhöhung der Nettofinanzverbindlichkeiten als möglicher Weg, diese Risiken zu berücksichtigen.

Fazit:

Diese beispielhaft dargelegten Aspekte zur Berücksichtigung von Finanzschulden beim Unternehmenskauf zeigen Streitpotenzial. Darüber hinaus können weitere mehr oder weniger klar ersichtliche finanzielle Schuldposten handelsrelevant sein, wie z.B. negative Zeitwerte von Finanzderivaten, außerordentlich niedrige Working-Capital-Werte, die deutlich unter langfristigen Durchschnitten liegen, unterlassene notwendige Investitionen und vieles mehr. Aufgrund der Vielfalt der möglichen zu berücksichtigenden Sachverhalte ist jeweils eine individuelle Analyse des Transaktionsobjektes angeraten. Unabhängig von der finalen Berücksichtigung der einzelnen Aspekte sollten Käufer und Verkäufer bereits am Anfang der Verhandlungen auf die genannten Sachverhalte und deren Wechselwirkungen mit Bilanz- sowie GuV-Positionen sensibilisiert sein, um überzeugende Argumente für sich in den Verhandlungen zu finden und ihre Verhandlungspositionen erfolgreich durchzusetzen.