

# Unternehmens- bewertung und Kaufpreis

## Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10


Die Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung sind aus kommerzieller Sicht entscheidende Aspekte einer Unternehmenstransaktion. Die Komplexität der Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung machen es erforderlich, dass Experten hinzugezogen werden, die idealerweise auch mit der jeweiligen Branche des Zielunternehmens vertraut sind. Auch wenn die Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung damit ein Spielfeld von Spezialisten ist, sollten rechtliche Berater dennoch mit grundlegenden Begrifflichkeiten und Mechanismen vertraut sein, um Unternehmenskaufverträge verhandeln zu können.

In der Praxis der Unternehmensbewertung kommen als **Bewertungsverfahren** am häufigsten das **Discounted-Cash-Flow-Verfahren** und das **Multiplikatorverfahren** zur Anwendung. Deutlich seltener, aber dennoch praxisrelevant, sind das LBO-Verfahren, das Substanzwertverfahren und verschiedene Mischformen der genannten Bewertungsverfahren. In zeitlicher Hinsicht wird bei den Bewertungsverfahren typischerweise auf zwei alternative Stichtage abgestellt, die ihrerseits Auswirkungen auf die Gestaltung des Unternehmenskaufvertrages haben: wird auf einen Stichtag in der Vergangenheit abgestellt, kommt im Unternehmenskaufvertrag das **Locked-Box-Konzept** zur Anwendung, wird auf einen Übertragungstichtag in der Zukunft abgestellt,



**Dr. Georg Greitemann**  
POELLATH  
Frankfurt am Main  
+49 (69) 247047 - 24  
[georg.greitemann@pplaw.com](mailto:georg.greitemann@pplaw.com)



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:  
[www.pptraining.de](http://www.pptraining.de)

kommt das Closing-Accounts-Konzept zur Anwendung.

Abgesehen vom Substanzwertverfahren ist allen vorgenannten Bewertungsverfahren gemein, dass diese den **Enterprise Value** (auch *Entity Value* genannt) ermitteln. Der *Enterprise Value* stellt den Wert des gesamten Unternehmens auf Grundlage der zukünftig zu erwartenden Mittelzuflüsse (*Cash Flows*), unabhängig von der Art der Finanzierung des Unternehmens (Finanzierung durch Eigen- oder Fremdkapital). Der Käufer will dagegen nur den **Equity Value** des Unternehmens bezahlen und nicht etwaige Schulden zusätzlich abgelten. Der Verkäufer will sich dagegen liquide Mittel im Unternehmen (bspw. Kassenbestand) zusätzlich vergüten lassen. Aus diesem Grund wird der *Enterprise Value* um verschiedene Positionen korrigiert. Ein typisches Konzept, um diese Positionen zu neutralisieren und auch die Vergleichbarkeit verschiedener Angebote herzustellen ist das **Cash-Free/Debt-Free-Konzept**. Bei diesem Konzept wird dem *Enterprise Value* etwaiges *Cash* hinzugerechnet und *Debt* abgezogen. Auch das *Working Capital* ist anzupassen. Vereinfacht kann diese Vorgehensweise mit dem nachfolgenden Schema skizziert werden:

## Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-  
Transaktionen und  
Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus  
Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due  
Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung  
und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung,  
Kartellrecht und  
Investitionskontrolle
7. Minderheits- und  
Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

### Enterprise Value

./ . Debt

+ Cash

+./ . Working Capital Anpassung

Equity Value = Kaufpreis

Unter der eben genannten Position „**Cash**“ sind alle Barmittel des Unternehmens zu verstehen (bspw. Kassenbestand, Bankguthaben, kurzfristig liquidierbare Wertpapiere etc.). Diese sind dem Enterprise Value hinzuzurechnen, da diese Mittel vom Käufer des Unternehmens sofort entnommen werden könnten. Typischer Gegenstand von Verhandlungen sind „Problemfälle“ des *Cash*: „*Trapped Cash*“ (Barmittel, deren Auszahlung Beschränkungen unterliegt), Forderungen aus Gesellschafterdarlehen, Forderungen aus *Cash-Pooling*, Ansprüche aus Versicherungen etc.

Unter der Position „**Debt**“ sind Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens zu verstehen (bspw. Anleihen, Schuldverschreibungen, Verbindlichkeiten gegenüber

Banken oder anderen Darlehensgebern etc.). Diese werden vom *Enterprise Value* abgezogen, da der Käufer diese üblicherweise ablösen müsste. Gegenstand von Verhandlungen sind typischerweise Positionen, die wie *Debt* zu behandeln sind (sog. *Debt-like-items*): bspw. Finanzierungsleasing, ungedeckte Pensionsverpflichtungen, Steuerverbindlichkeiten, unterlassene Investitionen (*Capex-Backlog*), Verbindlichkeiten aus *Cash-Pooling* etc.).

Daneben sind im Rahmen der Unternehmensbewertung Anpassungen des **Working Capital** üblich. Unter der Position „*Working Capital*“ sind Vorräte und Forderungen aus Lieferung und Leistung, abzüglich Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung zu verstehen. Anpassungen des *Working Capital* sind erforderlich, um Zufälligkeiten und auch Manipulationen der *Cash*- und *Debt*-Positionen zum Bewertungsstichtag zu vermeiden. So könnte der Verkäufer Einfluss auf den Wert des *Cash* (und damit auf den Unternehmenswert) nehmen, indem bspw. Lieferanten verzögert bezahlt werden oder Forderungen vorzeitig eingezogen werden. Üblich ist es, dass sich die Parteien auf einen Referenzwert des *Working Capital* verständigen, der zum *Closing* angepasst wird.

Für die Ermittlung des Kaufpreises zum Zeitpunkt des *Closings* ist entscheidend, dass die Positionen *Cash*, *Debt* und *Working Capital* im Kaufvertrag genau definiert werden und ein klarer Mechanismus vereinbart wird, nach dem der Kaufpreis final festgelegt wird. Da die Kaufpreisermittlung nicht selten zu erheblichen Diskussionen zwischen den Parteien führt, sollte auch ein Streitschlichtungsmechanismus im Kaufvertrag vorgesehen werden.