

Earn-out-Klauseln: Wichtige Tipps und Fallstricke bei M&A-Transaktionen

Interview mit Dr. Daniel Kaut, KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, und Christin Müller, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

1. Einleitung

► „Ohne Earn-out haben wir keinen Deal.“ Dieser Satz ist angesichts des gegenwärtig herausfordernden Marktumfelds häufig zu hören. Obwohl die Hochphase des M&A-Marktes bis Ende 2021 bereits mehr als zwei Jahre zurückliegt, prägt sie noch immer die Kaufpreis-erwartungen der Verkäufer. Auch die Hoffnung auf bald sinkende Zinsen stützt diese Erwartungen. Käufer hingegen zögern, Kaufpreise auf Basis von Hoffnungen zu kalkulieren, und sie sind insbesondere vor dem Hintergrund gestiegener Finanzierungskosten oft nicht bereit, die Erwartungen der Verkäufer zu erfüllen.

Was sind die möglichen Konflikte, die sich aus dieser Diskrepanz zwischen Verkäufer- und Käuferseite in Bezug auf den zu zahlenden Kaufpreis bei M&A-Transaktionen ergeben können? Wie beeinflusst der vermehrte Einsatz von Earn-out-Klauseln die Praxis und wo liegen mögliche Fallstricke?

M&A Review: Im Transaktionskontext und in Bezug auf Kaufpreisstreitigkeiten hat das Thema Earn-out stark an Relevanz gewonnen. Was ist unter dem Begriff zu verstehen?

Christin Müller: Unter Earn-out versteht man grundsätzlich die Vereinbarung, dass ein Teil des Kaufpreises abhängig von der Performance des Zielunternehmens nach der Akquisition berechnet wird. Dies ermöglicht eine akzeptable Gestaltung der Gegenleistung für beide Seiten, da der Kaufpreis nur bei Erreichung definierter Ziele erhöht wird. Diese Ziele können finanzielle Größen wie Umsatz oder EBITDA sowie nicht-finanzielle Größen wie erfolgreiche Patentanmeldungen oder die Markteinführung bestimmter Produkte sein.

M&A Review: Wieso sind Earn-outs im aktuellen Marktumfeld solch ein großes Thema?

Dr. Daniel Kaut: Wir sehen nach wie vor sehr unterschiedliche Preisvorstellungen bei Käufern und Verkäufern. Die Bewertungen aus der Boomphase bis Ende 2021 haben die heutigen Anteilseigner meist noch im Kopf. Die Bieter hingegen orientieren sich an den aktuellen Kursen der Wettbewerber eines Targets, an den hohen Zinsen und dem insgesamt eher unsicheren Marktumfeld. Solange diese Bewertungslücken bestehen, kann ein Earn-out als Instrument dienen, um diese zu überbrücken.

M&A Review: Gibt es typische Rahmenbedingungen oder Konstellationen, die besonders streitanfällig sind? Welche Risiken bestehen bei Earn-outs grundsätzlich?

Christin Müller: Insbesondere bei großen Erwartungslücken zwischen Käufer und Verkäufer werden oft sehr ambitionierte Ziele festgelegt. Dies kann zu Konflikten führen, insbesondere wenn der Verkäufer noch aktiv in das Management des Unternehmens eingebunden ist. In dieser Zeit können Meinungsverschiedenheiten über die Geschäftsführung zu Streitigkeiten führen, da sie Auswirkungen auf die für die Earn-out-Parameter relevanten Kennzahlen haben können. Der Verkäufer wird unbedingt versuchen, das Earn-out-Ziel auf Geschäfts- und formaler Entscheidungsebene zu erreichen. Oft wird das Risiko übersehen, dass sich das Verhältnis zwischen Käufer und Verkäufer in der täglichen Geschäftspraxis ohnehin schon verschlechtern kann, was unmittelbare Auswirkungen auf den Earn-out hat.

Darüber hinaus können hohe Multiples zusätzliches Streitpotenzial bieten, insbesondere wenn ein hoher Earn-out auf Basis eines relativ geringen Ergebnisbeitrags gezahlt wird und der Earn-out zusätzlich binär ausgestaltet ist. Das heißt bei einer Überschreitung eines Schwellenwerts wird vollständig bezahlt, darunter gar nichts. In diesem Fall kann ein vergleichsweise kleiner und unter normalen Umständen unbe-

deutender Sachverhalt das Zünglein an der Waage sein und über die Zahlung eines millionenschweren Earn-outs entscheiden.

Besonders streitanfällig ist es, wenn die Due Diligence schon mehrere Monate dauert, die Kaufpreisverhandlung stagniert und man dann einen Earn-out als letztes Mittel sieht, um den Deal noch innerhalb sehr kurzer Zeit abzuschließen. Bei solchen „Last-Minute-Earn-outs“ besteht in der vertraglichen Umsetzung aus Finanzsicht zudem die Gefahr, dass Formulierungen in den entsprechenden Vertragsklauseln zu vage bleiben. Dies liegt daran, dass eine schnelle Vorausschau auf potenzielle Fallkonstellationen für Sondereffekte oder Normalisierungen in der Zukunft hochkomplex und oft unmöglich ist. Es werden dann sehr allgemeine und weite Anpassungsklauseln für Sondereffekte vereinbart, um alle denkbaren Anpassungen künftiger Erträge und Aufwendungen im Voraus zu erfassen. Solche Klauseln sind ein Einfallstor für Diskussionen, je nachdem, für welche der Parteien es gut lief und für welche nicht. Daher sollte man sie vermeiden.

Dr. Daniel Kaut: Problematisch ist es in der Tat vor allem dann, wenn ein Earn-out als vermeintlich einfaches Instrument zum Ausgleich von Bewertungsdifferenzen verstanden und schnell etwas zusammengeschustert wird. Dies sind Scheinlösungen, die das bestehende Problem – unterschiedliche Bewertungsannahmen der Beteiligten – nur in die Zukunft verlagern. Dort stellt es sich dann nicht selten in viel gravierenderer Form dar: Erstens, weil dann aus Bewertungsannahmen Bewertungsrealität geworden ist und eine Partei möglicherweise erkennt, dass ihre Erwartungen enttäuscht wurden. Sie kann dann versucht sein, ihre Position durch aggressives Verhandeln oder durch Einfluss auf die Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens zu verbessern. Zweitens, weil die Parteien im Nachhinein oft ein völlig anderes Verständnis von der vereinbarten Regelung haben. Drittens, weil das disziplinierende Moment, einen Vertrag abschließen zu wollen und sich einigen zu müssen, mit dem Closing wegfällt und das Ende der Earn-out-Periode oft auch das Ende der gemeinsamen Zusammenarbeit darstellt. Aber auch dort, wo die Parteien gut zusammenarbeiten, kann sich eine bei Vertragsabschluss vereinbarte Regelung als nicht mehr sinnvoll erweisen. Wenn beispielsweise der Earn-out eine stark gewichtete Profitabilitätskomponente enthält, das wirtschaftliche Umfeld es aber irgendwann erfordert, das Geschäft des Zielunternehmens auf Umsatzwachstum auszurichten, dann passen die damit in der Regel verbundenen Kostensteigerungen nicht mehr in die Grundlogik des vereinbarten Earn-out.

M&A Review: [Zurzeit lässt sich ja eine starke Zunahme der Kaufpreisstreitigkeiten beobachten. Welche Möglichkeiten bieten sich in der Praxis, um Konfliktpotenzial bei Earn-outs zu verringern?](#)

Dr. Daniel Kaut: Es ist wichtig sicherzustellen, dass alle Parteien die Komplexität des Earn-out-Modells verstehen und sich nicht voreilig darauf festlegen. Zudem sollte der Prozess der Earn-out-Strukturierung transparent gestaltet werden. Es ist notwendig zu vereinbaren, wie das Zielunternehmen während der Earn-out-Periode geführt werden soll. Insbesondere muss entschieden werden, ob der Fokus auf Umsatzwachstum, Profitabilität oder der Erreichung anderer Ziele (Patent oder Marktreife eines Produktes) liegen soll. Basierend darauf sollte die Grundstruktur des Earn-outs gewählt werden.

Außerdem muss man sich auf einen angemessenen Betrachtungszeitraum verständigen. Meiner Meinung nach beträgt dieser in der Regel maximal zwei Jahre, da die relevanten Kennzahlen sonst zu stark variieren und die Wahrscheinlichkeit von Streitigkeiten steigt.



Ebenso ist präzise zu definieren, welche KPIs für die Berechnung des Earn-out relevant sind und wie sie ermittelt werden. Es muss sichergestellt sein, dass eine Manipulation der KPIs durch eine nicht sachgerechte Unternehmensführung des im Unternehmen verbleibenden Verkäufers oder durch die Einführung von Umlagen oder ähnlichem durch den Käufer so weit wie möglich ausgeschlossen wird.

Schließlich sollte man auch außerhalb des Earn-outs versuchen, Streitpotenzial zu minimieren. Eine Möglichkeit hierfür ist beispielsweise eine W&I-Versicherung für eventuelle Garantieverletzungen. Wenn die Parteien gerade über eine Garantieverletzung streiten, wird die Berechnung des Earn-outs unter Umständen nicht einfacher.

Christin Müller: Nach meiner Erfahrung lassen sich Streitigkeiten bezüglich Earn-out-Klauseln nie vollständig vermeiden. Parteien, die sich für einen Earn-out entscheiden, sollten dessen bewusst sein. In der Regel wird die Diskussion über den endgültigen Kaufpreis vom Zeitpunkt vor dem Signing auf den Earn-out-Zeitpunkt in der Zukunft verschoben. Aus der Finanz- und Rechnungslegungssicht empfiehlt es sich, die Earn-out-Parameter möglichst präzise und falls möglich mit Referenz auf die relevanten Rechnungslegungsstandards zu definieren, sodass sie objektiv nachvollziehbar sind. Weit gefasste Öffnungsklauseln und unpräzise Formulierungen wie zum Beispiel „any non-recurring or extra-ordinary income/expense should be disregarded for calculating the earn-out“ sollten vermieden werden. Diese Formulierung führt häufig zu Streitigkeiten zwischen den Vertragsparteien. Man denke hierbei nur an die zahlreichen Krisen der letzten Jahre, deren Auswirkungen unter Umständen unter eine solche Klausel subsumiert werden könnten. In Hinblick auf die Ausgestaltung der Earn-out-Zahlungen ist es aus unserer Sicht empfehlens-

Abb. 1 • Dos and Don'ts in Bezug auf Earn-outs

Quelle: Eigene Darstellung

<div style="text-align: center; margin-bottom: 10px;">  </div> <div style="border: 1px solid orange; padding: 10px;"> <ul style="list-style-type: none"> + Vereinbarung gleitender Earn-outs statt einer einzigen Earn-out-Schwelle + Präzise Definition der für die Berechnung des Earn-outs relevanten KPIs + Wahl eines angemessenen Betrachtungszeitraums; wobei dieser im Regelfall zwei bis drei Jahre nicht überschreiten sollte </div>	<div style="text-align: center; margin-bottom: 10px;">  </div> <div style="border: 1px solid blue; padding: 10px;"> <ul style="list-style-type: none"> ■ Vereinbarung von Earn-outs als Last-Minute-Lösung zur Rettung des Deals ■ Außerachtlassen von Manipulationsmöglichkeiten der Earn-out-relevanten KPIs ■ Vernachlässigung von Governance- und Rechnungslegungsfragen </div>
--	---

wert, gleitende Earn-out-Regelungen zu wählen anstatt einer binären Null- oder Eins-Regelung. Außerdem sind niedrigere Multiples für den Earn-out nach unserer Erfahrung weniger problematisch.

M&A Review: Wer wünscht sich denn diese Option mehr: Käufer oder Verkäufer?

Dr. Daniel Kaut: Es gibt derzeit weniger Wettbewerb auf der Käuferseite, und tendenziell würde ich sagen, dass es eher die Käufer sind, die das Instrument vorschlagen.

Christin Müller: Dies deckt sich auch mit unseren aktuellen Erfahrungen im Markt.

M&A Review: Was sind zusammengefasst die wichtigsten Empfehlungen beim Instrument Earn-out?

Dr. Daniel Kaut: Die Entscheidung, ob ein Earn-out sinnvoll ist, sollte kritisch reflektiert werden. Wenn es für alle Beteiligten als beste Lösung erscheint, sollte das Instrument sorgfältig strukturiert und für verschiedene Szenarien durchgerechnet werden. Dies sollte immer transparent geschehen, damit alle Beteiligten wissen, worauf sie sich einlassen. Abschließend sollten Juristen und Finanzexperten in enger Abstimmung das von den Parteien entwickelte Konzept umsetzen. Dieser Prozess kann mühsam sein und erfordert eine sorgfältige Abstimmung. Ein guter Berater nimmt sich dafür Zeit, auch wenn die Parteien es eilig haben, und unsere Empfehlung wäre auch, dass die Parteien sich die nötige Zeit nehmen. Schließlich geht es meist um erhebliche finanzielle Mittel.

Christin Müller: Generell gilt: Je einfacher die Earn-out-Regelung, desto geringer ist der Spielraum für potenzielle Manipulationen und damit auch für Meinungsverschiedenheiten. Ein kurzer Earn-out-Zeitraum ist im Allgemeinen zu bevorzugen. Je weiter oben in der Gewinn- und Verlustrechnung die Earn-out Basis angesetzt wird – von den Umsätzen am Anfang bis zum Jahresergebnis am Ende –, desto weniger Möglichkei-

ten gibt es, die Earn-out-Basis zu „managen“, da die Umsätze/verkauften Mengen tendenziell weniger streitanfällig sind als der Gewinn. Jedoch sollte in einem solchen Fall eine Mindestmarge vereinbart werden, um den „Einkauf“ wenig profitabler Umsätze zur Erreichung des Earn-out-Ziels zu verhindern. Eine Empfehlung für Verkäufer ist auf jeden Fall, die Anwendung einheitlicher Rechnungslegungsgrundsätze zu verlangen und sich weitreichende Informationszugriffsrechte einräumen zu lassen. Zusammenfassend gilt: Earn-out-Regelungen sollten vor dem Hintergrund der jeweiligen Umstände des Einzelfalls sorgfältig formuliert werden, um das Streitpotenzial so weit wie möglich zu minimieren.

M&A Review: Vielen Dank für das Gespräch. ■



Dr. Daniel Kaut ist Partner bei KPMG Law und führt dort als Teil des Leitungsgremiums der Kanzlei den Cluster Corporate/M&A mit mehr als sechzig auf M&A, Private Equity, Venture Capital, Gesellschaftsrecht, Umstrukturierungen, Restrukturierung und Insolvenz sowie Kartellrecht spezialisierten Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälten. Er hat über 20 Jahre Erfahrung in der rechtlichen Beratung bei allen Arten von nationalen und internationalen Buy- und Sell-Side M&A-Transaktionen, bei der Errichtung und Auflösung von Joint Ventures sowie bei Unternehmensumstrukturierungen.

Christin Müller ist Steuerberater und Partner bei KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft im Bereich Deal Advisory. Mit ihrer mehr als 16-jährigen Erfahrung im Finance/Accounting-Umfeld begleitet sie Mandanten durch den gesamten Transaktionsprozess. Im Vorfeld der Vertragsunterzeichnung bringt sie ihre Erfahrung aus der Strukturierung und Optimierung zahlreicher Kaufverträge ein und unterstützt Mandanten nach Signing bei der Lösung komplexer M&A Disputes. In diesem Rahmen ist sie auch selbst schlichtend als neutraler Schiedsgutachter (Independent Expert) für Kaufpreisstreitigkeiten aktiv. In nationalen und internationalen Schiedsverfahren bringt sie ihre Expertise als Parteigutachter/Expert Witness ein.