

Working Capital im Spannungsfeld der Financial Due Diligence und des Kaufvertrags

Natalie Luong, Christin Müller & Dr. Peter Müller, KPMG AG

1. Einleitung

▶ Vor dem Hintergrund der aufgrund des anhaltend hohen Zinsniveaus gestiegenen Fremdkapitalkosten sehen sich Unternehmen mit zusätzlichen Kosten konfrontiert, falls sie ihr Betriebskapital (Working Capital) nicht in Hinblick auf ihr Geschäftsmodell optimiert haben. In dem derzeit dynamischen und oft unsicheren wirtschaftlichen Umfeld ist ein effektives Working-Capital-Management von entscheidender Bedeutung, da es dazu beiträgt, die finanzielle Stabilität eines Unternehmens oder einer Unternehmensgruppe zu sichern und gebundenes Kapital freizusetzen. Entsprechend haben Unternehmen ein zunehmendes Interesse, ihr Working Capital durch aktives Management zu optimieren.

Das Working Capital stellt eine bedeutsame Kennzahl dar, nicht nur um die finanzielle Flexibilität und Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens zu messen, sondern auch als ein zentrales Element im Fall von Kaufpreisanpassungsmechanismen. Zwar existiert für das Working Capital keine Legaldefinition, jedoch ermittelt sich diese Kennzahl regelmäßig aus der Differenz der kurzfristigen Vermögensgegenstände und der kurzfristigen Verbindlichkeiten sowie Rückstellungen des Unternehmens, soweit diese nicht zinstragend sind und der operativen Geschäftstätigkeit zuzuordnen sind.

Die Zusammensetzung und das Management der einzelnen Positionen des Working Capitals stellen bei einer Unternehmenstransaktion im Rahmen einer Financial Due Diligence zentrale Analysefelder dar und sind in Abhängigkeit des genutzten Kaufpreismechanismus im Kaufvertrag zu reflektieren. Der gewählte Mechanismus legt dabei die im Rahmen der Analyse zu

untersuchenden Perioden und Stichtage fest und bestimmt den Umfang der vertraglichen Regelungen. Eine fundierte Analyse des normalisierten Working Capitals ist jedoch nicht nur für die Kaufpreisermittlung entscheidend, sondern bietet dem Investor auch Einblicke in mögliche Wertsteigerungspotenziale und finanzielle Risiken, wie Wertzuflüsse aus dem Abbau von Working Capital oder der Identifizierung eines erhöhten Finanzierungsbedarfs.

2. Analysen des Working Capital im Rahmen der Financial Due Diligence

2.1 Darstellung und Umfang des Working Capital

Die Working-Capital-Analyse im Rahmen der Financial Due Diligence folgt regelmäßig nicht der in der Bilanzierung üblichen Gegenüberstellung der Aktiva und Passiva, sondern wird typischerweise in der Darstellung einer Nettovermögensübersicht (sog. „Net-Asset-Format“) aufgebaut. Diese ordnet die Bilanzpositionen dem Working Capital, den Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt, welches auch die Barmittel des Unternehmens umfasst) sowie einer sonstigen Kategorie (hierbei vor allem Anlagevermögen) zu, deren Summe dem Eigenkapital entspricht. Dieses Format zielt auf eine adressatengerechte Darstellung der Bilanz aus kaufpreisrelevanter Sicht ab. Das Net-Asset-Format liefert damit einem potenziellen Investor Transparenz über das im operativen Betrieb gebundene und zu finanzierende Working Capital sowie über die Nettofinanzverbindlichkeiten, die im Rahmen der Kaufpreisbrücke (sogenannten EV-to-Equity Bridge) vom Unternehmenswert grundsätzlich in Abzug gebracht und je nach Verhandlungsergebnis bei der Ermittlung des Kaufpreises berücksichtigt werden können.



Im Ausgangspunkt umfasst das Working Capital kurzfristige Vermögensgegenstände, kurzfristige Verbindlichkeiten und kurzfristige Rückstellungen, soweit diese nicht zinstragend sind und dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb dienen. Dabei wird zwischen dem Working Capital im engen Sinne, dem sogenannten Trade Working Capital, sowie dem Working Capital im weiteren Sinne, dem Net Working Capital, unterschieden. Das Trade Working Capital ermittelt sich typischerweise aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie dem Vorratsvermögen abzüglich der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Das Net Working Capital umfasst zudem noch ausgewählte Positionen aus dem Bereich der sonstigen Vermögensgegenstände, sonstigen Verbindlichkeiten, sonstigen Rückstellungen und Rechnungsabgrenzungsposten. In der Praxis werden zudem auch teilweise die im operativen Geschäftsbetrieb gebundenen liquiden Mittel als Teil des Working Capital angesehen. Dies lässt sich besonders häufig bei Unternehmen aus dem stationären Handel beobachten, die in ihren Ladengeschäften eine bestimmte Menge an Barmitteln vorhalten müssen.

Die Working-Capital-Analyse sollte stets die spezifische Branche, das Marktumfeld und Finanzierungsstruktur der Zielgesellschaft beziehungsweise der Zielgruppe berücksichtigen. In Abhängigkeit dieser Faktoren kann die Definition des Working Capital hierbei mitunter deutlich von anderen Unternehmen abweichen.

2.2 Bereinigung und Adjustierung des Working Capital

Ein zentraler Aspekt der Working-Capital-Analyse im Rahmen einer Unternehmenstransaktion ist die Identifikation von Sachverhalten, die in Bilanzpositionen erfasst sind, die typischerweise dem Working Capital zugeordnet sind, jedoch inhaltlich Schulden ähnliche Positionen (sog. „debt-like items“) oder liquiden Mitteln ähnliche Vermögenspositionen (sog. „cash-like items“) darstellen. Derartige Sachverhalte sind insbesondere in den sonstigen Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten, sonstigen Rückstellungen und Rechnungsabgrenzungsposten enthalten. Eine detaillierte Betrachtung auf Kontenebene ist erforderlich, um zu entscheiden, ob eine Klassifizierung als Working Capital gerechtfertigt erscheint oder eine Umgliederung in die Nettofinanzverbindlichkeiten erfolgen sollte. Typische Sachverhalte, die regelmäßig zu den Nettofinanzverbindlichkeiten umgegliedert werden, sind beispielsweise Restrukturierungsrückstellungen, Dividendenverpflichtungen und Verbindlichkeiten aus Finanzierungs-Leasingverhältnissen. Auch im Trade Working Capital können Positionen mit Finanzierungscharakter enthalten sein, die einer Einzelfallbeurteilung bedürfen, wie zum Beispiel überfällige Lieferantenverbindlichkeiten. Zudem ist es notwendig, dass Normalisierungen des EBITDA korrespondierend im Working Capital und im Net

Debt berücksichtigt werden. Wird beispielsweise der Aufwand für die Bildung einer Rückstellung für Rechtsstreitigkeiten im EBITDA normalisiert, ist diese Rückstellung vom Working Capital ins Net Debt umzugliedern.

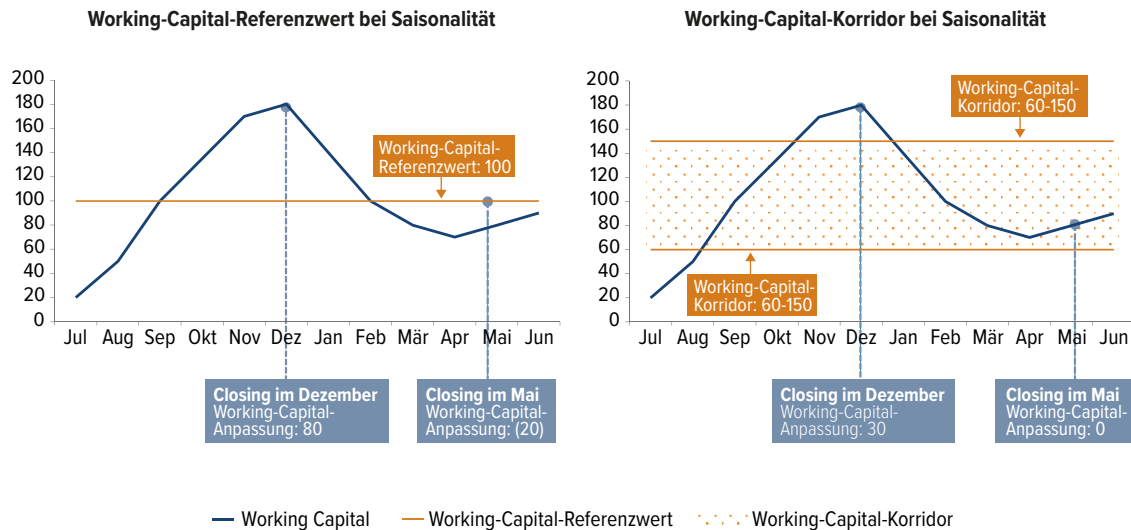
2.3 Saisonalität des Working Capital und Working-Capital-Referenzwert

Bei saisonal geprägten Geschäftsmodellen sind mitunter erhebliche unterjährige Schwankungen des Working Capital zu verzeichnen und deshalb im Rahmen der Analyse entsprechend zu berücksichtigen. Betrachtet man beispielsweise einen Süßwarenhersteller, lässt sich mit näher rückenden Oster- oder Weihnachtsfeiertagen ein erheblicher Anstieg des Working Capital beobachten. Einerseits steigen die Vorräte durch Aufbau von Lagerbeständen an, gleichzeitig erhöht sich der Forderungsbestand üblicherweise in Korrelation mit dem höheren Umsatz. Zur Jahresmitte hingegen sinken Vorräte und Forderungen wiederum und das Working-Capital-Niveau ist entsprechend niedriger. Erfolgt die Übernahme eines Unternehmens in der Nebensaison bei geringem Working-Capital-Bestand, muss der Käufer nach Vollzug der Transaktion zunächst den erneuten Aufbau des Lagerbestandes finanzieren. Dies kann beispielsweise durch ein Bankdarlehen nach Abschluss der Transaktion erfolgen. Ein solches Darlehen findet dann jedoch keine Berücksichtigung als Abzugsposition im Kaufpreis, weil diese Position zum Zeitpunkt der Transaktion noch nicht in den Nettofinanzverbindlichkeiten enthalten war. Um derartige stichtagsbedingte Nachteile zu vermeiden, einigen sich Käufer und Verkäufer im Rahmen der Kaufvertragsverhandlungen regelmäßig auf eine Kaufpreisanpassung auf Basis des Working-Capital-Bestands zum Stichtag. Hierzu dient ein zwischen den Parteien vereinbarter Working-Capital-Referenzwert (Working Capital Target), der meist dem durchschnittlichen beziehungsweise normalisierten Niveau des Working Capital entspricht. Das davon abweichende tatsächliche Working Capital am Transaktionsstichtag wird dann kaufpreismindernd oder -erhöhend berücksichtigt. Eine solche Kaufpreisanpassung erfolgt regelmäßig unabhängig von der Ausgestaltung des Kaufpreismechanismus als Locked Box oder Closing Accounts.

Gegenstand von Diskussionen und Verhandlungen kann dabei die Frage sein, ob das historisch beobachtbare Working Capital als Referenzwert dienen kann. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn das Zielunternehmen kein aktives Management des Working Capital betrieben hat und sich aus dem Abbau von Working Capital auf ein betriebsnotwendiges Niveau Mittelzuflüsse generieren lassen. Solche Potenziale lassen sich dabei auch im Rahmen der Financial Due Diligence durch die Analyse der Bestandteile, Kennzahlen und der Bewertung des Working Capital sowie durch die Ermittlung von Kennzahlen und branchenbezogenen Vergleichen feststellen.

Abb. 1 • Working-Capital-Referenzwert vs Working-Capital-Korridor

Quelle: KPMG AG



3. Working-Capital-Regelungen im Kaufvertrag

Maßgeblich für den Umfang der Regelungen zum Working Capital ist grundsätzlich der Kaufpreismechanismus. Bei der Verwendung eines Locked-Box-Mechanismus fließt die Differenz zwischen dem vereinbarten Working-Capital-Referenzwert und dem Working Capital zum Stichtag in den fixen Kaufpreis mit ein. Da der Kaufpreis bei Unterzeichnung des Kaufvertrags bereits festgeschrieben ist und keine spätere Ermittlung des Working Capital mehr notwendig ist, finden sich aus finanzieller Perspektive keine weiterführenden Definitionen oder Regelungen zum Working Capital im Kaufvertrag.

Im Gegensatz dazu sind bei Closing Accounts detaillierte Regelungen rund um die Definition des Working Capital zwingend notwendig, da in einem ersten Schritt das Working Capital zum Stichtag erst zu bestimmen ist. In einem zweiten Schritt wird die Differenz zwischen dem zum Stichtag ermittelten Wert mit dem vereinbarten Working-Capital-Referenzwert bestimmt. Eine Überschreitung des Working-Capital-Referenzwerts führt dabei grundsätzlich zu einer Kaufpreiserhöhung, während eine Unterschreitung eine Kaufpreisminderung nach sich zieht. In der Praxis weichen in einigen Fällen die Parteien von dieser überwiegend gewählten Vorgehensweise jedoch insbesondere dann ab, falls eine Einigung auf einen spezifischen Working-Capital-Referenzwert nicht gelingt. Zur Lösung eines solchen Konflikts wird in der überwiegenden Anzahl der Fälle ein sogenannter Working-Capital-Korridor vereinbart, wodurch erst bei einer Unter- beziehungsweise Über-

schreitung dieses Korridors eine Kaufpreisanpassung erfolgt. In selteneren Fällen wird der Working-Capital-Referenzwert erst zum Stichtag auf Basis eines Monatsdurchschnitts (beispielsweise die letzten 12 Monate vor dem Stichtag) bestimmt, was regelmäßig ein erhöhtes Maß an Komplexität in den vertraglichen Regelungen und der praktischen Umsetzung mit sich bringt.

Die vertragliche Definition des Working Capital sollte zwingend die im Rahmen der Financial Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse widerspiegeln und branchen- und transaktionsspezifische Besonderheiten berücksichtigen. Die Definition erfolgt hierbei entweder verbal durch eine abschließende Beschreibung aller Positionen oder durch die Zuordnung von Konten (sog. Account Mapping). Häufig erfolgt die vertragliche Definition auch durch die Kombination beider Ansätze. Hierbei sollte jedoch in jedem Fall geregelt werden, ob im Falle von Widersprüchen die Verbaldefinition oder die Kontenzuordnung den Vorrang haben soll. Die genaue Ausgestaltung ist jedoch regelmäßig das Ergebnis umfangreicher Verhandlungen zwischen den Parteien. Der Umfang der vertraglichen Regelungen wird durch die teils unterschiedlichen Interessen und eine Informationsasymmetrie der Verkäufer- und Käuferseite bedingt. Trotz einer umfassenden Due Diligence hat ein Käufer stets weniger Einblick in ein Transaktionsobjekt, als es der Verkäufer hat.

Aufgrund der Differenzbetrachtung zwischen Stichtags- und Referenzwert sollten die Ausführungen im Kaufvertrag grundsätzlich darauf abzielen, den Wert zum Stichtag konsistent zum ermittelten Working-Capital-

Referenzwert zu bestimmen. Hierbei sollte im Kaufvertrag die anzuwendende Methodik analog zu der Ermittlungstechnik des Target Working Capital festgeschrieben werden. Wenn beispielweise der Working-Capital-Referenzwert ohne eine Eliminierung von Zwischengewinnen bei konzerninternen Lieferungen und Leistungen bestimmt wird, wäre diese Vorgehensweise für die Bestimmung des Stichtagswert des Working Capitals fortzuführen. Gab es hingegen bei der Ermittlung des Working-Capital-Referenzwerts Normalisierungen, um etwaige historische Einmaleffekte zu bereinigen, werden diese in der Regel zum Stichtag nicht wiederholt und entsprechend nicht im Kaufvertrag festgeschrieben.

4. Aktuelle Trends und Marktbeobachtungen

In der Praxis lässt sich in der jüngsten Vergangenheit sowohl im Rahmen der Financial Due Diligence als auch in der Ausgestaltung des Kaufvertrages ein verstärktes Interesse am Vorratsvermögen bei vorratsintensiven Unternehmen feststellen. Im Fokus der Financial Due Diligence stehen dann neben umfangreichen Analysen der Finanzdaten zunehmend auch die Durchführung von Lagerbesichtigungen und teilweise sogar Kontrollzählungen vergleichbar mit einer Inventurbeobachtung. Diese Vorgehensweise lässt sich meist bei Transaktionsobjekten beobachten, die in der Vergangenheit mit wirtschaftlich herausfordernden Geschäftsjahren konfrontiert waren. Ein zusätzliches Interesse lässt sich darüber hinaus feststellen, wenn wesentliche Teile des Vorratsvermögens aufgrund ihrer geografischen Ferne kurzfristig zugriffsbegrenzt sind.

Dieser besondere Fokus auf das Vorratsvermögen spiegelt sich zudem in der Kaufvertragsgestaltung zunehmend durch spezifische Regelungen für das Vorratsvermögen des Transaktionsobjektes wider. Um die Existenz und auch die Werthaltigkeit der Vorräte zu überprüfen, werden vertraglich Inventuren zum Stichtag vereinbart. Die Inventurergebnisse werden dann in der Kaufpreisermittlung berücksichtigt. Zusätzlich werden hinsichtlich der Werthaltigkeit Bewertungsregeln für Vorratsbestände gesondert festgelegt.

5. Fazit

Die Analyse des Working Capitals im Rahmen einer Unternehmenstransaktion stellt in der Durchführung der Financial Due Diligence nicht nur eines der Fokusthemen dar, sondern ist auch ein zentrales Element im Rahmen der Berechnung des Kaufpreises, unabhängig vom vereinbarten Kaufpreismechanismus. Die Working-Capital-Analyse sollte stets die spezifische Branche, das Marktumfeld und Finanzierungsstruktur der Zielgesellschaft beziehungsweise der Zielgruppe

berücksichtigen. Hierbei sollte sichergestellt werden, dass die Erkenntnisse aus der Financial Due Diligence im Kaufvertrag umfassend reflektiert werden, um sicherzustellen, dass das transaktionsspezifische Working Capital Basis der finalen Kaufpreisberechnung wird und Saisonalitäten hinreichend berücksichtigt werden.

Die Erkenntnisse der Analysen der Financial Due Diligence sollten außerdem genutzt werden, um zu evaluieren, ob vor Abschluss der Transaktion zusätzliche vertragliche Regelungen zu einzelnen Positionen des Working Capital aufgenommen werden sollten, um finanzielle Risiken auf der Käuferseite zu verringern. Zudem sollten Käufer die gewonnenen Einblicke nutzen, um nach der Transaktion mögliche Wertsteigerungspotenziale durch aktives Working-Capital-Management zu realisieren oder frühzeitig auf mögliche Finanzierungsrisiken zu reagieren. ■



Natalie Luong ist Wirtschaftsprüferin, Steuerberaterin und Partnerin im Bereich Deal Advisory bei KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Mit ihrer mehr als 15-jährigen Erfahrung im Finance- und Transaktionsumfeld hat sie eine große Anzahl internationaler und nationaler Unternehmen bei Unternehmenskäufen und -verkäufen begleitet. Ihr Fokus liegt auf Buy-side Financial Due Diligence Services sowie Sell-side Assistance in Form von Financial Fact Books und Vendor Due Diligence. Durch die Kombination von fachlicher Expertise und modernster Technologie hilft sie ihren Kunden mit innovativen Lösungen aus datenbasierten Informationen wertvolle transaktionsrelevante Erkenntnisse zu gewinnen und fundierte Entscheidungen zu treffen.

Christin Müller ist Steuerberaterin und Partnerin 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 Schiedsgerichtsverfahren bringt sie ihre Expertise als Parteigutachter/Expert Witness ein.

Dr. Peter Müller ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Senior Manager bei KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft im Bereich Deal Advisory. Er bringt dabei langjährige Erfahrung aus einer Vielzahl von Jahresabschlussprüfungen sowie aus der Strukturierung und Optimierung zahlreicher Kaufverträge ein. Schwerpunktmäßig unterstützt er Mandanten nach dem „Signing“ bei komplexen Auseinandersetzungen im Rahmen von M&A-Disputes, insbesondere bei der Identifizierung oder Abwehr potentieller Ansprüche. Zudem unterstützt er Unternehmen in nationalen und internationalen Schiedsgerichtsverfahren als Parteigutachter bzw. „Expert Witness“.