



Münchener M&A Forum

Kaufpreisfindung in schwieriger Zeit

– How to bridge the GAP –

Dienstag, 12. November 2019

TaylorWessing

Private and Confidential

Dr. Walter Henle

Aktuelle Marktlage

- ▶ Mögliche Konjunkturuntrübung durch bekannte Unsicherheiten wie Handelskonflikte, Brexit und Klimadebatte
- ▶ Market Multiples um 12, in der Spitze bis 14 keine Seltenheit
- ▶ Tendenziell sinkende Gewinnaussichten

**Erfahrungsgemäße Folge:
Auseinanderklaffen der
Preisvorstellungen**



Mögliche Instrumente zur Kaufpreisharmonisierung

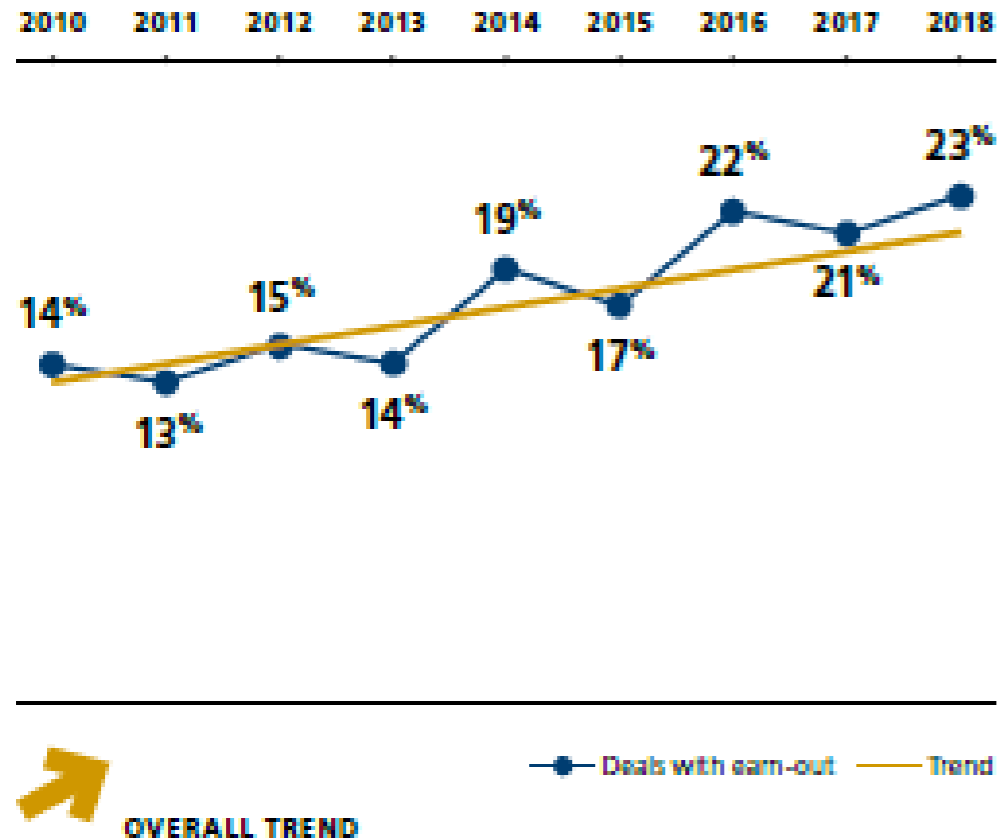
Earn-Out

Vendor Loan

Rückbeteiligung



CMS Trend Index Earn-Out



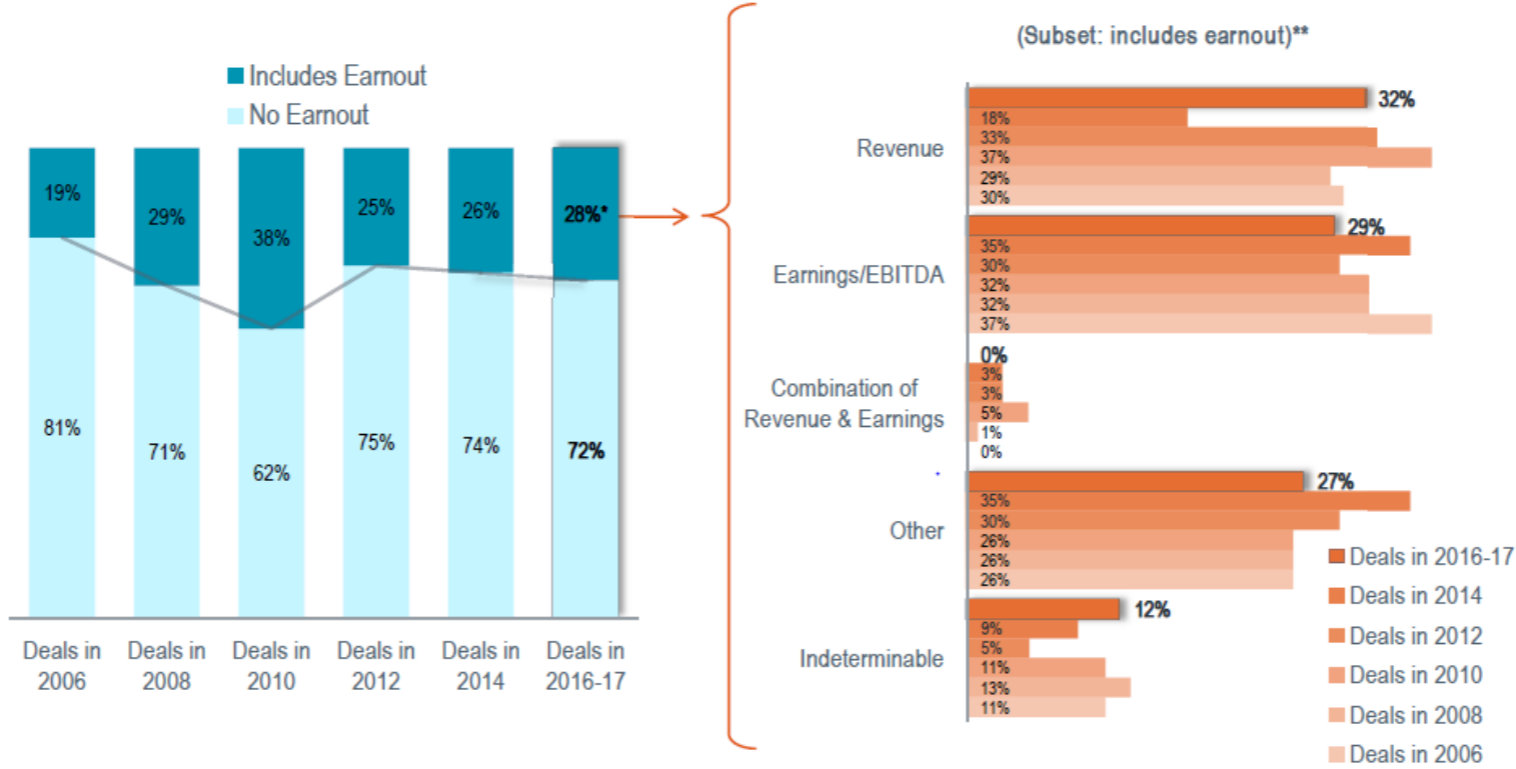
Quelle: CMS Deal Study 2019

CMS Sector Analysis Earn-out

SECTOR	2017	2018
BANKING & FINANCE	14%	7%
HOTELS & LEISURE	22%	11%
ENERGY	21%	11%
CONSUMER PRODUCTS	26%	24%
TECHNOLOGY, MEDIA & COMMUNICATIONS	26%	40%
INFRASTRUCTURE & PROJECTS	0%	25%
LIFESCIENCES	24%	43%
REAL ESTATE & CONSTRUCTION	13%	19%
INDUSTRY	24%	22%
BUSINESS (OTHER SERVICES)	22%	18%
CMS AVERAGE	21%	23%

100% = all evaluated transactions in the respective industry

Earnouts



* Includes three deals with earnout provisions that were not publicly available.

** Includes two deals with multiple earnout mechanisms.

Quelle: American Bar Association M&A Market Trends, 2017



Motive für Earn Out Vereinbarung

- ▶ Auseinanderklaffen der Bewertungen aufgrund
 - > unterschiedlicher Beurteilung des Unternehmens (“Informationsasymmetrie”))
 - > der Konjunktur
 - > des Windertrages
 - > der Auswirkungen möglicher Zölle, Gesetzesänderungen, Subventionen
- ▶ Einflussnahme auf den Verkaufszeitpunkt
- ▶ Risikoverteilung auf den Verkäufer, der mit der Vereinbarung des E.O. signalisiert, dass er an das Unternehmen “glaubt”
- ▶ Bindung des Verkäufers an das Unternehmen über das Closing hinaus



Mechanismus Earn-Out

Earn-Out ist

eine nachträgliche
Kaufpreiserhöhung

bei (Nicht-)Eintritt
gewisser Ereignisse
("Trigger-Event")

innerhalb eines
gewissen
Betrachtungs-
zeitraumes

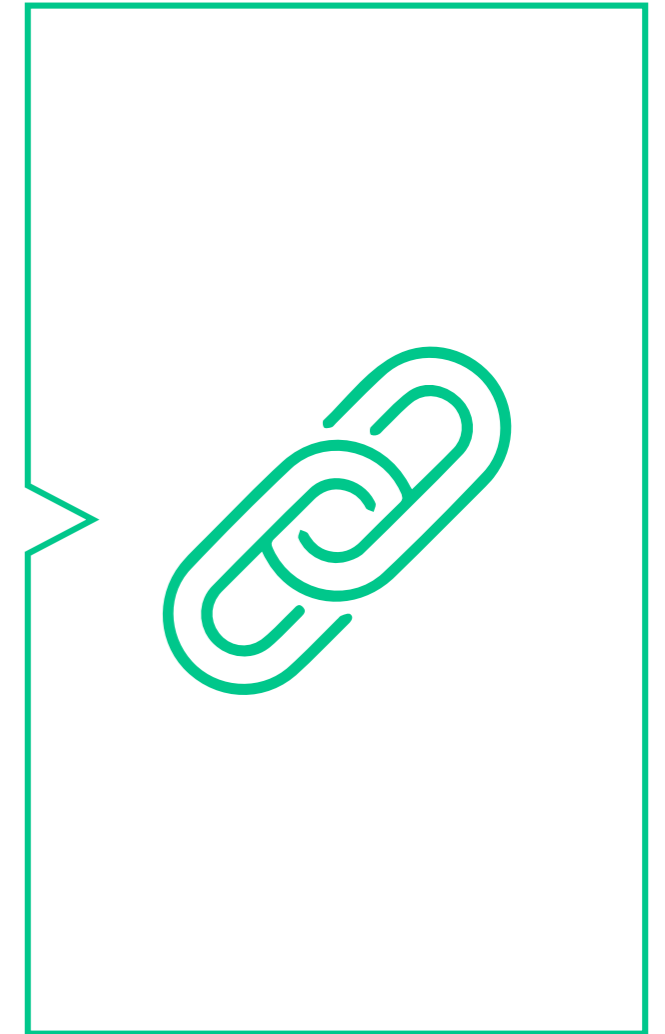
Bei Finanzierungsrunden erhöht sich der Investitionsbetrag eines Gesellschafters beim Erreichen gewisser "Milestones".



Anknüpfungspunkte für Earn-Out-Auslöser („Trigger-Event“)

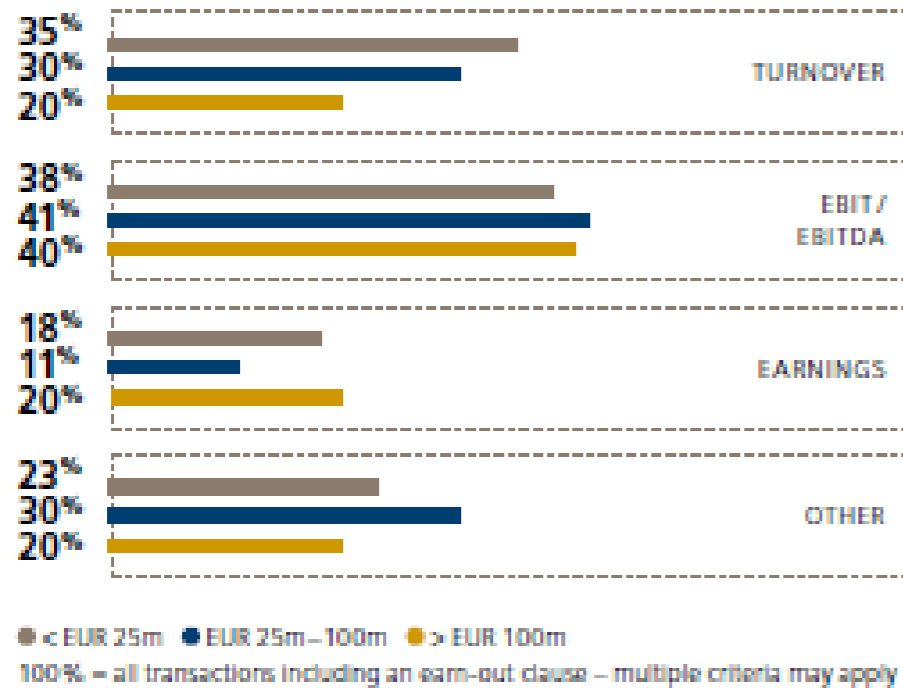
Der Phantasie sind keine Grenzen gesetzt

- ▶ Kennzahlen aus Produktion, Absatzmengen
- ▶ EBITDA, Jahresüberschuss, Umsatz, “Clicks”, Ad Revenue
- ▶ “... EBITDA zum Ende des lfd. Geschäftsjahres > “x”
- ▶ “... EBITDA des lfd. Geschäftsjahres plus des nächsten Geschäftsjahres jeweils > “x” und > “y” oder Summe > “z”
- ▶ Patent- oder Produktzulassungen; Erteilung von Genehmigungen
- ▶ **Betrachtungszeiträume:** 1-3 Jahre
- ▶ **Generell gilt:** Je objektiver Ereignis-Eintritt feststellbar und umso kürzer der Zeitraum: desto weniger streitanfällig;
- ▶ **Massiver Verhandlungsaufwand!**



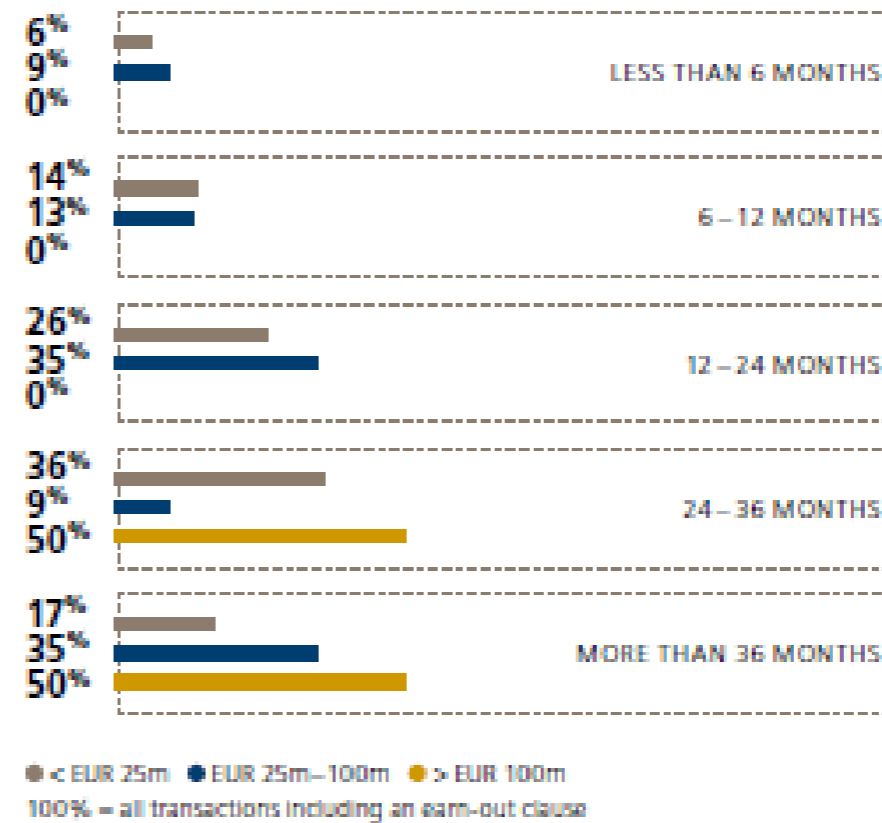
CMS Deal Size Analysis

Comparison of criteria used for earn-out 2018



Earn-out 2018

Duration of time periods relevant for the assessment of the earn-out



Quelle: CMS Deal Study 2019

Risiken des Earn Outs; Regelungsbedarf aus Verkäufersicht

- ▶ Der Käufer kontrolliert das Unternehmen
- ▶ Manipulationsmöglichkeiten für den Käufer (z.B. Ergebnis-Verschiebungen)
- ▶ Mangelnde Transparenz für den Verkäufer bei der Ermittlung des “Auslösers” (Bilanzaufstellung (Aufstellungsregeln HGB, IFRS, konsolidiert, was genau ist “Umsatz” etc.) – Thematik ähnlich wie bei Closing Accounts)
- ▶ Hohe Streitanfälligkeit der Regelungen – (WP als Schiedsgutachter)
- ▶ Gefahr der unternehmerischen Veränderungen durch den Käufer (neuer GF, neue Kosten, z.B. Investitionen, Konzernumlagen)
- ▶ Interesse an der Fortschreibung des Status Quo und des “stand alone”-Gedanken
- ▶ Sicherung der weiteren Kaufpreiszahlung



Risiken des Earn Outs; Regelungsbedarf aus Käufersicht

- ▶ Integration des Zielunternehmens in die eigene Gruppe (keine Synergien, Compliance, TarifR)
- ▶ Mögliche unternehmerische Einflussnahme auf Zielgesellschaft, Weisungsrecht gegenüber Geschäftsführung?
- ▶ Möglichkeit des GF-Wechsel während des Betrachtungszeitraumes
- ▶ Neue Rechnungslegung oder Fortschreibung wie bisher (oder “pro-forma” oder “as-if” Bücher)
- ▶ “Not”-Einflussnahme, ggfs. um den Preis der Fälligkeit des E. O.
- ▶ Möglichkeit des (teilweisen) Weiterverkaufs, Umgliederung in die eigene Gruppe

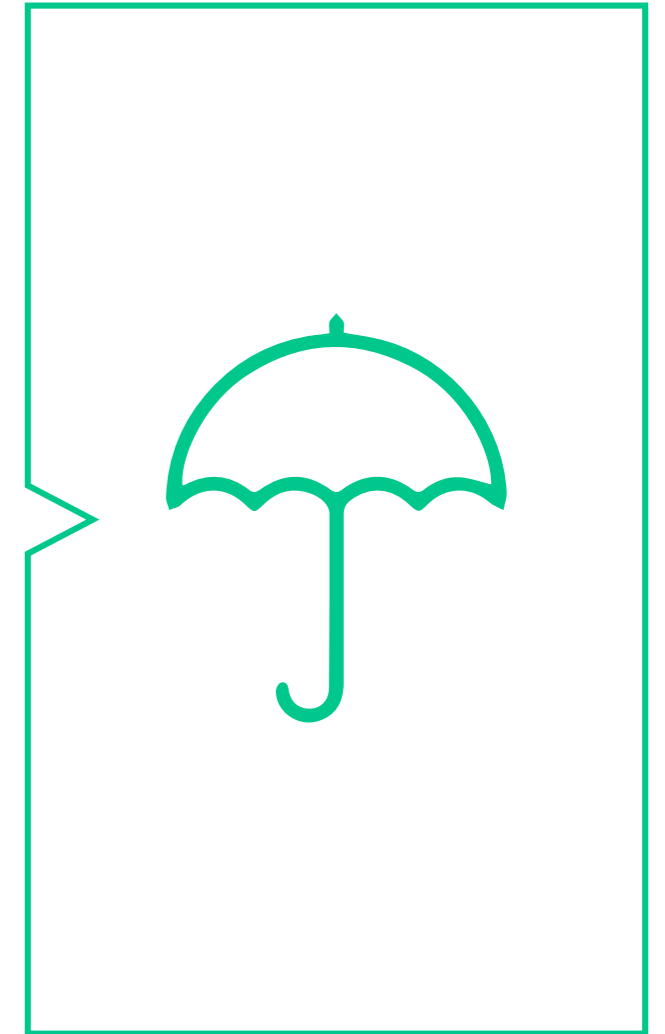


Möglichkeiten der Risikobeherrschung – („Ring-Fencing“)

“An Earn-Out often converts today’s disagreement over price into tomorrow’s dispute”

Die Regelungs-„Klassiker“

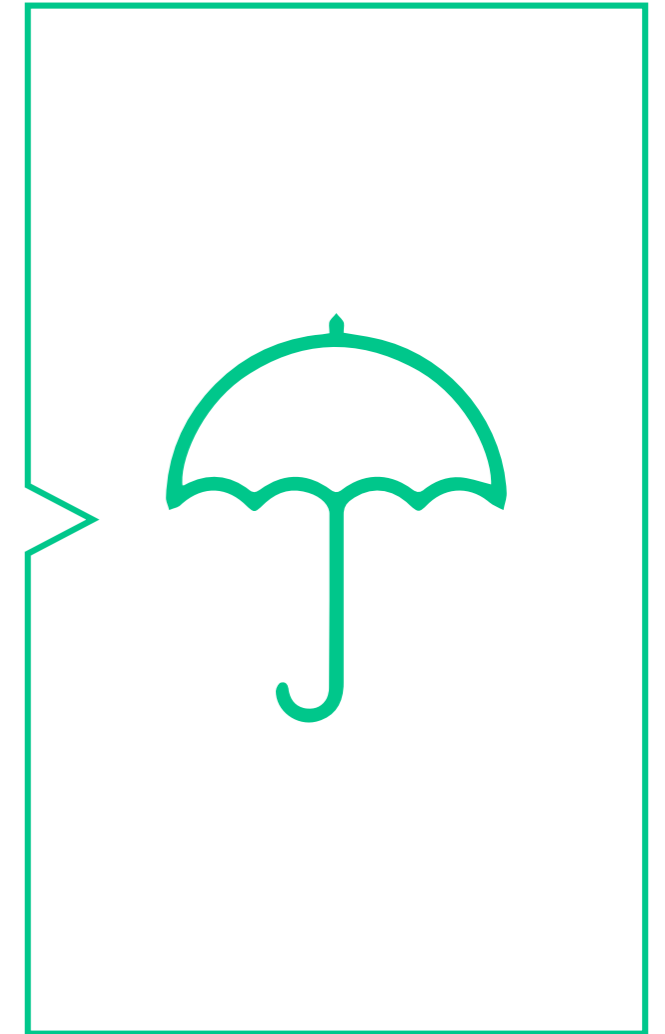
- ▶ Verpflichtung, Geschäft “wie bisher” und gem. Business Plan zu führen
- ▶ Einsichts- und Kontrollrecht des Verkäufers
- ▶ Eigenes Prüfungsrecht des Verkäufers beim Abschluss, der den E. O. auslöst
- ▶ Sicherung, dass kein Kapital abfließt (Dividenden, Kapitalherabsetzung)
- ▶ Personelle Kontinuität der Geschäftsführung, keine Kündigung der GF
- ▶ Beibehaltung der Kostenbasis
- ▶ Kein oder nur eingeschränktes Weisungsrecht des Käufers auf GF
- ▶ Beispielsrechnung zur Ermittlung des Triggers



Möglichkeiten der Risikobeherrschung – („Ring-Fencing“)

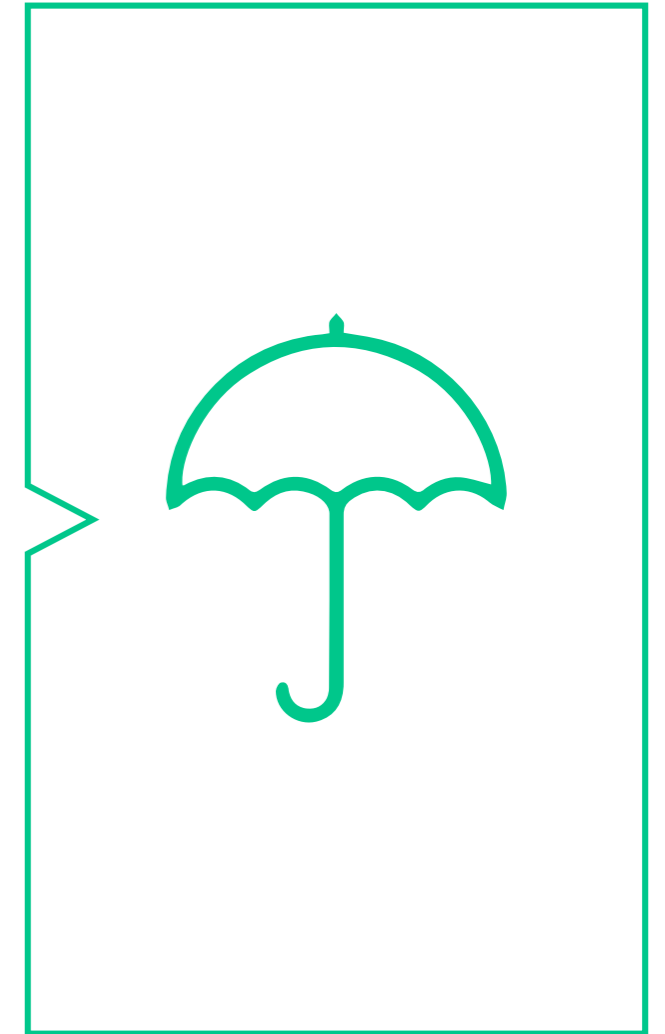
Katalog verbotener oder zumindest zustimmungspflichtiger Geschäfte und Maßnahmen

- > Katalog von zu neutralisierenden Transaktionen bei der Abrechnung z. B. a. o. Erträge und Verluste
- > Related Party Transactions
- > Gesellschaftsrechtliche Umwandlungen
- > Umfinanzierungen
- > Kein Change of Control auf Seiten des Käufers



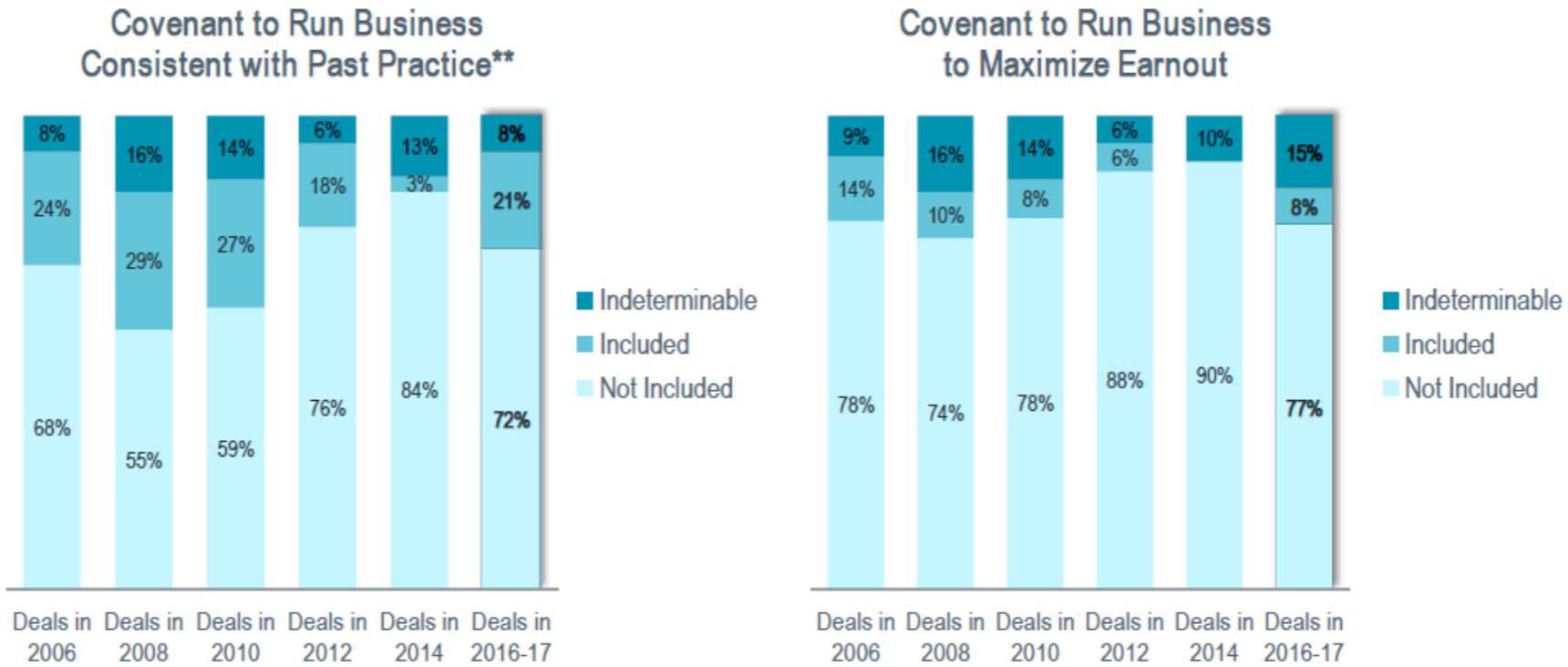
Möglichkeiten der Risikobeherrschung – („Ring-Fencing“)

- ▶ Vereinbarung eines Gemeinschaftlichen Business Plan
- ▶ Vertragsstrafen bei Verbotsüberschreitungen
- ▶ Sofortige Fälligkeit (“Acceleration”) der Earn-Outs bei Verstoßen durch Käufer
- ▶ Wahlrecht des Käufers, Betrachtungszeitraum zu beenden
- ▶ Herausrechnen verbotener Maßnahmen
- ▶ Konfliktlösungen vorbereiten: Schiedsgericht, Schiedsgutachter
- ▶ Eskalationsmechanismus bei Meinungsverschiedenheiten



Earnouts – Buyer`s Covenants as to acquired Business

(Subset: deals with earnouts*)



* Excludes three deals with unfiled earnout provisions.

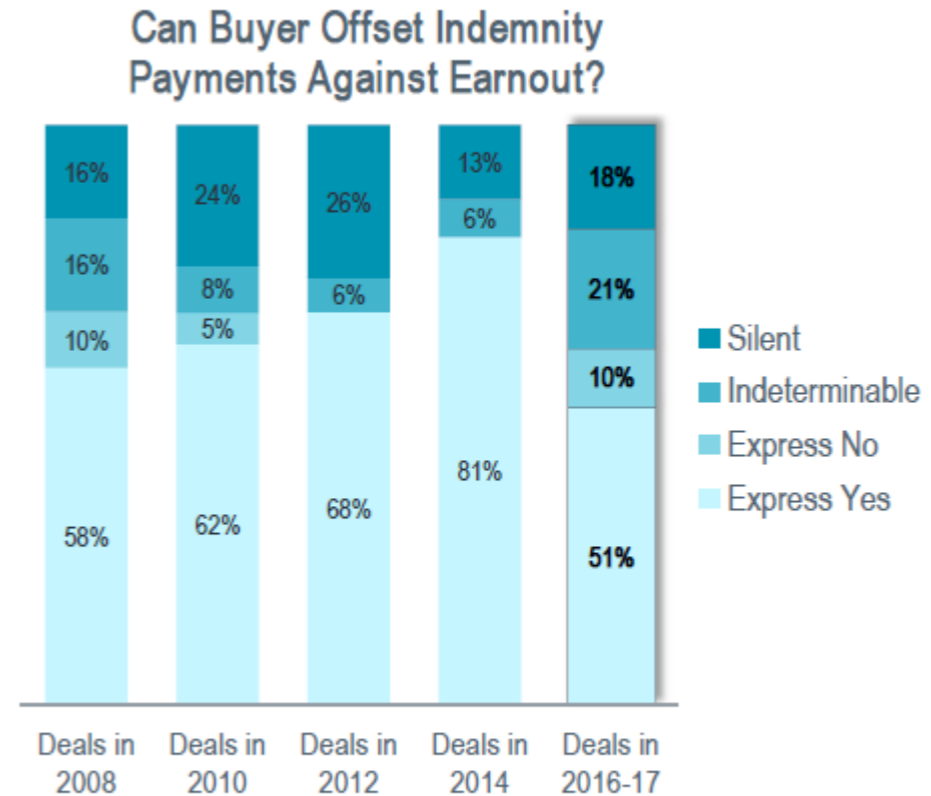
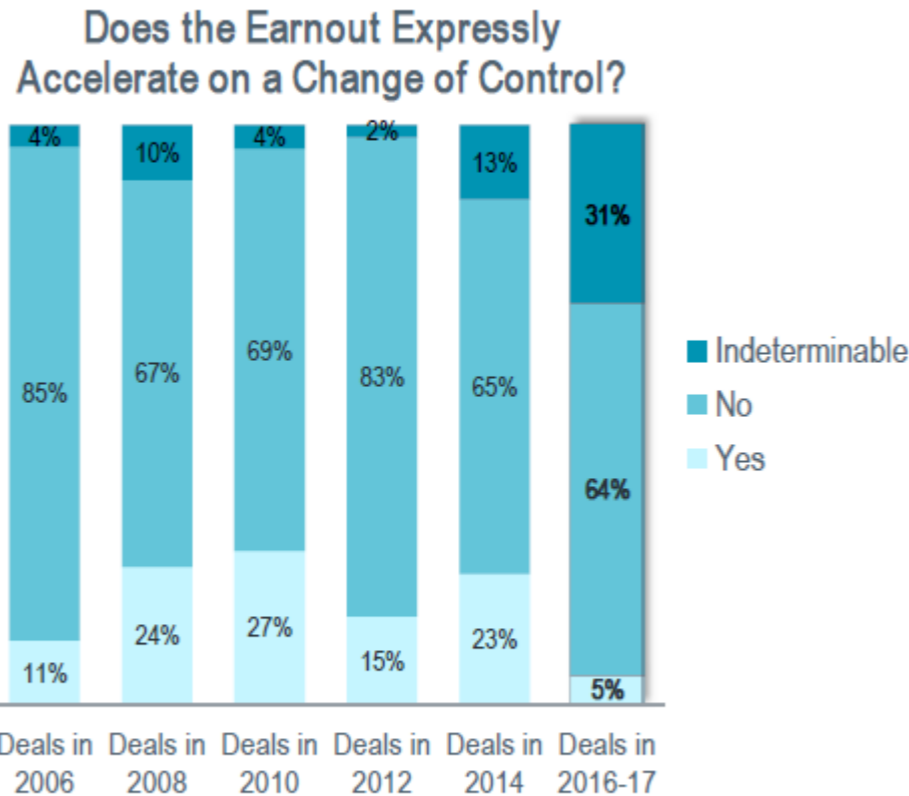
** At least 28% of the deals with earnouts contained one of these covenants; no deals contained both covenants.

Quelle: American Bar Association M&A Market Trends, 2017



Earnouts – Acceleration and Offsets

(Subset: deals with earnouts)



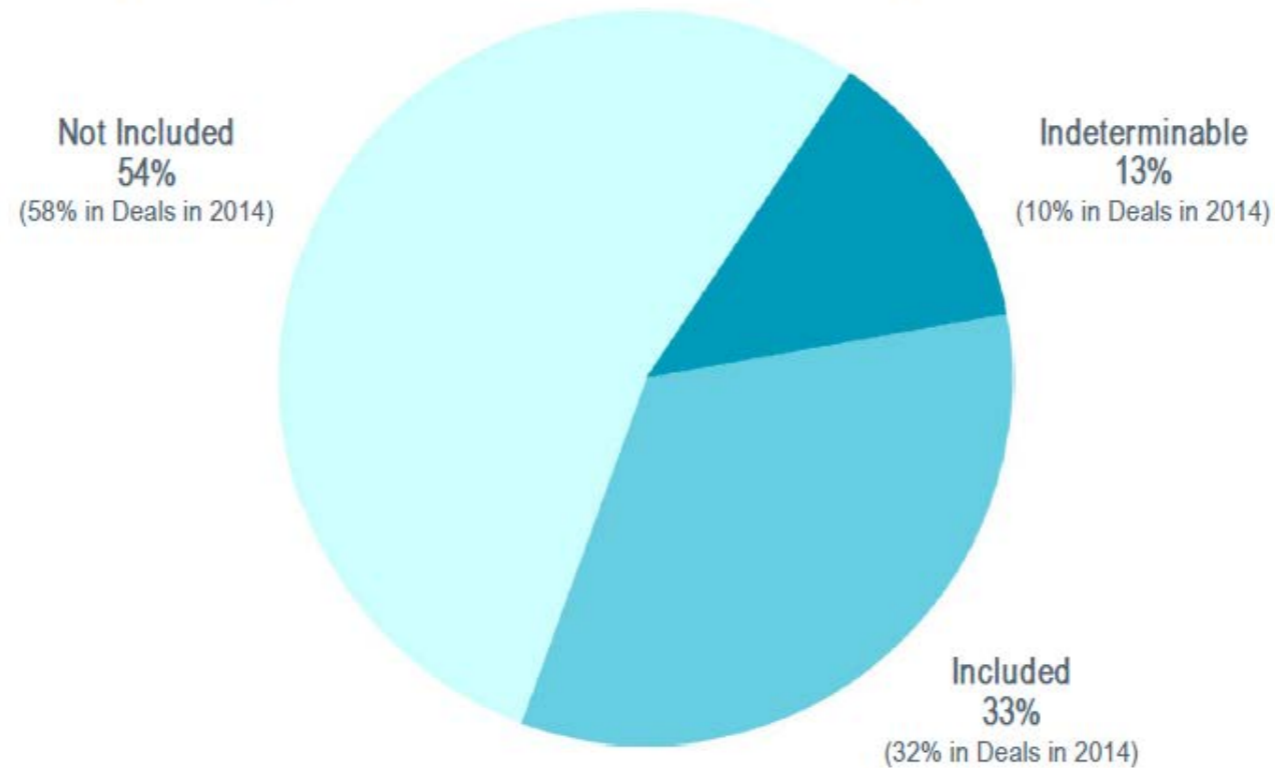
Quelle: American Bar Association M&A Market Trends, 2017



Earnouts – Buyer`s Covenants as to acquired Business

(Subset: deals with earnouts)

Buyer May Operate Post-Closing in Buyer`s Discretion



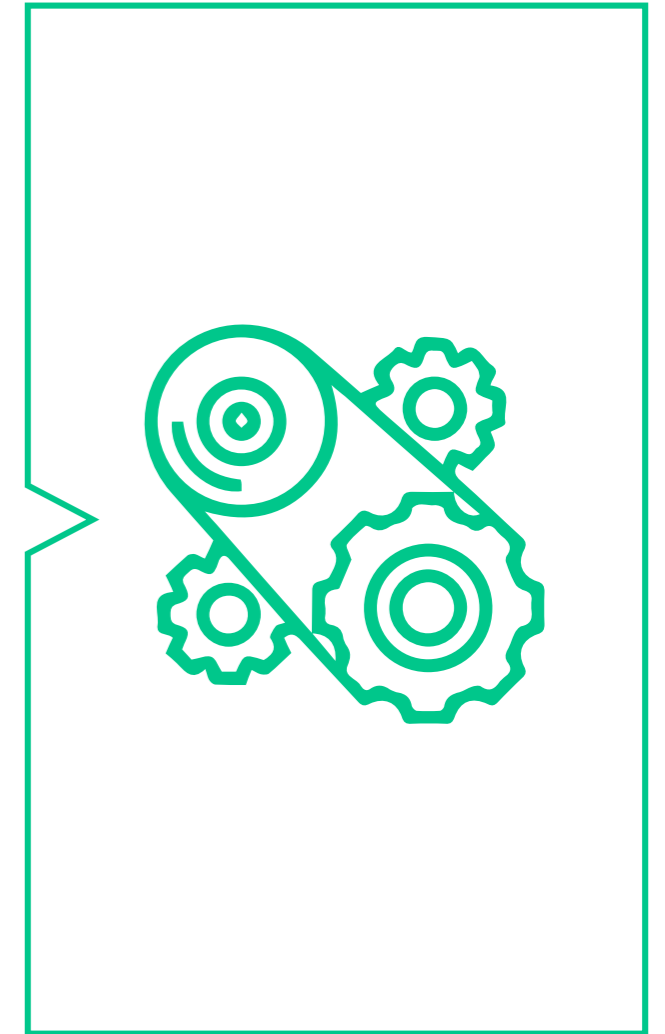
Quelle: American Bar Association M&A Market Trends, 2017



Mechanismus Vendor Loan

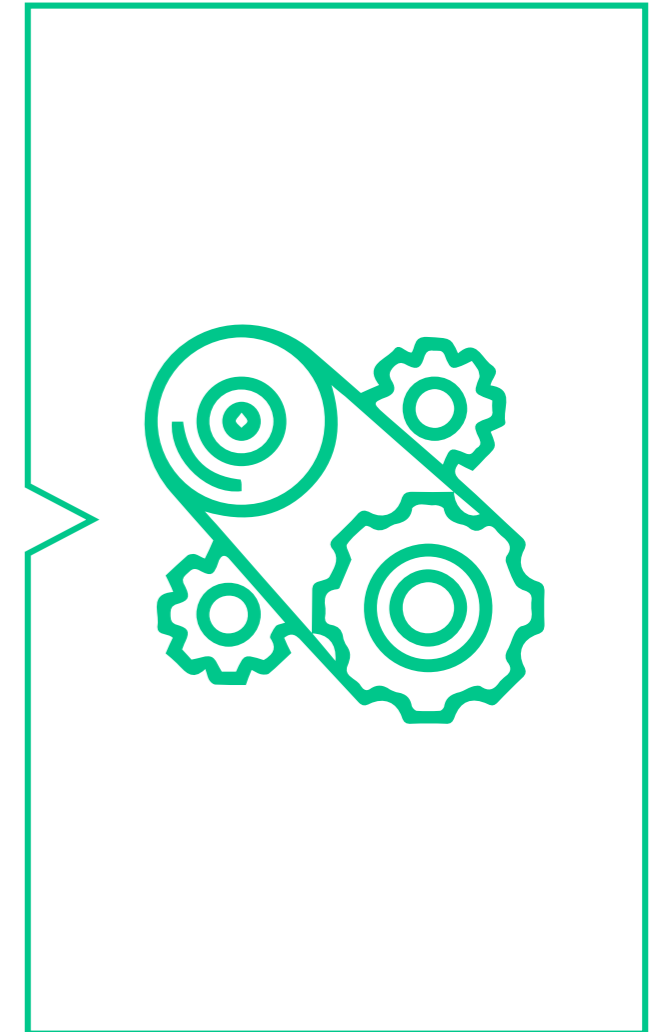
- ▶ Verkäufer verschiebt (“stundet”) Fälligkeit eines Teilkaufpreises
- ▶ Im Gegensatz zum E.O. wird der Restkaufpreis auf jeden Fall fällig
- ▶ Der Verkäufer wird zum Gläubiger des Käufers
- ▶ In finanzierten Transaktionen ist der Vendor Loan in der Regel nachrangig
- ▶ Der V. L. vermindert den Finanzierungsbedarf auf Käuferseite

➤ **Möglichkeit eines höheren Kaufpreises (bei gleichem EK-Einsatz des Käufers) der über die Finanzierungsgrenzen einer Acquisitionsfinanzierung (z.B. 5x EBITDA) hinausgeht?**



Mechanismus Vendor Loan

- ▶ Keine Blau-Pause
- ▶ Nachrang heißt NACHRANG!!! (Nicht nur Nachrang in der Insolvenz, sondern keine Zahlungen unter V. L. bis Senior Loan zurückgeführt ist)
- ▶ im Regelfall unbesichert, bestenfalls nachrangige Besicherung, auch “struktureller Nachrang”
- ▶ Verkäufer trägt Bonitätsrisiko des Käufers
- ▶ Zustimmungsrechte? Beschränkt (evtl. weitere Kreditaufnahme, Umfinanzierung, Kapitalmaßnahmen, Verkauf, ausserordentliche Geschäfte)
- ▶ Laufzeit, Kündigungsrechte, (Laufzeit wg. Nachrang jedenfalls solange wie Bankenfinanzierung (7Jahre)
a.o. KüRechte bei Exit, Umfinanzierung, Re-Finanzierung; Kündigungsrechte wegen Nachrang aber “schwaches Schwert”
- ▶ **Verzinsung:** laufend oder nachzahlbar



Rückbeteiligungen

- ▶ Earn Out ist ein bedingter Vendor Loan (ohne Nachrang)
- ▶ Vendor Loan ist ein unbedingter Earn-Out, aber nachrangig
- ▶ Rückbeteiligung ist die “nachrangigste” Form des Vendor Loans
- ▶ Eine RB reduziert den Finanzierungsaufwand auf Käuferseite unter Berücksichtigung des Leverage beim Käufervehikel
- ▶ z.B. reduziert eine 20% Rückbeteiligung bei 50 % Leverage den Finanzierungsbedarf um 10 %
- ▶ Ermöglicht u.U. einen höheren Kaufpreis



Technik der Rückbeteiligung („Roll-Over“)

Verkäufer tritt als
Gesellschafter auf der
Käuferseite in die
Gesellschaft ein

Finanzierungs-
bedarf nur noch
90 %

Rückbeteiligter erhält die
Rückführung seines
“Vendor Loans” erst mit Exit
des neuen Vehikels



Bilanzielle und steuerliche Fragen

Bilanzierung
des E. O. auf
Verkäuferseite

Bilanzierung
des E. O. auf
Käuferseite

Bilanzierung
Vendor Loan

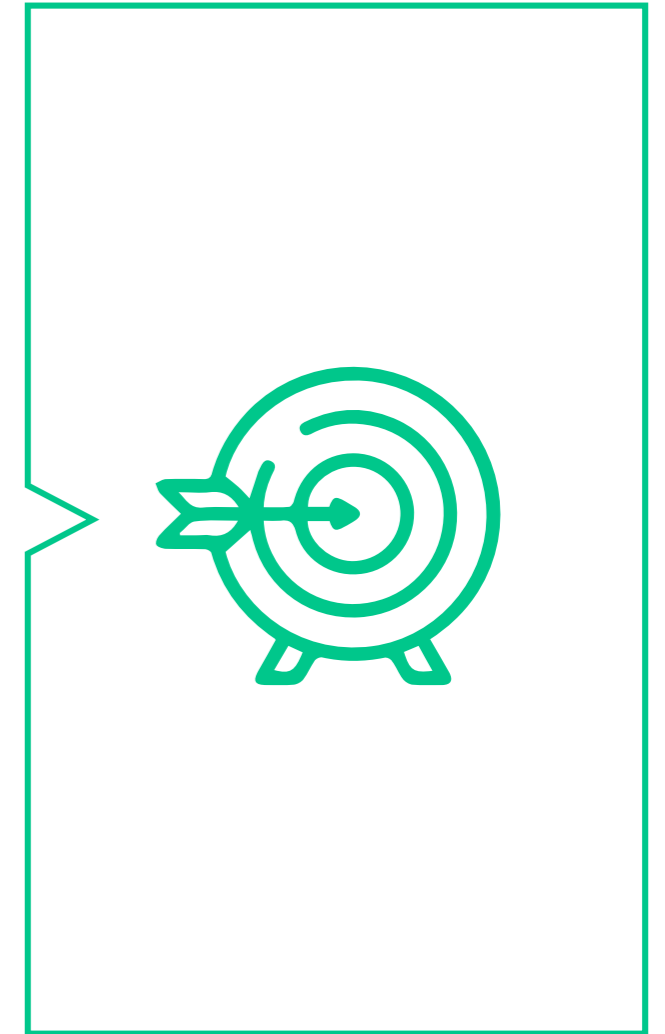
Steuerliche
Betrachtung



„Impulse“, Fazit und Thesen

Wirtschaftlich

- ▶ Ein Earn Out kann unterschiedliche Preisvorstellungen harmonisieren
- ▶ Ein V. L. ist eine zusätzliche Finanzierungsquelle, die es dem Käufer ermöglicht, einen vom Verkäufer geforderten, sonst nicht darstellbaren, Kaufpreis zu zahlen
- ▶ Eine Rückbeteiligung reduziert den Finanzierungsbedarf auf Käuferseite

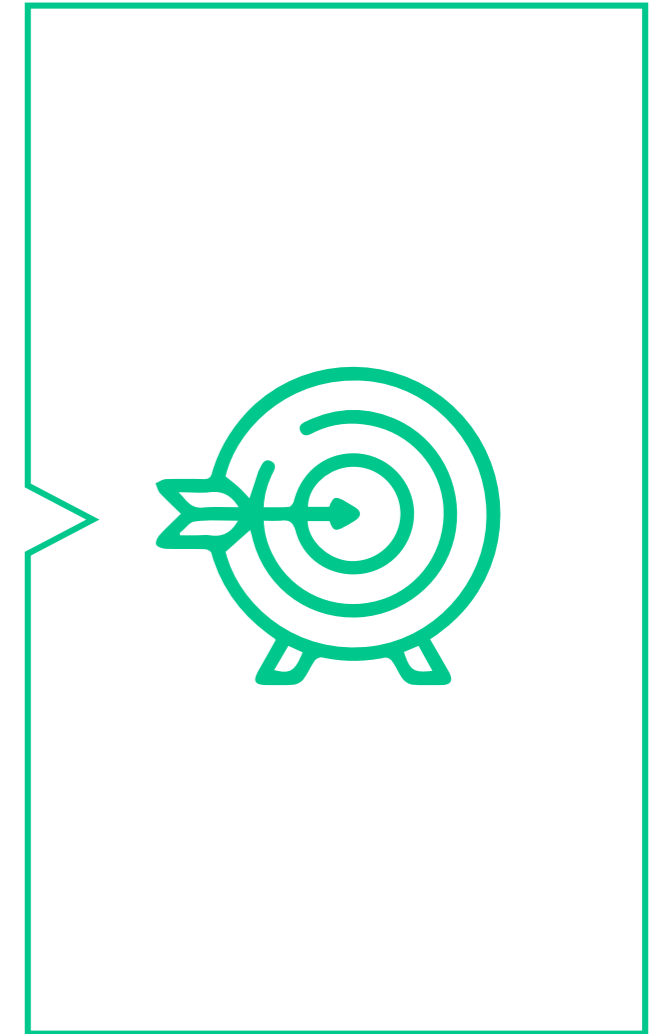


„Impulse“, Fazit und Thesen

Rahmenbedingungen

- ▶ Je nach Gestaltung birgt Earn Out für Käufer und Verkäufer u. U. (auch steuerlich) erhebliche Risiken
- ▶ Die Gestaltungen können sehr komplex sein und auch einen längeren Betrachtungszeitraum vorsehen
- ▶ Der Verhandlungs- und Zeitaufwand bei Transaktionen ist erheblich und deshalb vielleicht nicht „auktionstauglich“
- ▶ Der Management-Aufwand für beide Seiten während des E. O.-Zeitraumes kann erheblich sein
- ▶ E. O.-Vereinbarungen können zur unternehmerischen Inflexibilität und Lähmung führen
- ▶ Die Streit anfälligkeit ist hoch

Earn-Out: Ein Lösungsweg mit Risiken und Nebenwirkungen



Literatur

- ▶ Ettinger Schmitz, GmbHR 2016, 966 ff
- ▶ Hilgard, BB 2010, 2912 ff
- ▶ Ihlau/Gödecke, BB 2010, 687 ff
- ▶ Möller-Gosoge/Rupp. BB 2019, 215 ff
- ▶ Hehn/Krones, GmbHR, 2018, R 374 ff
- ▶ Kutt, FR 2016, 1092 ff
- ▶ Geisler/Veth, BB 2016, 2667 ff
- ▶ Jaletzke Henle, M&A Agreements in Germany, 2011





TaylorWessing

Europe > Middle East > Asia

[taylorwessing.com](https://www.taylorwessing.com)

© Taylor Wessing 2019

This publication is not intended to constitute legal advice. Taylor Wessing entities operate under one brand but are legally distinct, either being or affiliated to a member of Taylor Wessing Verein. Taylor Wessing Verein does not itself provide services. Further information can be found on our regulatory page at <https://deutschland.taylorwessing.com/en/regulatory>.