

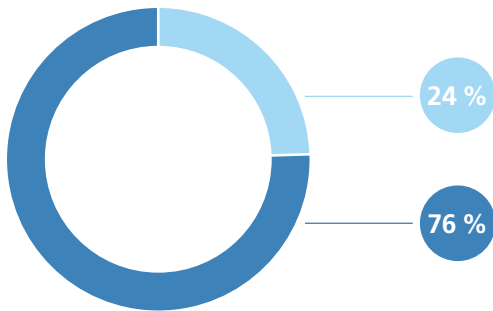
TRANSACTION ADVISORY SERVICES: DEEP DIVE „MINIMUM CASH“

Im Rahmen einer M&A-Transaktion ist zu hinterfragen, ob Liquiditätsbestände als betriebsnotwendig zu klassifizieren sind. Eine u. a. von Ebner Stolz erstellte empirische Studie zeigt: In 24 % der Transaktionen im Zeitraum 2015 bis 2019 wurde betriebsnotwendige Liquidität abgegrenzt. Die im Zeitverlauf zunehmende relative Häufigkeit unterstreicht die praktische Relevanz. Im Folgenden werden die Ergebnisse der Untersuchung komprimiert wiedergegeben.

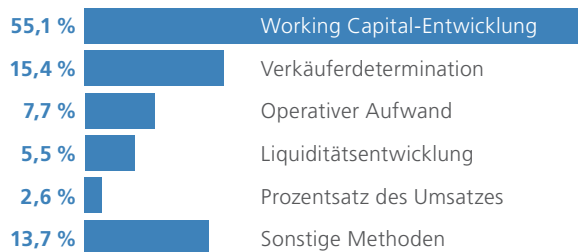
Grundsätzlich sind einzelne Bilanzpositionen vollständig oder anteilig entweder den Kategorien Infrastruktur, Working Capital, Eigenkapital oder Net Cash bzw. Debt zugeordnet. Dabei wird die Analyse der liquiden Mittel oft vernachlässigt. So werden diese bei M&A-Transaktionen kaufpreiserhöhend berücksichtigt – und zwar unabhängig davon, ob die Liquidität frei verfügbar ist. Zunehmend wird dieses Problem erkannt und die betriebsnotwendige Liquidität herausgerechnet. Während die Identifikation von liquiden Mitteln mit Verfügungsbeschränkungen meist vergleichsweise einfach ist, bedarf die

Bestimmung der betriebsnotwendigen Liquidität einer tiefergehenden Analyse. Denn schon bevor sich die Frage nach der konkreten Berechnungsmethode und damit der Höhe der betriebsnotwendigen Liquidität stellt, ist zu hinterfragen, ob es einen Mindestbestand bedarf, um den operativen Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten. Typischerweise vertreten Käufer und Verkäufer dabei gegensätzliche Auffassungen – schließlich wirkt sich die Klassifizierung liquider Mittel als betriebsnotwendig direkt auf den Kaufpreis aus.

Bei 24 % aller Transaktionen wurde betriebsnotwendige Liquidität abgegrenzt.



Der indirekte Working Capital-Ansatz stellt die häufigste Methode dar – daneben erfolgt die Quantifizierung mittels einer Verkäuferdetermination.



Die Abgrenzung betriebsnotwendiger Liquidität erfolgte im Wesentlichen in den Kalenderjahren 2018 und 2019 – diese im Zeitverlauf zunehmende relative Häufigkeit unterstreicht die erhebliche praktische Relevanz.

| Jahr | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Anteil | 6,8 % | 13,2 % | 12,6 % | 28,6 % | 38,8 % |

Ergebnisse entnommen: Seizer, Florian: „Minimum Cash“, „Trapped Cash“ oder „Excess Cash“? Abgrenzung betriebsnotwendiger Liquidität zur Bestimmung eines Unternehmenswerts auf schuldenfreier Basis bei M&A Transaktionen; Repräsentative Studie für Mittelstandstransaktionen mit einer Stichprobengröße von 325 im Zeitraum 2015 bis 2019, erhoben im März und April 2020.

WANN SOLLTE ABGEGRENZT WERDEN?

Überwiegend wird die Auffassung vertreten, dass liquide Mittel, die ohne rechtliche oder operative Beschränkungen ausgeschüttet werden können, zu vergüten sind.

Vielfach wurde bisher die Abgrenzung betriebsnotwendiger Liquidität als Spezialthema bestimmter Branchen angesehen, insb. bei der Betrachtung des Kassenbestands im Einzelhandel. Aus bewertungstechnischer Sicht sollte allerdings branchenübergreifend der zur Erwirtschaftung des operativen Ergebnisses benötigte Teil der liquiden Mittel dem Working Capital zugeordnet werden.

Im Rahmen einer sachgerechten Bewertung sollten liquide Mittel ausschließlich dann als betriebsnotwendig eingestuft werden, wenn diese vorgehalten werden, um den laufenden Geschäftsbetrieb mit ausreichender Liquidität zu gewährleisten. Eine Abgrenzung sollte insb. erfolgen, wenn das Unternehmen durch eine fehlende Bonität nicht in der Lage ist, aus dem Geschäftsmodell resultierende Schwankungen der Zahlungsmittelzuflüsse und -abflüsse zu überbrücken und deshalb Liquidität zur kurzfristigen Finanzierung vorhält.

Hinweis: Sofern das Zielunternehmen bei einem Unternehmenskauf über eine ausreichende Finanzierungslinie (stand-alone) verfügt, lässt sich auf die kaufpreisbezogene Abgrenzung betriebsnotwendiger Liquidität verzichten. Die hierfür im Finanzergebnis enthaltenen Bereitstellungsgebühren und Zinsaufwendungen, die mit Finanzierungen des laufenden Geschäftsbetriebs zusammenhängen, besitzen einen operativen Charakter. Ohne diese Aufwendungen müsste das Unternehmen betriebsnotwendige Liquidität vorhalten. Im Rahmen der Bewertung sollten diese operativen Kosten berücksichtigt werden. Verfügt das Unternehmen demgegenüber nicht über ausreichende Finanzierungslinien, sollten Erträge aus der Verzinsung betriebsnotwendiger Liquidität vergütet werden.

WIE IST ABZUGRENZEN?

Die Unterscheidung in betriebsnotwendige und freie Liquidität ist zur sachgerechten Ermittlung des Unternehmenswerts wichtig. Dabei stellt die Ermittlung der Höhe der betriebsnotwendigen Liquidität eines Unternehmens eine große Herausforderung dar. Hierfür sind interne Informationen maßgeblich. Fehlen entsprechende Daten zur Quantifizierung betriebsnotwendiger Liquidität, werden regelmäßig pauschale Methoden herangezogen.

PAUSCHALE METHODEN

Eine einfache Methode ist die pauschale Bestimmung der betriebsnotwendigen Liquidität mit einem bestimmten Prozentsatz (z. B. 2 % bis 5 %) des Umsatzes. Da die betriebsnotwendige Liquidität der Sicherung des zukünftigen Geschäfts dient, ist es angemessen, auf den zukünftigen Umsatz abzustellen. Alternativ erfolgt die Abgrenzung betriebsnotwendiger Liquidität in der Praxis auch über den zahlungswirksamen operativen Aufwand der nächsten ein bis drei Monate nach dem wirtschaftlichen Referenztag. Dabei wird vereinfacht der Aufwand „oberhalb“ des EBITDA angesetzt und dabei unterstellt, dass dieser voll zahlungswirksam bzw. kurzfristig nicht variabel ist.

Erfahrungsgemäß ist die fundierte Ableitung betriebsnotwendiger Liquidität für eine einvernehmliche Lösung entscheidend. Pauschale Methoden sind hierbei nachteilig. Eine pauschale Abgrenzung resultiert aus allgemeinen Erfahrungswerten. Sie basiert nicht auf inhärenten Unternehmenseigenschaften und kann deshalb gegenüber Verhandlungspartnern nur eingeschränkt plausibel verargumentiert werden. Daneben spielen für den Verhandlungserfolg die inhaltliche Nachvollziehbarkeit und daraus resultierende Transparenz der Herleitung eine wesentliche Rolle. Vor diesem Hintergrund sollte in Abhängigkeit von den verfügbaren Datensätzen die direkte Methode (monatliche oder tägliche Liquiditätsentwicklung) oder die indirekte Methode (Working Capital-Entwicklung) vorgezogen werden.

INDIREKTE METHODE

Bei der indirekten Methode erfolgt die Abgrenzung der betriebsnotwendigen Liquidität als Differenz aus der maximal operativ gebundenen Liquidität und dem nachhaltigen Working Capital. Die Differenz stellt einen operativen Liquiditätsbedarf für den Aufbau von Working Capital dar, welcher insb. bei eingeschränkten Finanzierungsoptionen vorgehalten werden sollte.

Davon zu unterscheiden ist die liquiditätsbezogene Ergänzung des Unternehmenswerts durch den üblichen Working Capital-Mechanismus, der separat anzusetzen ist.

DIREKTE METHODE

Die direkte Methode unterstellt, dass die betriebsnotwendige Liquidität ausreichen muss, um ausgehend vom durchschnittlichen Liquiditätsbestand den maximalen monatlichen (besser: täglichen) Liquiditätsabfluss im Betrachtungszeitraum zu decken. Die betriebsnotwendige Liquidität ergibt sich also als Differenz aus diesen beiden Größen. Eine Optimierung der Kapitalbindungsdauer und der Strukturierung eigener Zahlungsläufe kann die betriebsnotwendige Liquidität reduzieren.

Hinweis: Bei allen Methoden ist kritisch zu hinterfragen, ob die gewählten Datensätze vor Bestimmung der betriebsnotwendigen Liquidität um Einmaleffekte zu bereinigen sind, um eine nachhaltige und belastbare Berechnung sicherzustellen.

Im Ergebnis können liquide Mittel einen maßgeblichen Faktor bei der Bewertung spielen und Ergebnisse bei nicht sachgerechter Berücksichtigung verfälschen. Unsere Transaktionsexperten stehen als qualifizierte Berater zu diesem Themenkreis für Sie zur Verfügung.

Herausgeber:

Ebner Stolz
Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB
www.ebnerstolz.de

Rechtsstand:

1.10.2020

Redaktion:

Dr. Ulrike Höreth, Tel. +49 711 2049-1371
Brigitte Stelzer, Tel. +49 711 2049-1535
Dr. Sabrina Kummer, Tel. +49 711 2049-1950

Diese Publikation enthält lediglich allgemeinen Informationen, die nicht geeignet sind, darauf im Einzelfall Entscheidungen zu gründen. Der Herausgeber und die Autoren übernehmen keine Gewähr für die inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Sollte der Leser eine darin enthaltene Information für sich als relevant erachten, obliegt es ausschließlich ihm bzw. seinen Beratern, die sachliche Richtigkeit der Informationen zu verifizieren; in keinem Fall sind die vorstehenden Informationen geeignet, eine kompetente Beratung im Einzelfall zu ersetzen. Hierfür steht Ihnen der Herausgeber gerne zur Verfügung.

Der Beitrag unterliegt urheberrechtlichem Schutz. Eine Speicherung zu eigenen privaten Zwecken oder die Weiterleitung zu privaten Zwecken (nur in vollständiger Form) ist gestattet. Kommerzielle Verwertungsarten, insbesondere der (auch auszugsweise) Abdruck in anderen Newslettern oder die Veröffentlichung auf Websites, bedürfen der Zustimmung des Herausgebers.