

Praktische Bedeutung und Gestaltungsmöglichkeiten des Working Capitals im Rahmen von Unternehmenstransaktionen

Dargestellt am Beispiel von *REMONDIS*

Um dem steigenden Fokus von Unternehmen auf das Working Capital Management im Rahmen von Transaktionen gerecht zu werden, ist es erforderlich, das operativ notwendige Net Working Capital des Targets zu ermitteln und kritisch zu plausibilisieren. Wie die praktische Vorgehensweise bei der Analyse und Evaluierung des Net Working Capitals gestaltet werden kann, wird im folgenden Beitrag am Beispiel von *REMONDIS* aufgezeigt.

Lea Grabitz und Andrea Schroer

1. Working Capital und Unternehmensbewertungen

Das Familienunternehmen *REMONDIS* ist mit über 30.000 Mitarbeitern einer der national und international führenden Dienstleister im Bereich Recycling, Service und Wasser. Das Aufgabenspektrum umfasst neben der Sammlung, Behandlung und Entsorgung kommunaler und gewerblicher Abfälle auch die Vermarktung von Wertstoffen sowie die Aufbereitung von Prozess- und Trinkwasser. Da das Marktumfeld von zahlreichen kleinen und mittleren Unternehmen geprägt ist, verfügt *REMONDIS* über umfassende Erfahrungen in der Analyse und Bewertung von Unternehmen unterschiedlichster Größenordnung. In der Vergangenheit hat sich hierbei gezeigt, dass die Anpassung bzw. Normalisierung des Working Capitals zunehmende Bedeutung hinsichtlich des Unternehmenswertes gewinnt. Dies ist u. a. auf die aktuell angespannte Situation an den Kapitalmärkten und den steigenden Wettbewerbsdruck aufgrund der fortschreitenden Globalisierung zurückzuführen, wodurch die **Generierung unternehmensinterner Liquidität** für Unternehmen signifikant an Bedeutung gewinnt (vgl. *Sure*, 2015, S. 12). Ein wichtiges Instrument des Finanzcontrollings stellt hierbei das Working Capital Management dar (vgl. *Sure*, 2015, S. 7). Der folgende Beitrag soll aufzeigen, wie

ausgeübte Gestaltungsmöglichkeiten hinsichtlich des Working Capitals erkannt und innerhalb der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden können. Hierzu wird zunächst kurz auf die Bedeutung des Working Capitals in der Unternehmensbewertung eingegangen. Kernstück dieses Beitrags bildet die kritische Analyse des Working Capitals, die am Beispiel der (fiktiven) ABC-GmbH dargestellt wird. (Die Daten der ABC-GmbH wurden auf Basis vergangener Unternehmensanalysen bei *REMONDIS* zusammengestellt und anonymisiert. Es ist kein Rückschluss auf einen „*REMONDIS*-Bewertungsstandard“ möglich, da jeder Sachverhalt aufgrund der hohen Individualität einer jeden Bewertung nur im Gesamtkontext beurteilt werden kann.) Der Beitrag schließt mit einem Fazit. Durch die Lektüre soll der Leser mit der **Working Capital Analyse** als Controllinginstrument vertraut gemacht und für das Erkennen ausgeübter **Gestaltungsspielräume** hinsichtlich des Working Capitals sensibilisiert werden.

2. Working Capital im Rahmen von Unternehmensbewertungen bei *REMONDIS*

Bei *REMONDIS* findet das Instrument der Unternehmensbewertung zu unterschiedlichen Zwecken Anwendung: Neben der jährlichen Überprüfung der



Lea Grabitz, M.Sc., ist seit ihrem Masterabschluss an der Technischen Universität Dortmund (Wirtschaftswissenschaften, Schwerpunkt Accounting & Finance) als M&A-Analystin bei *REMONDIS* tätig.



Andrea Schroer, M.Sc., ist Leiterin der M&A-Abteilung bei *REMONDIS* und hat langjährige Erfahrung als M&A-Analystin. Ihr Studium absolvierte sie an der Westfälische Wilhelms-Universität Münster (Betriebswirtschaftslehre, Major Accounting, Minor Management).

Zentrale Aussagen

- Zur Einschätzung über ein nachhaltig notwendiges operatives Net Working Capital (NWC)-Niveau ist eine ganzheitliche Analyse des betrachteten Unternehmens durchzuführen.
- Ausgeübte Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen des NWC, die lediglich eine kurzfristige Veränderung des NWC erwirken, stellen ein Risiko für den Käufer dar.
- Für die Ermittlung des Unternehmenswertes ist eine konsistente Verarbeitung der Ergebnisse der NWC-Analyse zu gewährleisten.

Neben der finanziellen hat auch die operative Liquidität des Targets Einfluss auf den Unternehmenswert.

Beteiligungen im Rahmen der Impairmenttests wird diese insbesondere zur Analyse von Unternehmen (Benchmark) sowie im Kontext von Transaktionsprozessen eingesetzt. Grundsätzlich erfolgt die Bewertungsmethodik nach dem Discounted Cash-Flow (DCF)-Verfahren in Form des Bruttoansatzes (Entity Approach). Für die Ermittlung der Cashflows werden – ausgehend vom EBITDA – weitere Cashflow-relevante Größen (z. B. Investitionen) berücksichtigt, wobei insbesondere auch Veränderungen im Net Working Capital (NWC) abgebildet werden. Zur Bestimmung des Unternehmenswertes werden die ermittelten Cashflows mit einem unternehmensindividuellen Risikozins diskontiert. Der aus der DCF-Bewertung resultierende Enterprise Value (EV) versteht sich als „cash & debt free“. Es wird unterstellt, dass das betrachtete Unternehmen weder liquide Mittel in Form von Cash noch eine Verschuldung zu Finanzierungszwecken (debt) aufweist (vgl. Howson, 2017, S. 31). Der EV wird im Rahmen der sog. Enterprise-to-Equity-Brücke (EV-EQV-Brücke) um die (anteilig) zu übernehmenden Nettofinanzverbindlichkeiten (NFV) sowie weitere Abzugspositionen bereinigt, um den Equity Value (EQV) zu bestimmen. Bei REMONDIS werden Kaufpreise üblicherweise nach dem „locked-box-Mechanismus“ verhandelt, was bedeutet, dass der Kaufpreisfindung der Jahresabschluss des letzten Bilanzstichtags (= wirtschaftlicher Stichtag) zugrunde gelegt wird (vgl. Engelhardt, 2017, S. 31 f.).

Bestimmung der EV-EQV-Brücke der ABC-GmbH

Die ABC-GmbH soll zum 31.12.2017 erworben werden. Mit dem Verkäufer wurde ein EV i. H. v.

20.000 T€ vorverhandelt. Im Rahmen der Prüfung wurde der Jahresabschluss der letzten beiden Geschäftsjahre zur Verfügung gestellt (vgl. Abb. 1).

Zur Ermittlung der NFV ist die Bilanz nach Positionen mit Finanzierungscharakter zu analysieren, in der Bilanz fallen hierunter neben der Kasse i. H. v. 2.350 T€ zum 31.12.2017 die Verbindlichkeiten aus Bankdarlehen mit 7.660 T€. Positionen, die darüber hinaus in den NFV berücksichtigt werden sollten, werden im Folgenden anhand weiterer Schritte geprüft (vgl. Abschnitt 3). Somit ergeben sich zunächst NFV i. H. v. 5.310 T€ (2016: 6.660 T€), die bei einem EV i. H. v. 20.000 T€ zu einem EQV von 14.690 T€ (2016: 13.340 T€) führen würden (vgl. Abb. 1). Durch dieses Vorgehen wird insbesondere die **finanzielle Liquidität** des Unternehmens zum Stichtag beurteilt und in der Kaufpreisfindung berücksichtigt. Daneben sollte aber auch die **operative Liquiditätssituation** des Targets analysiert und ggf. im Kaufpreis verarbeitet werden. Durch die Festsetzung des wirtschaftlichen Stichtags wird auch das operativ vorzuhaltende Kapital auf den Bestand zum Stichtag fixiert. Dieses operativ notwendige Kapital, welches das Target benötigt, um die operative Tätigkeit aufrechtzuerhalten, wird auch als Working Capital (hier: Net Working Capital) bezeichnet. Es lässt sich als Saldo der Bestandteile des Umlaufvermögens mit operativem Charakter (i. W. Vorräte und Forderungen aus LuL (Lieferungen und Leistungen)) sowie der Verbindlichkeiten mit operativem Charakter (i. W. Verbindlichkeiten aus LuL) errechnen (vgl. Pomp, 2015, S. 173).

Bestimmung des Net Working Capitals der ABC-GmbH

Für die ABC-GmbH ergibt sich bei Vorräten von 1.160 T€, Forderungen LuL i. H. v. 5.800 T€ sowie Verbindlichkeiten LuL von 5.600 T€ demnach ein NWC i. H. v. 1.360 T€ zum 31.12.2017 (2016: 2.710 T€) (vgl. Abb. 2). Vergleicht man nun die Ergebnisse der Abb. 1 und Abb. 2, wird der Zusammenhang von NWC und EQV ersichtlich: Der ermittelte EQV der ABC-GmbH weist von 2016 auf 2017 einen Anstieg i. H. v. 1.350 T€ auf, der bei Konstanz der übr-

Bilanz ABC-GmbH (in T€)						EV-EQV-Brücke (in T€)		
Aktiva	2016	2017	Passiva	2016	2017		2016	2017
A. Anlagevermögen	14.000	14.000	A. Eigenkapital	8.900	8.900	Enterprise Value	20.000	20.000
B. Umlaufvermögen	9.010	9.310	B. Rückstellungen	1.150	1.150	+ Schecks, Kasse	1.000	2.350
I. Vorräte	1.210	1.160	C. Verbindlichkeiten	13.060	13.360	- Bankdarlehen	-7.660	-7.660
II. Forderungen LuL	6.800	5.800	I. Bankdarlehen	7.660	7.660	Nettofinanzverbindlichkeiten	-6.660	-5.310
III. Schecks, Kasse	1.000	2.350	II. aus LuL	5.300	5.600	Weitere Abzugspositionen	n. v.	n. v.
C. ARAP	100	100	III. Sonstige	100	100	Equity Value	13.340	14.690
Summe Aktiva	23.110	23.410	Summe Passiva	23.110	23.410			

EV-EQV-Brücke = Enterprise-to-Equity-Brücke
 ARAP = Aktive Rechnungsabgrenzungsposten
 LuL = Lieferung und Leistung

Abb. 1: Bilanz und EV-EQV-Brücke der ABC-GmbH zum 31.12.2016 und 31.12.2017

SCHWERPUNKT

Bilanz ABC-GmbH (in T€)					Net Working Capital (in T€)		
Aktiva		2016	2017	Passiva		2016	2017
A. Anlagevermögen		14.000	14.000	A. Eigenkapital		8.900	8.900
B. Umlaufvermögen		9.010	9.310	B. Rückstellungen		1.150	1.150
I. Vorräte		1.210	1.160	C. Verbindlichkeiten		13.060	13.360
II. Forderungen LuL		6.800	5.800	I. Bankdarlehen		7.660	7.660
II. Schecks, Kasse		1.000	2.350	II. aus LuL		5.300	5.600
C. ARAP		100	100	III. Sonstige		100	100
Summe Aktiva		23.110	23.410	Summe Passiva		23.110	23.410

EV-EQV-Brücke = Enterprise-to-Equity-Brücke
 ARAP = Aktive Rechnungsabgrenzungsposten
 LuL = Lieferung und Leistung

Abb. 2: Bilanz und Net Working Capital der ABC-GmbH zum 31.12.2016 und 31.12.2017

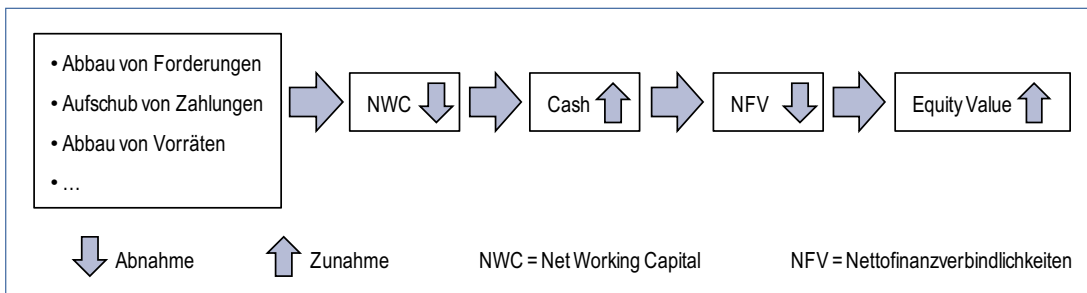


Abb. 3: Einfluss des Net Working Capitals auf den Equity Value

gen Bilanzpositionen vollständig aus dem Anstieg der Kasse resultiert. Gleichzeitig reduziert sich der Bestand des NWC von 2016 auf 2017 in gleicher Höhe. **Abb. 3** veranschaulicht den unmittelbaren Zusammenhang zwischen dem NWC-Bestand und dem EQV.

Durch das Ausüben von Gestaltungsspielräumen im Rahmen des NWC kann die Liquiditätssituation des Unternehmens optimiert werden. So erhöht bspw. die Einstellung von Zahlungen an Lieferanten vor dem wirtschaftlichen Stichtag die Verbindlichkeiten aus LuL und das Unternehmen finanziert sich über seine Lieferanten. Gegenläufig führt eine Verkürzung der Zahlungsziele der Kunden zu einem Cash-Zufluss, die Kasse erhöht sich. Beide Maßnahmen führen zu einer Reduktion des NWC-Bestands, dem Unternehmen fließen kurzfristig liquide Mittel zu. Der höhere Cash-Bestand reduziert die NFV und der EQV fällt entsprechend höher aus.

Dieser Zusammenhang verdeutlicht, dass im Rahmen von Transaktionsprozessen die Analyse der operativen Liquiditätssituation des potenziellen Targets unerlässlich ist. Insbesondere wenn in der jüngeren Historie deutliche **Veränderungen** des **NWC**, wie am Beispiel der ABC-GmbH dargestellt, zu beobachten sind. Hierbei ist zu prüfen, ob es sich um **nachhaltige** Verbesserungen (bspw. effizienteres NWC-Management) oder um **kurzfristige** Effekte, wie Window Dressing, handelt. Beim Window Dressing optimieren Unternehmen ihre Liquiditätssituation kurzfristig zum Jahresende, um die für die Stakeholder relevanten Kennzahlen im Jahresabschluss zu beeinflussen. Somit kann ein ver-

bessertes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage suggeriert werden, das als Indikator zur Beurteilung der Profitabilität, Solvenz und Kreditwürdigkeit herangezogen wird (vgl. *Meckl/Lucks*, 2015, S. 332). Dieser Effekt kann aufgrund des Zusammenhangs von NWC-Bestand und EQV verstärkt auftreten, wenn das betrachtete Unternehmen einen Verkaufsprozess avisiert und ist im Zuge der Bewertung zu analysieren. Ein bereits implementiertes effizientes NWC-Management hingegen stellt für den Käufer einen Mehrwert dar. Daneben können saisonale Schwankungen, die aus dem Geschäftsbetrieb resultieren, sowie Differenzen aufgrund der Branchenzugehörigkeit (vgl. *Meyer*, 2007, S. 35) zu Veränderungen im NWC-Bestand führen.

Um zu beurteilen, ob der zum wirtschaftlichen Stichtag vorliegende NWC-Bestand nachhaltig zur Finanzierung des operativen Geschäftsbetriebs ausreicht, ist daher eine gründliche Analyse des Targets durchzuführen und im Fall von kurzfristigen Effekten sind Anpassungen im Rahmen der Bewertung zu berücksichtigen.

3. Analyse des Working Capitals im Rahmen einer Due Diligence bei REMONDIS

Grundsätzlich lässt sich das *REMONDIS*-Vorgehen zur Analyse des NWC in drei Schritte einteilen: 1. Abgrenzung NFV und NWC, 2. Analyse des NWC, 3. Auswertung.

Eine rein stichtagsbezogene Analyse des NWC wird dem dynamischen Charakter des NWC nicht gerecht.

Abgrenzung NFV und NWC

Im ersten Schritt sind relevante Bilanzpositionen auf ihren Charakter bspw. zu prüfen, um Posten, die Finanzierungscharakter (bspw. NFV) aufweisen, von Posten mit operativem Charakter (bspw. NWC) abzugrenzen. Diese Abgrenzung ist erforderlich, um eine konsistente Herleitung des NWC-Bestandes durchführen zu können. Nach *Prengel/Wagner* (2017) existieren drei Argumentationslinien, die der Abgrenzung zugrunde gelegt werden können und so auch bei *REMONDIS* verfolgt werden (vgl. *Prengel/Wagner*, 2017, S. 2):

- Finanzierungsfunktion,
- Double-/Non-counting und
- Abgrenzungsfunktion.

Grundsätzlich den NFV zuzuordnen sind alle Posten mit **Finanzierungsfunktion**. Unstrittig sind hier alle Posten aufzunehmen, die zinstragend/-bringend sind, was aber nicht als einziges Kriterium herangezogen werden sollte (vgl. *Pomp*, 2015, S. 175 f.). Grundlage der Analyse der Bilanzpositionen bilden die gelieferten Bilanzdaten, z. B. der Jahresabschluss des letzten Bilanzstichtags. Je nach Detaillierungsgrad sind darüber hinaus weitere Informationen, wie bspw. monatliche Summensaldenlisten anzufordern. Neben der Analyse der Zusammensetzung von Forderungen und Verbindlichkeiten aus LuL liegt der Fokus typischerweise auf der Zusammensetzung der sonstigen Vermögenswerte, Forderungen und Verbindlichkeiten. Hierbei handelt es sich um Posten, in denen Ansprüche oder Verpflichtungen erfasst werden, die nicht direkt aus dem Geschäftsbetrieb resultieren, aber dennoch operativen Charakter aufweisen können. Eine besondere Schwierigkeit liegt darin, dass in der Literatur bisher keine allgemeingültige Definition zur Abgrenzung von Posten nach operativem bzw. finanziellem Charakter existiert (vgl. *Prengel/Wagner*, 2017, S. 2).

Finanzierungsfunktion am Beispiel der ABC-GmbH

Wie in **Abb. 1** ersichtlich, bestehen bei der ABC-GmbH sonstige Verbindlichkeiten i. H. v. 100 T€, deren Zusammensetzung auf Basis der abgebildeten Bilanzdaten nicht bekannt ist. Im Anhang des Jahresabschlusses ist jedoch folgende Information enthalten: „In den sonstigen Verbindlichkeiten ist ein Darlehen von Gesellschafter A i. H. v. 50 T€ enthalten. Das Darlehen wurde zinslos gewährt.“ Auch zinslos gewährte Darlehen weisen Finanzierungscharakter auf und sind daher in der EV-EQV-Brücke mit einem Betrag von 100 T€ anzusetzen (vgl. **Abb. 4**).

Neben der Erarbeitung eines umfangreichen Verständnisses der Bilanzpositionen des Targets ist es unerlässlich, die Abgrenzung klar und stringent vorzunehmen, um zu vermeiden, dass Positionen doppelt oder gar nicht in einer Bewertung berücksichtigt werden, was *Prengel/Wagner* (2017) als **double-/non-counting** bezeichnen. Hierunter fallen

i. W. Positionen, die „quasi-cash/quasi-debt“ Charakter aufweisen, wie außerordentliche oder betriebsfremde Geschäftsvorfälle (vgl. *Prengel/Wagner*, 2017, S. 3). Bei der Entscheidung über außerordentlichen oder betriebsfremden Charakter ist stets auch das vorliegende Geschäftsmodell zu berücksichtigen und ggf. die Meinung der operativ Verantwortlichen einzuholen.

Double-/non-counting am Beispiel der ABC-GmbH

Der Verkäufer weist im Kontext von außerbilanziellen Verpflichtungen auf einen im Oktober 2017 einmalig gezeichneten Factoringvertrag hin. Gegenstand ist der Verkauf der Forderung gegenüber einem Kunden über 1.000 T€, wobei das Risiko vollständig auf die Factoringbank übergegangen ist, die Forderung bei der ABC-GmbH also direkt vereinnahmt wurde. Dieser Vorfall ist in der Bilanz der ABC-GmbH deutlich zu erkennen (vgl. **Abb. 1**). Während die Forderungen LuL um 1.000 T€ sinken, steigt die Kasse um 1.000 T€. Dieser Effekt ist aufgrund der Einmaligkeit als nicht nachhaltig einzustufen. Die in **Abb. 1** dargestellte Steigerung des EQV um 1.000 T€ ist somit nicht nachhaltig und daher im Rahmen der Unternehmensbewertung zu normalisieren. Hier bestehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten: a) Normalisierung im Rahmen eines NWC-Aufbaus im CF des ersten Planjahres, b) Ansatz als weitere Abzugsposition in der EV-EQV-Brücke. Da der Verkäufer bereits auf den außerordentlichen Charakter hingewiesen hat, wird ein Ansatz in der EV-EQV-Brücke mit einem Betrag von 1.000 T€ angestrebt (vgl. **Abb. 4**). Eine zusätzliche Normalisierung in der CF-Planung ist folglich nicht anzusetzen, um einen doppelten Ansatz zu vermeiden.

Unter die dritte Argumentationslinie (**Abgrenzungsfunktion**) fallen alle Posten, die aufgrund des zeitlichen Auseinanderfallens von Entstehen und tatsächlicher Zahlungswirksamkeit in der Bilanz verwertet wurden. Auch hier gilt es sicherzustellen, dass abgegrenzte Erträge (Aufwendungen), die der Verkäufer zukünftig erwartet, nur zusätzlich vergütet (kaufpreismindernd berücksichtigt) werden, wenn abschließend festgestellt werden kann, dass diese tatsächlich anfallen werden.

Abgrenzungsfunktion am Beispiel der ABC-GmbH

Zur Prüfung der aktiven Rechnungsabgrenzungsposten wurde vom Verkäufer ein Nachweis über abgegrenzte Aufwendungen für Vorauszahlungen diverser laufender Verträge (bspw. Versicherung) i. H. v. 100 T€ eingereicht. Diese wurden als der Höhe nach angemessen beschieden und werden auch nachhaltig benötigt, um den Betrieb aufrecht zu erhalten. Der Betrag ist dem NWC zuzuordnen, da eine entsprechende Verrechnung auch in den Folgejahren vorgenommen wird.

Ergebnis einer konsistent vorgenommenen Abgrenzung sind die vollständige EV-EQV-Brücke so-

Nicht jede im NWC erfasste Bilanzposition hat auch operativen Charakter.

SCHWERPUNKT

EV-EQV-Brücke (in T€)			Net Working Capital (in T€)		
	2016	2017		2016	2017
Enterprise Value	20.000	20.000	+ Vorräte	1.210	1.160
+ Schecks, Kasse	1.000	2.350	+ Forderungen LuL	6.800	6.800
- Bankdarlehen	-7.660	-7.660	+ ARAP	100	100
- Sonstige	-100	-100	- Verbindlichkeiten LuL	5.300	5.600
Nettofinanzverbindlichkeiten	-6.760	-5.410	Net Working Capital	2.810	2.460
Factoring (außerbilanziell)	0	-1.000			
Equity Value	13.240	13.590			

EV-EQV-Brücke = Enterprise-to-Equity-Brücke
 ARAP = Aktive Rechnungsabgrenzungsposten

LuL = Lieferung und Leistung

Abb. 4: EV-EQV-Brücke und NWC der ABC-GmbH zum 31.12.2016 und 31.12.2017

wie der NWC-Bestand zum wirtschaftlichen Stichtag. Ob dieser auch einem nachhaltig notwendigen Niveau entspricht, ist anhand der Prüfungsschritte 2 und 3 weiter zu evaluieren.

EV-EQV-Brücke sowie NWC der ABC-GmbH nach Prüfungsschritt 1

Während das Gesellschafterdarlehen die NFV um 100 T€ erhöht, führt der Abzug des einmalig eingegangenen Factorings zu einer weiteren Reduktion des EQV um 1.000 T€ zum 31.12.2017. Der hieraus entstandene Anstieg der Kasse wurde somit bereinigt und die Differenz der EQV zu den Stichtagen auf 350 T€ reduziert. Im NWC wurde das Factoring analog in den Forderungen LuL bereinigt und zusätzlich die aktivierten, abgegrenzten Aufwendungen berücksichtigt, sodass auch die Differenz in den NWC-Beständen von 1.350 T€ auf 350 T€ deutlich reduziert wurde.

Analyse des NWC

Um eine Aussage darüber treffen zu können, ob die Höhe des zum wirtschaftlichen Stichtag bestehenden NWC nachhaltig für den Betrieb des operativen Geschäfts ausreicht, sind auch die **historischen NWC-Bestände** zu analysieren. Die historischen Daten sind dabei entsprechend der vorherigen Vorgehensweise aufzubereiten und ggf. analog zu bereinigen. Nur durch eine konsistente und stringente Aufbereitung der Daten kann gewährleistet werden, dass die historischen NWC-Bestände mit denen zum Stichtag vergleichbar sind und Rückschlüsse auf ein nachhaltig notwendiges Niveau gezogen werden können. Hierfür empfiehlt es sich, die für die Analyse zum wirtschaftlichen Stichtag vorgelegte Datenbasis auch für die historischen Jahre anzufordern.

Neben den bereits erläuterten Gestaltungsspielräumen der Bilanzierung können ebenfalls Effekte aus saisonalen Schwankungen oder Window Dressing bestehen, die in der Kaufpreisfindung berücksichtigt werden sollten. Hierzu können die bereits

vorliegenden **NWC-Daten** der entsprechenden Bilanzstichtage auch **unterjährig** analysiert werden (bspw. auf Quartals- oder Monatsbasis). Bei Verfügbarkeit der Informationen über mehrere Geschäftsjahre hinweg lassen sich außergewöhnliche Veränderungen schnell identifizieren.

Unterjährige Entwicklung des NWC bei der ABC-GmbH

Die in **Abb. 5** dargestellte Entwicklung des NWC zeigt zum Geschäftsjahresende eine deutliche Reduktion, obwohl das Factoring in der Darstellung bereits bereinigt wurde. Bei Konstanz der übrigen Bilanzpositionen geht diese Reduktion mit einer Erhöhung der liquiden Mittel und dementsprechend des EQV einher. Der Effekt scheint in jedem Jahr vorzuliegen und daher nicht auf einer nachhaltigen Verbesserung des NWC-Managements zu beruhen. Daher sollte im Zuge der DCF-Bewertung eine Bereinigung des NWC auf ein nachhaltig operativ notwendiges Niveau vorgenommen werden. Die Definition dieses Niveaus liegt stets in der subjektiven Wahrnehmung des Bewertenden. Zur Ermittlung einer möglichen Normalisierung werden bei **REMONDIS** bspw. je nach Informationslage verschiedene Vergleichswerte der vergangenen Jahre ermittelt.

Bei der ABC-GmbH wurde neben dem durchschnittlichen NWC-Bestand der letzten drei Geschäftsjahre von 3.091 T€ auch der Maximalbestand i. H. v. 6.040 T€ ermittelt. In beiden Fällen zeigt sich, dass der NWC-Bestand zum 31.12.2017 auch nach der Bereinigung des Factorings (1.000 T€) noch 631 T€ unter dem Durchschnitt und sogar 3.580 T€ unter dem Maximalbestand liegt (vgl. **Abb. 6**). Auch der Bestand des NWC zum 31.12.2016 liegt mit 2.710 T€ noch 381 T€ unterhalb des Durchschnittsbestands, was die Vermutung des Window Dressings bestätigt. Da sich im Rahmen der Prüfung gezeigt hat, dass der Maximalbestand aus einem Einmaleffekt resultierte, wird zunächst angenommen, dass der Durchschnittsbe-

Zur Prognose eines nachhaltigen NWC-Niveaus ist ein Blick in die unternehmensindividuelle Historie unerlässlich.

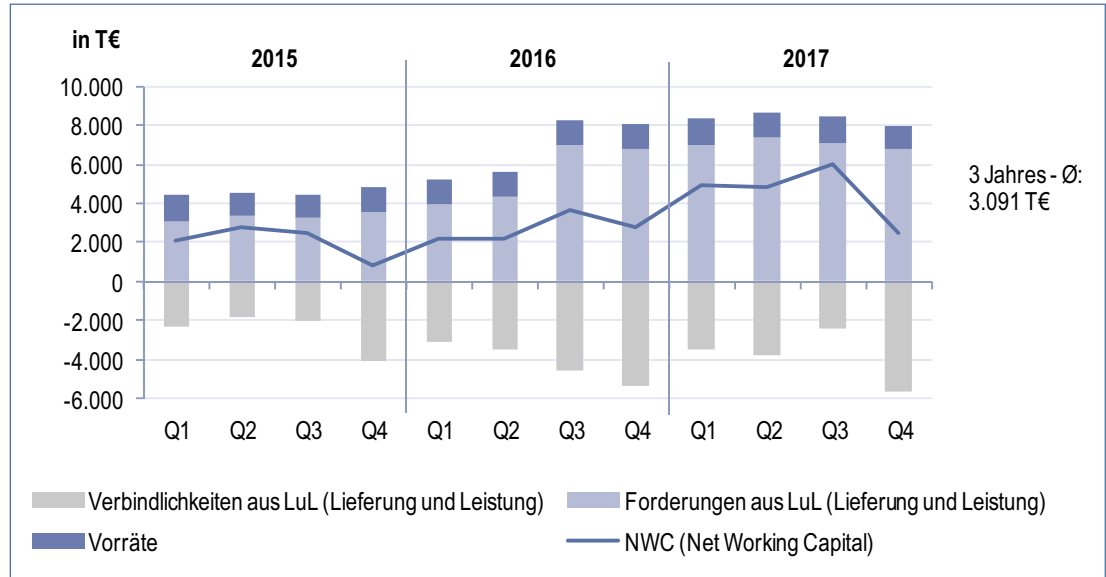


Abb. 5: Beispielhafte Entwicklung des NWC quartalsweise

Normalisierung des Net Working Capital (in T€)			
	2017	Ø 2015-2017	Max. 2015-2017
+ Vorräte	1.160	1.258	1.340
+ Forderungen LuL	6.800	5.308	7.100
+ ARAP	100	25	0
- Verbindlichkeiten LuL	-5.600	-3.500	-2.400
Net Working Capital	2.460	3.091	6.040
Normalisierung (Aufbau - / Rückfluss +)		-631	-3.580

LuL = Lieferung und Leistung ARAP = Aktive Rechnungsabgrenzungsposten

Abb. 6: Ermittlung der historischen NWC-Bestände sowie potenzielle Normalisierung bei der ABC-GmbH

Die Geschäftsentwicklung und Branchenzugehörigkeit liefern wichtige Anhaltspunkte.

stand dem operativ nachhaltigen NWC-Niveau entspricht. Dies ist im Folgenden (vgl. Abschnitt 3) weiter zu prüfen.

Neben der Analyse des historischen NWC ist weiterhin die im Rahmen der DCF-Bewertung erstellte **Planung** der zukünftigen Cashflows einzubeziehen. Die geplanten Cashflows stellen einen wesentlichen Werttreiber innerhalb der DCF-Bewertung dar und üben somit direkten Einfluss auf die Kaufpreisfindung aus (vgl. *Pomp*, 2015, S. 123). Daher ist bei einem geplanten Wachstum des Geschäfts auch der zugehörige Anstieg des vorzuhaltenden NWC (unter der Annahme konstanter Zahlungsziele) zu berücksichtigen (vgl. *Pomp*, 2015, S. 253). Dies kommt besonders zum Tragen, wenn ein deutlicher Umsatzanstieg bspw. bei der Bewertung von Start-ups eingepreist wird.

Auswertung

Zur detaillierten Analyse und Einschätzung des notwendigen NWC-Bedarfs ist in jedem Fall auch das vorliegende Geschäftsmodell zu berücksichtigen.

So können sich z. B. bei größeren und solventeren Kunden größere Zahlungsziele vereinbaren lassen, was zu einem vergleichsweise höheren Niveau des NWC im Vergleich zu Unternehmen mit kleineren Kunden führen kann. Im Idealfall sollte man die vorliegenden NWC-Bestände denen von Vergleichsunternehmen gegenüberstellen, um branchenabhängige Merkmale in die Betrachtung einzubeziehen. Da absolute Zahlen auch von der Größe des Geschäfts abhängig sind, sollten hierzu Vergleichskennzahlen gebildet werden. Die Kombination der stichtagsbezogenen Bilanzdaten mit GuV-Daten ermöglicht eine zeitraumbezogene Betrachtungsweise, welche die bisher erläuterte statische Betrachtung um dynamische Aspekte erweitert und eine **ganzheitliche Analyse** gewährleistet (vgl. *Sure*, 2015, S. 8). Bspw. kann eine Normalisierung auf den durchschnittlichen historischen NWC-Bestand vermeintlich falsch sein, wenn das Target im letzten historischen Jahr eine deutliche Ausweitung des Geschäfts erzielen konnte und dementsprechend auch mehr NWC für den operativen Be-

SCHWERPUNKT

trieb benötigt, als in den historischen Vergleichsjahren. Bei *REMONDIS* finden bspw. die folgenden **Kennzahlen** Anwendung (vgl. *Pomp*, 2015, S. 238):

- Lagerdauer (DIO = Vorräte/Materialaufwendungen*360): Anzahl der Tage, die Vorräte durchschnittlich im Lager gehalten werden
- Debitorenlaufzeit (DSO = Forderungen LuL/Umsatz*360): Anzahl der Tage, nach denen Kunden durchschnittlich ihre Rechnung begleichen
- Kreditorenlaufzeit (DPO = Verbindlichkeiten LuL/Materialaufwendungen*360): Anzahl der Tage, nach denen durchschnittlich Lieferanten bezahlt werden
- NWC/Umsatz: Verhältnis des operativen NWC zum Jahresumsatz.

Die Höhe der Kennzahlen ist stark von Branche und Geschäftsmodell des Targets abhängig, weshalb hier keine konkrete Vorgabe festgelegt werden kann. Grundsätzlich kann ein negativer NWC-Bestand auf Liquiditätsprobleme des Targets hinweisen (Lieferanten werden erst bezahlt, wenn Kunden ihre Rechnung beglichen haben). Zur genauen Analyse ist eine detaillierte und „**mehrdimensionale funktionsübergreifende Betrachtung** (...) entlang der Wertschöpfungskette“ (*Sure*, 2015, S. 8) notwendig, die durch Einbindung der operativen Bereiche vorgenommen werden sollte. Im Idealfall verfügt der Käufer bereits über vergleichbare Geschäftsmodelle bzw. Branchenerfahrung, die eine Einschätzung über den notwendigen Bedarf zulassen.

Auswertung ABC-GmbH

Neben der Berechnung der o. g. Kennzahlen für die ABC-GmbH wurden die entsprechenden Kennzahlen auch für ein Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell ermittelt (vgl. **Abb. 7**).

Nach Bereinigung des Factorings in 2017 zeigt sich im Jahresvergleich ein deutlicher Anstieg der DSO und DPO, wobei in jedem Jahr ein Überhang der DPO zu erkennen ist. Eine Normalisierung auf die Durchschnittswerte führt zu einem Angleichen der DSO und DPO, was die Annahme der kurzfristigen Reduktion des NWC zum Jahresende bestätigt. Diese wurde durch die Streckung der Zahlungsziele, insbesondere die der Lieferanten, erreicht. Die Gegenüberstellung der durchschnittlichen Laufzeiten der ABC-GmbH mit einem vergleichbaren Un-

ternehmen zeigt, dass DIO, DSO und DPO vergleichbare Beträge aufweisen. Auch die Kennzahl NWC/Umsatz liegt mit 7 Prozent im Bereich der 7–8 Prozent des Vergleichsunternehmens. Der Durchschnitt der vergangenen drei Jahre als operativ notwendiges, nachhaltiges NWC-Niveau konnte auch im letzten Prüfungsschritt bestätigt werden.

Wurden die Ergebnisse hinreichend mit weiteren Kennzahlen plausibilisiert, sollte der Käufer eine abschließende Einschätzung zum operativ notwendigen NWC-Bestand des Targets erlangt haben. Dieser Wert ist folgend mit dem zum wirtschaftlichen Stichtag bestehenden NWC des Targets zu vergleichen.

Ergebnis ABC-GmbH

Bei der ABC-GmbH wurde im Rahmen der Analyse das Durchschnittsniveau der vergangenen drei Jahre i. H. v. 3.091 T€ als operativ notwendiges NWC ermittelt. Bei einem NWC-Bestand von 2.460 T€ zum 31.12.2017 ergibt sich hieraus ein Normalisierungsbetrag von 631 T€, der zzgl. zur Korrektur des Factorings im Rahmen der Kaufpreisfindung berücksichtigt werden konnte. Die Geschäftsführung entscheidet sich zur Aufnahme in die EV-EQV-Brücke, wodurch sich nach Abschluss der NWC-Prüfung die in **Abb. 8** dargestell-

EV-EQV-Brücke (in T€)		
	2016	2017
Enterprise Value	20.000	20.000
+ Schecks, Kasse	1.000	2.350
- Bankdarlehen	-7.660	-7.660
- Sonstige	-100	-100
Nettofinanzverbindlichkeiten	-6.760	-5.410
Factoring (außerbilanziell)	0	-1.000
NWC-Normalisierung	-281	-631
Weitere Abzugspositionen	-281	-1.631
Equity Value	12.959	12.959

EV-EQV-Brücke = Enterprise-to-Equity-Brücke

Abb. 8: EV-EQV-Brücke der ABC-GmbH inkl. der Ergebnisse aus NWC-Prüfung

NWC-Kennzahlen ABC-GmbH					NWC-Kennzahlen Vergleichsunternehmen			
	2015	2016	2017	Ø		2015	2016	2017
DIO (Lagerdauer)	11	10	9	11	DIO (Lagerdauer)	10	11	10
DSO (Debitorenlaufzeit)	22	37	37	30	DSO (Debitorenlaufzeit)	31	28	29
DPO (Kreditorenlaufzeit)	37	44	46	30	DPO (Kreditorenlaufzeit)	28	26	27
NWC/Umsatz	2%	6%	5%	7%	NWC/Umsatz	8%	7%	7%

NWC = Net Working Capital

Abb. 7: Auswertung anhand der NWC-Kennzahlen ABC-GmbH und Vergleichsunternehmen 2015–2017

Implikationen für die Praxis

- Eine konsistente Abgrenzung und Analyse des NWC ist notwendig, um den nachhaltigen operativen NWC-Bestand eines Unternehmens zu ermitteln.
- Die Ergebnisse der NWC-Analyse sind anhand von Kennzahlen und Vergleichsunternehmen zu evaluieren.
- Die Ergebnisse der NWC-Analyse sind im Rahmen der DCF-Bewertung und zur Bestimmung des Unternehmenswertes zu berücksichtigen.
- Eine erfolgreiche Verwertung der Erkenntnisse ist nur durch eine konsistente Berücksichtigung innerhalb der DCF-Bewertung, Kaufpreisfindung und Vertragsgestaltung gewährleistet.

te EV-EQV-Brücke ergibt. Alternativ besteht hinsichtlich beider Effekte die Möglichkeit, diese im Rahmen der CF-Planung und somit vor dem EV zu berücksichtigen.

Bei Konstanz aller Bilanzpositionen (mit Ausnahme von NWC und Kasse) sowie einheitlicher EV ergeben sich nach Berücksichtigung der Normalisierungen im Rahmen dieses fiktiven Beispiels identische EQV für beide Betrachtungsjahre i. H. v. 12.959 T€.

4. Fazit

Ziel der NWC-Analyse ist die Berücksichtigung der Erkenntnisse in der Kaufpreisfindung oder dem Kaufvertrag.

Wie eingangs erläutert, lässt sich bei Unternehmen ein vermehrter Fokus auf ein aktives Working Capital Management feststellen. Bei der Durchführung einer Unternehmensbewertung ist daher eine Analyse der operativen Liquiditätssituation des Targets sehr zu empfehlen. Neben der Identifikation der relevanten Bilanzpositionen sollte v. a. eine Einschätzung zum **operativ erforderlichen NWC-Bestand** erlangt werden, bei der auch branchen- und geschäftsmodelltypische Aspekte berücksichtigt werden. Neben der Analyse der historischen und unterjährigen NWC-Bestände sind dazu vergleichbare Unternehmen und die unternehmensindividuelle Entwicklung vom Controller heranzuziehen. Diese Erkenntnisse sind dann sowohl im Rahmen der Vertragsgestaltung zu verarbeiten als auch bei der Kaufpreisfindung und im Zuge der Verhandlungen zu berücksichtigen. Nur wenn **Konsistenz** zwischen Bewertungsmethodik und Vertragsgestaltung sichergestellt ist, können Schäden des Käufers aus bilanzpolitischen Gestaltungsmöglichkeiten des NWC vermieden werden.

Literatur

- Engelhardt, C., Mergers & Acquisitions: Strategien, Abläufe und Begriffe im Unternehmenskauf, Wiesbaden 2017.
- Howson, P., The Essentials of M&A Due Diligence, London 2017.
- Meckl, R./Lucks, K., Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz, Berlin 2015.
- Meyer, C. A., Working Capital und Unternehmenswert, Diss. Wiesbaden 2007.
- Pomp, T., Praxishandbuch Financial Due Diligence: Finanzielle Kernanalysen bei Unternehmenskäufen, Wiesbaden 2015.
- Prengel, C./Wagner, A., Konsistenzanforderungen zwischen dem „Cash-and-Debt-free“-Mechanismus und den üblichen Bewertungsmethoden bei M&A-Transaktionen, in: BewertungsPraktiker, 2017, H. 1, S. 2–11.
- Sure, M., Working-Capital Steuerung mit integrierten Kennzahlen, in: Controlling – Zeitschrift für erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung, 27. Jg. (2015), H. 1, S. 7–12.

Literaturtipps aus dem Online-Archiv <http://elibrary.vahlen.de>

- Matthias Sure, Working Capital-Steuerung mit integrierten Kennzahlen, Ausgabe 1/2015, S. 7–12.
- Thorsten Knauer, Risikocontrolling bei Unternehmenstransaktionen, Ausgabe 11/2011, S. 604–610.

Stichwörter

DCF-Verfahren # Due Diligence # M&A
NWC # Working Capital

Keywords

DCF-Method # Due Diligence # M&A # NWC
Working Capital

Summary

To consider companies' increasing focus on working capital management in the context of transactions, it is essential to determine and critically examine the targets' required operational NWC. The article outlines REMONDIS' practical approach to the analysis and evaluation of the company's NWC.