



## M + A / Unternehmenskauf

PSP empfiehlt die Anwendung des „Locked Box“-Verfahrens als Alternative zur Aufstellung von Closing-Abrechnungsabschlüssen

Von: **Bernhard Winterstetter und Dr. Axel-Michael Wagner**

Der „Locked Box Mechanismus“ ist eine Alternative der Kaufpreisfestlegung im Unternehmenskaufvertrag zu der im Folgenden zunächst beschriebenen Kaufpreisermittlung anhand von Abrechnungsabschlüssen bei Closing. Durch die Anwendung dieses Verfahrens wird das Volumen von denkbaren „Post Closing Disputes“ über den Inhalt und das Ergebnis dieser Abrechnungsabschlüsse erheblich reduziert. Die Unternehmen sparen dadurch Energie, Zeit und Geld. PSP favorisiert deshalb diese Alternative im Interesse der Mandanten.

### Die Ausgangssituation

Bei allen Unternehmenskäufen ist der bei Vertragsvollzug (Closing) vorhandene Nettovermögenswert des Unternehmens und dessen Zusammensetzung (zwecks Ermittlung von Cash-free/Debtfree-Werten) eine wesentliche Komponente für die Kaufpreisbestimmung. Im Rahmen von Asset Deals führt naturgemäß kaum ein Weg an der Ermittlung der zum Closing-Zeitpunkt vorhandenen Vermögenswerte und Schulden vorbei. Aber auch bei Share Deals wird grundsätzlich davon ausgegangen, dass zwecks Ermittlung eines „fairen“ oder „wahren“ Kaufpreises der Wert und die Zusammensetzung des Nettovermögens auf den Zeitpunkt des Closings unerlässlich ist. Es ergibt sich deshalb immer wieder die Frage, wie man mit der Unsicherheit umgeht, die sich hinsichtlich des Nettovermögenswerts und dessen Veränderung aus den Zeitintervallen zwischen folgenden Stichtagen ergibt:

- Stichtag für letztes weitgehend verlässliches Zahlenwerk hinsichtlich Nettovermögen (meist geprüfte Jahresabschlüsse), beispielsweise 31.12.2009
- Tag des Vertragsabschlusses (Signing), beispielsweise 15.05.2010
- Tag des Vertragsvollzuges (Closing), beispielsweise 30.06.2010
- Fertigstellungszeitpunkt für Zahlenwerk per Vollzugsstichtag, beispielsweise 15.08.2010

Das Dilemma besteht darin, dass man bei Vertragsverhandlungen (in unserem Beispielfall im April/Mai 2010) zwar vergangene Abschlüsse analysieren und einer Due Diligence unterziehen kann, aber über die aktuelle Vermögenslage der Gesellschaft nur vage Informationen erhält und sich diese Vermögenslage insbesondere hinsichtlich der Zusammensetzung bei einem aktiven Geschäftsbetrieb ja auch täglich verändert. Da man nicht über hellseherische Fähigkeiten verfügt, ist es bei Vertragsabschluss unmöglich, die eigentlich entscheidende zukünftige Netto-



Vermögenslage der Gesellschaft, wie sie sich bei Closing (am Tag des Übergangs der Anteile) ergeben wird, zu ermitteln. Selbst wenn man versucht, Vertragsabschluss (Signing) und Vertragsvollzug (Closing) an einem Tag zusammenfallen zu lassen, wäre auch an diesem Tag keine Information über die stichtagsbezogene Vermögenszusammensetzung erhältlich, weil aus rein praktischen Gründen schon die Erstellung eines Stichtags-Zahlenwerks für ein Unternehmen einen nicht unerheblichen Zeitraum in Anspruch nimmt (in unserem Beispielfall 1,5 Monate).

Ein radikaler Ausweg aus diesem Dilemma wäre, den Kaufpreis ausschließlich auf der Basis von Vergangenheitswerten zu ermitteln (im Beispiel auf den Zustand am 31.12.2009), sodass ab diesem vergangenen Datum (das notwendigerweise vor dem Signing liegt) der Verkäufer die Gesellschaft „auf Rechnung des Käufers“ geführt haben würde. Problematisch ist dies jedoch insbesondere deshalb, weil nach dieser Logik der Käufer die wirtschaftlichen Folgen der (u. U. schlechten) Unternehmensführung des Verkäufers in der Zwischenzeit tragen müsste, ohne dass der Verkäufer im Regelfall willens wäre, hierfür eine entsprechende Haftung zu übernehmen, weil er auch für Vorteile einer guten Unternehmensführung nicht bezahlt würde. Auf jeden Fall aber muss das Risiko vorsätzlicher, den Käufer schädigende Handlungen ausgeschlossen werden.

Die Vertragspraxis bedient sich zur Lösung dieses Problems in der Regel eines komplexen Mechanismus, in dem die Aufstellung einer in der Zukunft (nach Closing) liegenden Abrechnungsbilanz geregelt wird. Dieser Mechanismus beinhaltet meist folgende Komponenten:

- Bestimmung von Werten für „Estimated Net Values“ im Vertrag für Zwecke der Festlegung der vorläufigen Kaufpreiszahlung am Vollzugsstichtag.
- Vereinbarung einer nachvertraglichen Kaufpreisanpassungsklausel auf Grundlage einer noch festzustellenden Differenz zwischen „Final Net Values“ und „Estimated Net Values“.
- Vertragliche Festlegung eines Einigungsprozesses mit detaillierter Beschreibung, wie nach Vollzug (Post Closing) diese „Final Net Values“ ermittelt werden. Da dieser Einigungsprozess erfahrungsgemäß – da kaufpreisrelevant – ein sehr hohes Streitpotenzial aufweist, ist er meist relativ ausführlich in den Verträgen geregelt und beinhaltet in der Regel die folgenden Schritte:
  - Partei Eins stellt das Zahlenwerk innerhalb einer Frist auf. Das Ergebnis ist zunächst vereinbarungsgemäß nur vorläufiger Natur („Preliminary Net Values“).
  - Partei Zwei darf das Zahlenwerk prüfen. Werden innerhalb einer bestimmten Frist keine Einwendungen erhoben, so gelten die „Preliminary Net Values“ als „Final Net Values“.
  - Werden Einwendungen erhoben (das ist in der Regel der Fall), sollen die Parteien innerhalb weiterer Fristen eine Einigung erzielen.
  - Schlägt die Einigung innerhalb der Fristen fehl, so entscheidet ein Schiedsgutachter über „Final Net Values“. Seine Entscheidungsfreiheit ist dabei meist limitiert auf den Umfang der Einwendungen.



## Die Schwachstellen der Kaufpreisermittlung „Post Closing“

Nach der Erfahrung von PSP funktioniert in den meisten Fällen der Einigungsprozess hinsichtlich der „Post Closing“-Kaufpreiskomponente (Einigung über einen Abrechnungsabschluss) nicht zur Zufriedenheit beider Parteien und führt nahezu in der Regel zu langwierigen Auseinandersetzungen. Solche Auseinandersetzungen mögen im Interesse von manchen Beratungsunternehmen sein, sie liegen jedoch sicher nicht im Interesse der Parteien.

Bis zum Abschluss des Unternehmenskaufvertrages sind die Parteien vom „Willen zum Deal“ erfüllt, und zwar – aufgrund der psychologischen Verstrickung und wegen der bis dahin aufgewendeten Ressourcen – umso intensiver, je näher ein Vertragsabschluss rückt. Die Erfahrung zeigt, dass die Parteien nach dem Vertragsabschluss in der Phase „Post Closing“ kaum mehr kompromissbereit sind. Denn üblicherweise bindet die Parteien außer dem Unternehmenskaufvertrag nichts aneinander (ein wesentlicher Unterschied zu z. B. einer langfristigen Geschäftsbeziehung in der Industrie, deren Beibehaltung oft Kompromissfähigkeit schafft). Es geht also von nun an nur noch schlicht um die egoistische Optimierung der eigenen Vermögensposition, ohne dass „übergeordnete Gründe“ (wirtschaftlicher oder strategischer Art) für ein Maßhalten sprechen würden. Die Parteien konzentrieren sich auf „Cherry-Picking“ und die Formulierung von Ansprüchen. Beim Streit um die letzten EUR 500.000 wird auch der Nutzen des eigenen Einsatzes oder des Einsatzes von Beratern meist recht hoch bewertet.

Deshalb ist es nicht verwunderlich, wenn diese Einigungsprozesse oft von beiden Seiten mit hohem Aufwand geführt werden und häufig beim Schiedsgutachter enden.

## Die „Locked Box“-Methode verhindert Kaufpreisermittlungen „Post Closing“

Der „Locked Box“-Mechanismus ist eine Alternative, die das Volumen von denkbaren „Post Closing Disputes“ erheblich reduziert, denn beim „Locked Box“-Verfahren gibt es keine nachvertraglichen Kaufpreisanpassungsklauseln bzw. Bewertungshandlungen, die erst nach Vollzug (Closing) vorzunehmen sind.

Beim „Locked Box“-Mechanismus ermittelt man „hilfsweise“ das Nettovermögen am Closing Stichtag durch eine Schätzung wie folgt:

- Man ermittelt das Nettovermögen aufgrund der letzten Bilanz (der „locked box balance sheet“), ...
- ... sperrt dieses Vermögen ein, durch Verhinderung bzw. genauer Definition des Umfangs des Abflusses von Geldmitteln in Richtung Altgesellschafter, ...
- ... und schätzt aufgrund von Planungsdaten die aus dem operativen Geschäft kommende Vermögensveränderung bis zum Closing Stichtag.



Praktisch kann bei diesem Mechanismus ein Fixkaufpreis aufgrund der letzten Bilanz (der „locked box balance sheet“) sowie der geplanten bzw. vereinbarten Bewegungsdaten ab „locked box balance sheet“ bis Closing getroffen werden, d. h. der Gesamt-Kaufpreis kann bereits bei Vertragsabschluss fixiert werden und es besteht damit keine Notwendigkeit der Kaufpreisanpassung nach Closing. Sämtliche wichtigen Einigungsprozesse liegen im Zeitraum vor Vertragsabschluss; die Parteien erhalten damit eine viel größere Sicherheit, sich nicht nach Vollzug über erhebliche Teile des Kaufpreises streiten zu müssen.

Die für die Bestimmung des Nettovermögens zum Vollzugstichtag notwendigen Komponenten sind im Einzelnen:

- Zunächst geht es bei dem „Locked Box“-Mechanismus um die letzte Bilanz (der „locked box balance sheet“, die für das zu erwerbende Unternehmen aufgestellt wurde (in unserem Beispielfall zum 31.12.2009). Über die Richtigkeit dieser Bilanz (und etwaiges Normalisierungspotenzial) und deren Einfluss auf die Kaufpreisformel, letztlich also über den (Fix-) Kaufpreis als solchen, können die Parteien vor Vertragsabschluss beliebig verhandeln. Die Werte sind bei Vertragsverhandlung bekannt und können einer Due Diligence Analyse unterzogen werden. Eventuelle unterschiedliche Auffassungen über die korrekte Anwendung von Bewertungsmethoden oder -inhalte werden vor Vertragsabschluss ausgehandelt. Die verbleibenden Unsicherheiten sind minimiert.
- Für die Zeit nach der „locked box balance sheet“ wird das Vermögen „eingesperrt“ („locked“), d. h. der Verkäufer garantiert, dass bis zum Vollzug keine (oder nur genau beschriebene) Vermögenswerte das Unternehmen in Richtung Altgesellschafter (Verkäufer) verlassen. Dies lässt sich bei nach europäischen (oder anderen qualitativ hochwertigen) Vorschriften buchhaltungspflichtigen Unternehmen relativ leicht beschreiben, indem man die Höhe der (noch) zulässigen Dividenden oder sonstigen Entnahmen (bzw. andere Vergütungen an den Verkäufer oder ihm nahestehende Personen) nach dem Stichtag der „locked box balance sheet“ vertraglich verbindlich vereinbart. Voraussetzung ist allerdings, dass das Unternehmen keine zu intensiven Verstrickungen mit Konzernunternehmen oder anderen nahestehenden Personen aufweist, die nicht zu dem „eingesperrten“ Kreis gehören.
- Ferner ist das voraussichtliche Ergebnis zwischen „locked box balance sheet“ (unser Beispiel 31.12.2009) und Vollzug (unser Beispiel 30.06.2010) und damit die Vermögensveränderung aus dem operativen Ergebnis zu berücksichtigen. Notwendige oder geplante Umfinanzierungen oder Investitionen sind evtl. mit einzubeziehen. Die Unsicherheit dieser Schätzung lässt sich normalerweise relativ gut eingrenzen durch Betrachtung der laufenden Geschäftstätigkeit und des Auftragsbestands bis zum Vertragsabschluss, also in unserem Beispiel bis zum 15.05.2010. Eine solche Betrachtung wird normalerweise in Due Diligence Analysen mit einbezogen. Das geschätzte Ergebnis sollte nur noch überschaubare Risiken und Chancen gleichermaßen für Käufer und Verkäufer beinhalten. Sofern hier noch wesentliche Risiken gesehen werden, vermindert sich entsprechend der Vorteil des „Locked Box“-Verfahrens.



Für die Vertragsgestaltung bedeutet diese Vorgehensweise die Festschreibung eines Festkaufpreises mit der Vereinbarung des wirtschaftlichen Übergangs zum letzten Bilanzstichtag, sodass der später erwirtschaftete Gewinn formal zunächst dem Erwerber zusteht. Ist absehbar, wann das Closing stattfinden wird, kann ein bis dahin geschätzter Gewinn (unter Berücksichtigung etwaiger zwischenzeitlicher Entnahmen oder Dividenden) auf den Kaufpreis aufgeschlagen werden und fließt so dem Verkäufer zu. Eine solche Abschätzung geschieht in einer Phase (vor Vertragsabschluss), in der beide Parteien noch den „Willen zum Deal“ haben, also prinzipiell einigungsbereit sind. Steht zum Zeitpunkt der Festlegung des Kaufpreises (z. B. in einem LOI) noch nicht fest, wann das Closing stattfindet, und soll der Gewinn bis zum Closing – zumindest zum Teil – noch dem Verkäufer zufließen, so kann z. B. eine lineare Verzinsung des Kaufpreises zwischen dem letzten Bilanzstichtag und dem Closing-Zeitpunkt vereinbart werden („Gleitklausel“).

Auch bei dieser Gestaltung bleibt natürlich das Problem bestehen, dass sich die tatsächliche Ergebnissituation des Unternehmens anders entwickeln kann als geplant. Insbesondere – dies ist häufig ein Argument auf Käuferseite – könnten die Anstrengungen des Verkäufers bei der Unternehmensführung vor Closing eingestellt werden, weil man ohnehin auf Basis eines pauschalierten Unternehmensergebnisses bis Closing bezahlt wird, ohne dass es auf dessen tatsächliches Erreichen ankäme. Diesem Problem kann vertragstechnisch durch weitgehende Einsichts- und eventuelle Mitspracherechte des Käufers vor Closing, durch die Auferlegung bestimmter Verhaltenspflichten des Verkäufers für den Zeitraum zwischen dem Datum der „locked box balance sheet“ und dem Closing sowie eine Rücktrittsmöglichkeit des Käufers bei einer grob erwartungswidrigen Entwicklung (sogenannter MAC-Fall: „material adverse change“) des Unternehmensergebnisses Rechnung getragen werden. Ein späterer Streit über die tatsächliche Höhe der zwischenzeitlichen Entwicklung des Unternehmenswertes ist jedoch grundsätzlich ausgeschlossen.

### **Besonderheiten bei der Anwendung der „Locked Box“-Methode**

Beim „Locked Box“-Verfahren sind im Vergleich zum Kaufpreisermittlungsverfahren anhand von Closing-Abrechnungsabschlüssen bestimmten Aspekten höhere Relevanz zuzurechnen. Dies sind insbesondere:

- Garantien hinsichtlich der Richtigkeit der „locked box balance sheet“ (in unserem Beispiel also der Bilanz zum 31.12.09)
- Genaue Definition der Höhe von Dividenden oder Entnahmen (bzw. andere Vergütungen an den Verkäufer) nach dem Datum der „locked box balance sheet“
- Besondere Berücksichtigung von Steuerbelastungen, insbesondere bei Personengesellschaften (unterjähriger Ausgleich der Steuerlasten)
- Gegebenenfalls genaue Definition von Einlagen



- Ergebnisschätzung zwischen Datum der „locked box balance sheet“ und Vollzug; insbesondere ist eine Gleitklausel (s. o.) notwendig, wenn das Vollzugsdatum flexibel ist
- Eingrenzung von wesentlichen Finanzierungsveränderungen zwischen Datum der „locked box balance sheet“ und Vollzug, sowie Berücksichtigung von außerordentlichen Investitionsvorhaben
- Abstimmung der sonstigen Garantiebestimmungen auf die „Locked Box“-Methode
- Vermeidung der „Aushebelung“ des Vorteils der „Locked Box“-Methode durch zu enge Garantiebestimmungen hinsichtlich des Nettovermögens / Eigenkapitals zum Tage des Vollzugs

Darüber hinausgehende Besonderheiten ergeben sich dann, wenn die „Locked Box“-Methode im Rahmen von Asset Deals eingesetzt werden soll, was vertragstechnisch kein besonderes Problem ist. Hier wird statt des Vermögens einer Gesellschaft, das sich im Kaufpreis für die Anteile an derselben widerspiegelt, der Wert einer Gesamtheit von Vermögenswerten (Assets) nach der „Locked Box“-Methode behandelt. Kaufgegenstand sind sämtliche Assets zu einem festen Preis; Zu- und Abgänge bis zum Closing sind nach übereinstimmender Ermittlung der Parteien bereits zum Zeitpunkt des Signings in den Kaufpreis einkalkuliert. Der Kaufgegenstand (die Gesamtheit der Assets) mag sich also noch zwischen Signing (bzw. dem Datum der „locked box balance sheet“) und Closing verändern, indem bestimmte Assets (insbesondere Umlaufvermögen) diese Gesamtheit „im Rahmen des ordnungsgemäßen Geschäftsgangs“ verlassen und andere neu hinzutreten. Der zu zahlende Kaufpreis verändert sich hierdurch jedoch nicht.

Dem spezifisch juristischen Problem jedes Asset Deals, nämlich dem sachenrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz, muss natürlich auch bei dieser Gestaltung von Kaufgegenstand und Kaufpreis genüge getan werden. Soweit die Assets aus beweglichen Sachen (Mobilien) bestehen, muss also deren Identität im Einzelnen zum Zeitpunkt des Eigentumsübergangs ( Closings) feststehen. Dies geschieht auch bei der „Locked Box“-Methode durch eine Stichtagsinventur zum Zeitpunkt des Closings. Entscheidend ist aber lediglich, dass diese Inventur den juristischen Anforderungen an einen erfolgreichen Vollzug genügt (Bestimmtheit der übereigneten Sachen); auf die Kaufpreisermittlung hat diese Inventur keinen Einfluss mehr und auch ein Zwischenabschluss (zum Zwecke der Kaufpreisanpassung) muss nicht mehr aus den Inventurdaten erstellt werden.