

Offen gesprochen

Welche Chancen und Risiken bietet
das „Locked Box“-Konzept?

Das „Locked Box“-Konzept gilt bei der Gestaltung der Kaufpreisformel im Unternehmenskaufvertrag immer noch als Innovation und Vereinfachung gegenüber dem „Closing Accounts“-Konzept. Begonnen haben die Diskussionen über dieses Konzept vor mehr als zehn Jahren, aber auch heute besteht noch eine große Unsicherheit über die Einordnung der alternativen Gestaltungen. Selbst M&A-Fachleute argumentieren kontrovers, welches Prinzip für bestimmte Zeiträume (nach dem Motto Verkauf im ersten Quartal – lieber „Closing Accounts“, im zweiten Quartal besser „Locked Box“), bestimmte Branchen, bestimmte Käufertypen, bestimmte Transaktionsrisiken oder bestimmte Unternehmensgrößen zu wählen sei. Andere sprechen von einer Modeerscheinung. Kann man die Anwendungsgebiete des „Locked Box“-Konzeptes eingrenzen, und ergibt sich durch das Verfahren dann wirklich eine Vereinfachung von Transaktionen?

Die Einigung über den Enterprise Value, also den Wert des hypothetisch unverschuldeten Unternehmens, steht regelmäßig im Mittelpunkt von Kaufvertragsverhandlungen. Wir haben uns daran gewöhnt, dass die angelsächsische Bewertungsbetrachtung für unsere Wertdiskussionen herangezogen wird. Wir errechnen den Enterprise Value über DCF-Modelle oder EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren und müssen dann „nur noch“ die zinstragenden Netto-Verbindlichkeiten abziehen, um den Equity Value zu berechnen. Sobald wir den Equity Value, also den Kaufpreis für das Eigenkapital, ermittelt haben, einigen wir uns auf ein „normalisiertes“ Working Capital

Bei dem „Closing Accounts“-Ansatz wird nun auf den „Effective Date“, meistens den Zeitpunkt

des Closings, eine Zwischenbilanz erstellt. Die sich aus dieser Bilanz ergebenden zinstragenden Verbindlichkeiten werden für die abschließende Kaufpreisfindung vom vereinbarten Enterprise Value abgezogen, und die Differenz zwischen dem sich aus der Closing-Bilanz ergebenden Working Capital und dem vereinbarten normalisierten Working Capital führt zu einer letzten Kaufpreisanpassung. Durch diese Abrechnung steht der abschließende Kaufpreis erst sehr spät fest. Da die Zwischenbilanz meistens nach Kontrollübernahme durch den Käufer erstellt wird, gibt es häufig einige schlaflose Nächte für den Verkäufer. Aber auch der Käufer fürchtet nachhaltige Kaufpreisänderungen, die dann negative Auswirkungen auf seine Finanzierung haben könnten.

Vor diesem Hintergrund war es naheliegend, darüber zu diskutieren, auf diesen letzten Schritt der Kaufpreisermittlung zu verzichten. Wir schließen das Unternehmen zu einem Bewertungstichtag während der Vertragsverhandlungen, stellen vertraglich sicher, dass keine Abflüsse durch Ausschüttungen, neue Finanzierungskonzepte oder schuldrechtliche Vereinbarungen zu Gunsten der Verkäufer zwischen Signing und Closing erfolgen, und verzichten auf die letzte Anpassung der Verschuldung sowie die Abrechnung des Working Capitals über die „Closing Accounts“. Durch dieses „Locked Box“-Konzept scheint die Transaktion einfacher und weniger risikoreich für alle Beteiligten zu werden.

Bei der Beurteilung dieses „Locked Box“-Konzeptes müssen allerdings drei Aspekte betrachtet werden:

- Welche Auswirkungen hat das „Locked Box“-Konzept auf den Kaufpreis?
- Welche Auswirkungen ergeben sich aus der unterschiedlichen Behandlung des Periodenergebnisses zwischen Signing und Closing?
- Welche Auswirkungen ergeben sich auf die Manipulationsmöglichkeiten der beteiligten Parteien?

Beginnen wir mit der Frage nach den **Auswirkungen auf den Kaufpreis**. Es besteht wohl Einigkeit darüber, dass der Wert eines Unternehmens und damit der vom Käufer effektiv zu leistende Kaufpreis nicht von der Gestaltung der Kaufpreisformel abhängig sein kann. Würde man das Working Capital Adjustment der „Closing Accounts“ beim „Locked Box“-Ansatz vollständig ignorieren, so würde dieses Ziel ganz offensichtlich nicht erreicht. Deshalb ist die Anpassung arbeitsaufwendig, aber notwendig. Nur warum ist das so?

In den guten alten Zeiten der neunziger Jahre, in denen in Deutschland die Unternehmensbewertung über das Ertragswertverfahren üblich war, wurde das Eigenkapital der Unternehmen direkt bewertet, und die Gestaltung der Finanzierung war Teil des Planungsmodells. Alternativ zum Ertragswertverfahren wurden die Werte des Eigenkapitals über die Abzinsung von Dividenden oder über Multiplikatoren auf den Jahresüberschuss ermittelt. Das Unternehmen wurde als geschlossene wirtschaftliche Einheit bewertet. Anpassungen aufgrund von Veränderungen des Working Capitals oder der Verschuldung waren nicht notwendig. Wir hatten eine „Locked Box“.

Warum ist das bei Bewertungsmethoden, die auf dem Enterprise Value aufsetzen, anders? Es ist anders, weil die vom Enterprise Value abzuziehenden zinstragenden Verbindlichkeiten aus der Bilanz abgeleitet werden. Und durch diesen Eingriff „öffnet man die Box“. Sobald die zinstragenden Verbindlichkeiten der Bilanz spezifiziert werden, muss auch das Working Capital analysiert werden.

Beide Komponenten sind untrennbar miteinander verbunden.

Hierzu ein einfaches Beispiel: Verkauft wird ein Mode-Retailer; Jahresabschluss der Gesellschaft ist am 28.2. und der Verkäufer möchte auf diesen Zeitpunkt nach dem „Locked Box“-Konzept verkaufen. Die Bilanz enthält zu diesem Zeitpunkt EUR 10 Mio. Net Cash, der Enterprise Value beträgt EUR 30 Mio. Der Verkäufer erhält EUR 40 Mio. Gesamtkaufpreis und ist darüber sehr glücklich. Der Käufer stellt schnell fest, dass er nach dem Schlussverkauf im Januar und Februar kaum noch Ware in den Geschäften hat und als erstes EUR 5 Mio. in der Gesellschaft finanzieren muss, um die neuen Kollektionen zu erwerben – eine sehr ärgerliche Erkenntnis. Bei einem Kauf im Oktober hätte die Gesellschaft hohe Bestände für das Weihnachtsgeschäft und wahrscheinlich Bankverbindlichkeiten in der Bilanz gezeigt, die vom Enterprise Value abgezogen worden wären. Der Käufer hätte einen sehr viel niedrigeren Kaufpreis bezahlt.

Nach dem „Closing Accounts“-Konzept hätte der Käufer (hoffentlich) eine Working Capital-Schwelle in Höhe der über das Jahr durchschnittlichen Kapitalbindung vereinbart und über das Working Capital Adjustment wären seine Kaufpreise richtigerweise im Februar und Oktober grundsätzlich die gleichen gewesen. An dieser Stelle sei noch einmal explizit darauf hingewiesen, dass das Working Capital Adjustment nicht den Unterschied zwischen dem Erwartungswert des Working Capital zum Zeitpunkt des Closings und dem tatsächlichen Wert zu diesem Zeitpunkt ermittelt, sondern die Differenz zwischen der durchschnittlichen Kapitalbindung über das Jahr und dem effektiven Wert zum „Effective Date“. Entsprechend ändert sich der Zielwert des Working Capitals bei Verschiebung des Closings grundsätzlich nicht. Ansonsten hätte die zeitliche Verlagerung eines Closings Auswirkungen auf den Equity-Kaufpreis bei konstantem Enterprise Value.

Aber nicht nur aufgrund der saisonalen Schwankungen muss bei Enterprise Value-Bewertungsansätzen immer auch das Working Capital analysiert werden. Versteckte Verschuldungen können nicht nur durch Off-Balance-Finanzierungen (Factoring, ABS, Leasing) verursacht werden, sondern auch in der Bilanz können überfällige Verbindlichkeiten oder einmalige Verpflichtungen in den Rückstellungen als Schuldposten identifiziert werden. Aus unserer Sicht müssen alle Positionen der Bilanz auf ihre Zuordnung auf die Bereiche Anlagevermögen, Working Capital, Eigenkapital und Netto-Finanzschulden untersucht werden. Ein Beispiel für versteckte Finanzschulden sind Zahlungen an die Gesellschaft auf veräußerte Forderungen (Factoring oder ABS), die zwischen dem letzten Abrechnungszeitpunkt der Programme und dem Bilanzstichtag eingegangen sind. Diese Einzahlungen werden in der Bilanz als sonstige Verbindlichkeiten gezeigt, müssen aber wirtschaftlich der Nettofinanzposition zugeordnet werden.

Als Zwischenergebnis lässt sich feststellen, dass unabhängig von der Kaufpreisformel Enterprise Value-Bewertungen über die Analyse der Gesamtbilanz auf den Kaufpreis überführt werden müssen. Soweit man hierzu einen Bilanzstichtag vor oder zum Signing heranzieht, führt auch die Normalisierung der Verschuldung (über das normalisierte Working Capital) als Abzugsposten vom Enterprise Value zu einem wirtschaftlich richtigen Wert. Die Box wird wieder geschlossen, dass „Locked Box“-Konzept kann wie bei reinen Equity-Bewertungen weiter verfolgt werden.

Wir kommen damit zur zweiten Frage: Welche **Auswirkungen** ergeben sich aus der unterschiedlichen Behandlung des **Periodenergebnisses zwischen Signing und Closing**? Hier wird es in vielen Transaktionen Diskussionen geben, ob der Verkäufer den wirtschaftlichen Erfolg bis zum Closing zugerechnet bekommt, oder ob die Kaufpreisforderung zwischen Bewertungsstichtag und Kauf-

preiszahlung verzinst werden soll. Bei einer Verzinsung lässt sich der abschließende Kaufpreis frühzeitig und (relativ) sicher ermitteln, eine Einigung über die richtige Höhe der Verzinsung ist aber in Anbetracht der derzeitigen Zinssituation nicht einfach zu erzielen.

Im anderen Fall brauchen wir eine Zwischenbilanz zum Closing allein schon zur Ermittlung des Periodenergebnisses. Andere Gründe für die Zwischenbilanz sind beispielsweise die steuerliche Zurechnung der Ergebnisse bei Personengesellschaften oder die Notwendigkeit der Konsolidierung der Gesellschaft ab dem „Effective Date“.

Die reine Erstellung der Zwischenbilanz erfordert aber nicht zwangsläufig eine abschließende Kaufpreisanpassung. Theoretisch müssten die veränderten Werte des Working Capitals und der Netto-Finanzposition dem Periodenergebnis entsprechen, sofern sich das Anlagevermögen innerhalb der Periode planmäßig entwickelt. Ob die Berücksichtigung der Zeit zwischen Signing und Closing jetzt über das „Closing Accounts“-Konzept oder durch Zurechnung des Periodenergebnisses entsprechend dem „Locked Box“-Konzept erfolgt, ist Geschmackssache. In beiden Fällen muss es noch einmal zu einer kritischen Auseinandersetzung mit dem Periodenabschluss kommen.

Also verbleibt die dritte Frage: Welche Auswirkungen ergeben sich für die **Manipulationsmöglichkeiten** der beteiligten Parteien?

Wie bereits ausgeführt, sind die Möglichkeiten der Manipulation nach dem Signing bei Erstellung eines Closing-Abschlusses unabhängig von der verwendeten Kaufpreisformel. Dies gilt zumindest, soweit die Zeit zwischen Signing und Closing durch das Periodenergebnis vergütet wird. In beiden Fällen erfolgt eine intensive Auseinandersetzung mit der Bilanz und eine entsprechende Kaufpreisanpassung. Soweit ein solcher Abschluss nicht

erstellt wird, ist durch die geringere Transparenz der Entwicklung zwischen Signing und Closing das Risiko von Manipulationen für den Käufer sicher höher. Hier bedarf es einer guten Absicherung über die Gestaltung des Kaufvertrages.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das „Locked Box“-Verfahren eine subjektiv frühere Kaufpreissicherheit geben kann. Umgekehrt besteht die Gefahr, dass man durch die potenziell geringere Auseinandersetzung mit dem Working Capital zu einer falschen Kaufpreisberechnung kommt. In jedem Fall ist die Einschätzung, dass die Kaufpreiser-

mittlung nach dem „Locked Box“-Konzept einfacher ist, falsch. Die Bewertungsprozesse sind die gleichen. Soweit das Working Capital im Vergleich zur Profitabilität von untergeordneter Bedeutung ist, könnte man zum „Locked Box“-Konzept tendieren. Soweit die Finanzierung einer Gesellschaft durch die Transaktion vollständig abgelöst wird (LBO), wird man an dem „Closing Accounts“-Konzept nicht vorbeikommen. Auf die Erstellung einer Closing-Bilanz sollte der Käufer unabhängig von der Kaufpreisformel in keinem Fall verzichten.

Dr. Jens Kruse, Corporate Finance
Dezember 2014

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.com/de/firmenkunden

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798