

Completion Accounts in Unternehmenskaufverträgen – Herausforderungen erfolgreich bewältigen

Irina Novikova & Zita Bevardi, Deloitte GmbH WPG

1. Einleitung

► Die derzeitigen geo- und wirtschaftspolitischen Einflüsse mit den schnell wechselnden Marktbedingungen führen bei den Marktteilnehmern zu verstärkter Unsicherheit. In Kombination mit einem gestiegenen Risikobewusstsein stellt dies den ohnehin volatilen M&A-Markt vor weitere Herausforderungen. Ergänzt man die divergierenden Interessen der Vertragsparteien und die tendenziell komplexer werdenden Unternehmenstransaktionen, ist es essenziell wichtig, die sich daraus ergebenden Transaktionsrisiken zu reduzieren.

Ein wesentlicher Aspekt ist die Wahl des Kaufpreismechanismus. Hiervon hängt neben Komplexität und Länge auch das potenzielle Risiko für Post-M&A-Streitigkeiten ab. Allein die Auswahl des situativ besten Mechanismus ist keine Nebensächlichkeit, sondern eine wichtige Abwägung von verschiedensten Faktoren zu einem sehr frühen Zeitpunkt der Transaktion. Während in Deutschland, insbesondere bei mittelgroßen M&A-Geschäften, häufiger das sogenannte Locked-Box-Verfahren gewählt wird, sieht es bei großen Transaktionen oder auch beispielsweise in den USA anders aus. In diesen Fällen überwiegt das Konzept der Completion Accounts. Zudem scheinen sich Mischvarianten aus Locked-Box- und Completion-Accounts auf dem Markt zu etablieren, insbesondere dann, wenn die kaufpreisrelevanten Zahlen, zum Beispiel der Abschluss für das gewählte Locked-Box-Date, bei Vertragsunterzeichnung noch nicht final vorliegen oder sich der Stichtag in der Zukunft befindet.

Allgemein bietet das Completion-Accounts-Verfahren bei ökonomischen Veränderungen nach dem Closing Date die Vorteile eines Anpassungsmechanismus. Dieser auch „True-up“ genannte Faktor kann für beide Parteien einen angemesseneren Kaufpreis bedeuten. Letztlich ist es eine Frage der Vorbereitung und des Annehmens der Herausforderungen, um alle Vorteile des Ansatzes nutzen zu können.

2. Vorteile des Completion-Accounts-Kaufpreisanpassungsmechanismus

Der wesentliche Vorteil des Completion-Accounts-Konzepts („Completion“ und „Closing“ werden häufig synonym genutzt) ist, dass der finale Kaufpreis erst auf Basis eines Unternehmensabschlusses (Completion Accounts) zum Zeitpunkt der Nutzen- und Risikoübernahme des Käufers (Completion Date) ermittelt wird. Ausgehend vom Tag der Vertragsunterzeichnung (Signing) liegt dieser Stichtag in der Zukunft. Die Vertragsparteien einigen sich erst auf einen vorläufigen Kaufpreis. Nach dem vereinbarten Completion Date kommt es zu einer Kaufpreisadjustierung auf Basis der Unternehmenszahlen zu diesem Stichtag und somit zum finalen Kaufpreis. Da am Completion Date in der Regel ebenfalls die ökonomischen Chancen und Risiken auf den Käufer übergehen, sind die aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen des Zielunternehmens (Target) inkludiert. Dieses ist der entscheidende Unterschied zum Locked-Box-Verfahren, wo dieser Übergang meist vor dem Vertragsunterzeichnung liegt. Dass der bisherige Eigentümer die Geschäfte bis zur endgültigen

Übernahme des Käufers in dessen Sinne weiterführt, wird im Locked-Box-Ansatz mit vertraglichen Vereinbarungen sichergestellt und birgt zugleich ein Risiko, welches gegebenenfalls eingepreist wurde.

Wichtig ist, dass die Completion Accounts für den finalen Kaufpreis kein Abschluss auf Basis eines Rechnungslegungsstandards sind, sondern auf den kaufvertraglichen Vereinbarungen basieren. Rechnungslegungsstandards bieten dabei, ähnlich wie praxisbewährte Ansätze, häufig die Grundlage der Vereinbarung, doch können die Parteien im Sinne der Vertragsfreiheit davon abweichen.

Die Completion Accounts selbst können, je nach vertraglicher Einigung, vom Käufer als auch vom Verkäufer erstellt werden. Von zentraler Bedeutung ist neben der Erstellung auch die Prüfung des Zahlenwerkes durch die Gegenpartei (Review). Naturgemäß sind die Interessen der Vertragspartner mit Blick auf den Kaufpreis gegenläufig. In Kombination mit Bilanzierungs- und Ermessensspielräumen sowie eventuell nicht eindeutigen finanziellen Definitionen im Kaufvertrag ergibt sich daraus ein signifikantes Konfliktpotenzial.

Dieses Konfliktpotenzial kann durch sorgfältige Vorbereitung von beiden Seiten erheblich minimiert werden. Diese Vorbereitungen sowie die Gestaltung des Kaufvertrages aus rechtlicher, aber insbesondere auch aus finanzieller Sicht, sind die Herausforderungen, denen man sich bei der Wahl eines Kaufpreisanpassungsmechanismus bewusst machen muss. Einige wesentliche Herausforderungen aus finanzieller Perspektive werden im Folgenden erläutert.

3. Herausforderungen der Completion Accounts aus finanzieller Sicht

3.1. Richtige Hierarchie der Rechnungslegungsprinzipien (Accounting Hierarchy)

Ein wichtiger Bestandteil des Kaufvertrages sollte eine eindeutige Normenhierarchie (Accounting Hierarchy) sein, die vorgibt, nach welcher Reihenfolge der Rechnungslegungsprinzipien die Completion Accounts aufgestellt werden sollen. Die Hierarchie ist dabei abhängig von den Bedingungen der einzelnen Transaktion, enthält aber meistens die folgenden Elemente:

- 1) Die speziellen Regelungen (Special Accounting Policies), die nur für die Aufstellung der Completion Accounts vertraglich vereinbart wurden.
- 2) Die Bilanzierungs- oder Bewertungsprinzipien, die beim Zielunternehmen in der Vergangenheit zum Beispiel bei den Jahres- oder Pro-forma-Abschlüssen verwendet werden (sog. „Past Practice“).

3) Konzern- und/oder Unternehmensrichtlinien (z.B. Accounting Manuals).

4) Die für die Completion Accounts vereinbarten Rechnungslegungsstandards (z.B. HGB, IFRS)

Durch die potenzielle Widersprüchlichkeit dieser Regelungen, die schon auf Basis der Vertragsfreiheit gegeben sein kann, ist es essenziell, dass die Hierarchie zweifelsfrei geregelt ist, um unterschiedliche Interpretationen zu vermeiden.

Den Vorrang haben die speziellen, im Kaufvertrag vereinbarten Rechnungslegungsabsprachen. Die Ausarbeitung und Abstimmung dieser Regelungen mag mühsam sein, bietet jedoch große Vorteile für beide Parteien. Der Verkäufer kann beispielsweise darauf dringen, dass Rückstellungsbewertungen nicht auf Basis anderen Ermessens des eventuell neuen Managements angepasst, sondern schon vor Completion Date vereinbart werden. Der Käufer wiederum könnte bei Transaktionen mit einem signifikanten und hohen Anteil an Vorrats- und/oder Anlagevermögen auf eine zusätzliche physische Inventur unter seiner Beteiligung bestehen und dies unter den speziellen Regelungen festhalten.

Die weitere Reihenfolge ist verhandelbar. Für den Verkäufer, insbesondere wenn er für die Erstellung der Completion Accounts verantwortlich ist, kann die Past Practice an zweiter Stelle vorteilhaft sein. Dieses verringert die Fehleranfälligkeit der Completion Accounts, da die Erstellung auf bekannten Prinzipien basiert. Sollte zudem die Past Practice versehentlich nicht in Einklang mit den internen Richtlinien oder dem Rechnungslegungsstandard stehen, so kann der Verkäufer in diesen Fällen weniger angreifbar sein. Für den Käufer wären die Richtlinien an zweiter Stelle denkbar, da diese – schriftlich fixiert – einfacher zu kontrollieren sind oder – sollte er für die Erstellung der Completion Accounts zuständig sein – einfacher einzuhalten wären; dies ist natürlich abhängig von der Existenz oder Qualität solcher Richtlinien. Der für das Target relevante Rechnungslegungsstandard steht in aller Regel am Ende dieser Hierarchie.

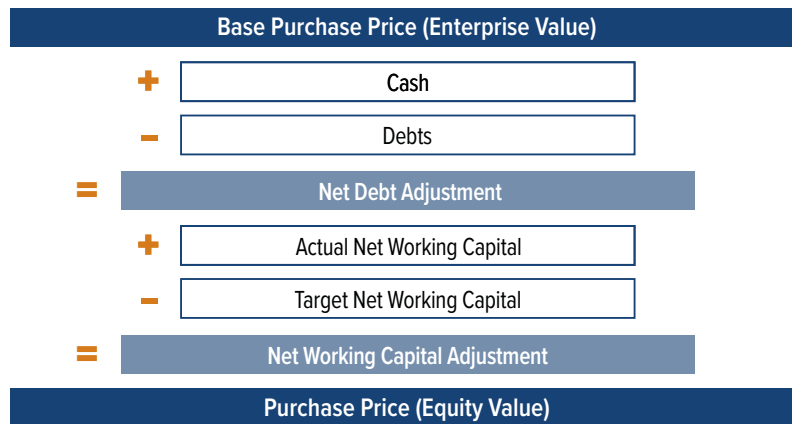
Ergänzend sollte eine Vereinbarung getroffen werden, wie mit Positionen umgegangen wird, bei denen die Anwendung von Past Practice und/oder internen Richtlinien in den Completion Accounts objektiv gegen den vereinbarten Rechnungslegungsstandard verstößt.

3.2. Klare finanzwirtschaftliche Definitionen (Cash, Debt, Net Working Capital)

Die Berechnung des finalen Kaufpreises basiert vereinfacht gesagt auf dem vorläufigen Kaufpreis unter Addition der Cashpositionen und der Subtraktion der Schulden (Debt). Im Gegensatz zu dieser Inkludierung

Abb. 1 • Kaufpreismechanismus bei Completion Accounts

Quelle: Eigene Darstellung



in voller Höhe des Betrages wird hingegen beim Net Working Capital nur die Veränderung zwischen dem „Actual“ (tatsächlicher Wert) und „Target“ Working Capital (Planwert) berücksichtigt (siehe Abb. 1). Dieser Unterschied in der Berücksichtigung ist essenziell für die Definitionen im Kaufvertrag, auch wenn es für bestimmte Einzelpositionen weitgehend anerkannte Konventionen gibt. Die Vertragsfreiheit kann und sollte beidseitig genutzt werden (z.B. in den Special Accounting Policies), um eventuelle Eigenheiten des Targets in den Kaufvertrag aufzunehmen und spätere Streitigkeiten zu vermeiden. Dabei gibt es vielfältige Möglichkeiten, sich mit der Formulierung innerhalb des Spannungsfeldes von Käufer- und Verkäuferinteressen zu bewegen.

Cash: Auf den ersten Blick erscheint dieser Begriff in seinem Umfang für viele einfach und plausibel, wie beispielsweise Bargeldbestände, Bankkonten oder kurzfristig liquidierbare Wertpapiere. Die Unterschiede liegen jedoch im Detail und sind unter Umständen aus aggregierten Zahlen oder Kontenbezeichnungen nicht zu entnehmen. Da Cashpositionen in vollem Umfang den Kaufpreis erhöhen, liegt es in der Natur der Dinge, dass Käufer im Gegensatz zu den Verkäufern dazu neigen, die zurechenbaren Positionen so eng wie möglich zu definieren. Potenzielle Streitpunkte ergeben sich insbesondere aus dem sogenannten „Trapped“ oder „Restricted Cash“. Dabei handelt es sich um scheinbar eindeutige Cashpositionen, die dem Eigentümer aber nicht frei zur Disposition stehen. Typische Beispiele sind Mietkautionen, Mindestbargeldbestände und/oder -bankguthaben, die für das operative Geschäft unablässig sind (z.B. Wechselgeld), Wertpapiere des Anlagevermögens, aber auch Guthaben in Ländern mit Devisenzwangsbewirtschaftung. Hier kann es schwierig sein, diese Bestände innerhalb einer angemessenen Zeit und/oder ökonomisch akzeptablen Kosten zu transferieren.

Debt: Vereinfacht gesagt werden alle Schulden, die nicht bei der Ermittlung des vorläufigen Kaufpreises inkludiert wurden, in voller Höhe von diesem abgezogen, womit es hier für die Verkäufer im Gegensatz zum Käufer interessant ist, diese möglichst eng zu definieren. Einzelne Positionen und deren Ermessensspielräume sowie gegebenenfalls unterschiedliche Auffassungen von zukünftigen Szenarien sind hier die Herausforderungen – insbesondere bei Positionen, die vielleicht nicht auf den ersten Blick den Schulden zugeordnet werden oder unterschiedliche Auffassungen zulassen. Klassische Beispiele sind (potenzielle) Verpflichtungen aus Umwelthaftungen, Gewährleistungsverpflichtungen, unbezahlte Unternehmenssteuern oder ausstehende Investitionen („Capital Expenditure“). Eine besondere Herausforderung sind Positionen, die eine Zuordnung zu Debt als auch Working Capital (z.B. erhaltene Anzahlungen) zulassen. Diese bergen hohes Konfliktpotenzial und sollten sorgfältig auf Basis der tatsächlichen Geschäftsvorfälle klar vereinbart werden.

Net Working Capital: Es gibt keine einheitliche Definition, welchen Umfang das Net Working Capital in einem Kaufvertrag haben sollte. Wie bei Debt bereits angedeutet, kann es große Auffassungsunterschiede zwischen den Vertragsparteien geben, welche Verbindlichkeiten zu den Schulden gezählt und somit entweder den Kaufpreis in voller Höhe der jeweils in Frage stehenden Position reduzieren oder dem Net Working Capital zugerechnet werden und damit nur in der Veränderung des Einzelpostens den Kaufpreis beeinflussen. Unklare Definitionen in den Verträgen führen fast unweigerlich zu späteren Konflikten. Aber auch in scheinbar klaren Positionen wie den Vorräten kann es Auffassungsunterschiede geben, wenn beispielsweise das Risiko besteht, dass kundenspezifische Fertigprodukte von diesem nicht mehr abgenommen werden. ▶▶

3.3. Eindeutige Wesentlichkeitsgrenzen

Sobald es zu offenen Unstimmigkeiten kommt und der Kaufpreis angepasst werden soll, stellt sich oft die Frage der Wesentlichkeit. Die Wesentlichkeitsgrenze von Käufer und Verkäufer ist nicht identisch. Ein Ansatz ist, eine Wesentlichkeitsgrenze in Anlehnung an beispielsweise IAS 1 § 7 zu definieren. Diese eher qualitative Definition (verkürzt: „wesentlich“ ist, was die Entscheidung des Investors beeinflusst) lässt außer Acht, dass sie sehr interpretationsbedürftig ist. Es empfiehlt sich daher, einen monetären oder prozentualen Betrag sowie die Anwendung (bspw. Gesamt- oder Einzelfallbetrachtung, Kombination) festzulegen.

3.4. Realistische Dispute-Regelungen

Im Rahmen der Anpassungsverhandlungen kommt es in den meisten Fällen zu einer Einigung. Es kann aber vorkommen, dass die Vertragsparteien bei ihren unterschiedlichen Auffassungen bleiben und eine Einigung nicht möglich ist. Hier kommen die Regelungen zur Streitbeilegung („Dispute Resolution“) zur Geltung, welche hoffentlich im Kaufvertrag detailliert und realistisch vereinbart wurden. In der Mehrheit der Fälle wird die Beauftragung eines Schiedsgutachters für die strittigen Punkte vorgesehen. Der Kaufvertrag inkludiert im Idealfall bereits einen explizit benannten Schiedsgutachter oder eine Liste von drei bis fünf für beide Vertragsparteien akzeptablen Schiedsgutachtern (bzw. Unternehmen). Aus unserer Erfahrung als Schiedsgutachterinnen ist festzuhalten, dass die Zeitspannen für die Entscheidung der Schiedsgutachter häufig unrealistisch kurz definiert werden, zumal diese stark von der Komplexität und Anzahl der strittigen Punkte abhängig ist. Ebenso hilft es, wenn bereits im Kaufvertrag die wichtigsten prozessualen Schritte vereinbart werden, zum Beispiel in welcher Form die Parteien Unterlagen und Argumente liefern sollen, ob es eine Anhörung gibt und ob die Schiedsgutachter bei Bedarf von rechtlichen Interpretationen (z.B. des Vertrags) eigenständig anwaltliche Expertise einholen dürfen.

3.5. Weitere Herausforderungen

Neben den bereits ausgeführten Herausforderungen gibt es weitere Punkte, deren genaue Betrachtung sich letztlich auszahlt. So empfiehlt es sich unter anderem, die Zeitabläufe der Erstellung und Review der Completion Accounts („Timeline“) genauer und realistisch zu beleuchten. Ebenso sind Erstkonsolidierungen oder die Zusammenfassung nicht konsolidierter Abschlüsse unterschiedlicher Judikativen besonders zu betrachten, auch – aber nicht nur hier – mit dem Hintergrund möglicher (Bilanz-)Garantien. Nicht selten führt auch eine unsauber oder gar nicht definierte Wertaufhellungsperiode zu kaufpreisrelevanten Auseinandersetzungen.

Berücksichtigt man die Vielfalt möglicher käufer- und verkäuferspezifischer Formulierungs- und die damit einhergehenden Verhandlungsmöglichkeiten, wird schnell deutlich, dass die Auflistung in diesem Artikel weder in der Anzahl noch in der Tiefe abschließend sein kann. Es könnte sich auszahlen, neben den klassischen Rechtsanwältinnen auch Finanzexperten mit einer Spezialisierung auf Unternehmenskaufverträge frühzeitig hinzuzuziehen.

4. Schlussfolgerung

Unternehmenskaufverträge mit Kaufpreisanpassungsmechanismen, insbesondere das Completion-Accounts-Verfahren, bieten beiden Vertragsparteien die nötige Flexibilität sowie durch den True-up auch eine aktuellere und somit fairere Kaufpreisbemessung. Diese Aspekte bieten auch für Verkäufer Möglichkeiten, in den Verhandlungen positiv auf die Höhe des Kaufpreises einzuwirken, da der Käufer weniger Risiken eingehen muss. Es handelt sich somit um ein System, das – gut vorbereitet – beiden Seiten Vorteile bieten kann.

Die Verantwortung für eine möglichst reibungsfreie und konfliktarme Transaktion liegt sowohl beim Käufer als auch beim Verkäufer. Eine gute Vorbereitung sowie das Bewusstsein für die Herausforderungen beim Completion-Accounts-Konzept sind die Schlüssel, um die Vorteile dieses Ansatzes zu nutzen und gleichzeitig Streitpotenziale zu reduzieren. ■



Irina Novikova ist Partnerin bei Deloitte GmbH WP im Bereich SPA & Dispute Advice am Standort in Frankfurt. Seit mehr als 25 Jahren berät sie Unternehmen in den Bereichen Finanz- und Rechnungswesen, Post-M&A-Streitigkeiten, Ansprüche aus entgangenem Gewinn und Baustreitigkeiten sowie vertragliche und Gesellschafterstreitigkeiten. Durch ihre fachliche Expertise aus diversen Bereichen unterstützt sie Unternehmen auch bei komplexen Konflikten (Disputes). Dabei ist sie auf grenzüberschreitende Streitigkeiten spezialisiert, die vor Schiedsgerichte gebracht werden.

Zita Bevardi ist Direktorin bei Deloitte GmbH WP im Bereich SPA & Dispute Advice am Standort in Frankfurt. Sie berät Unternehmen vor und nach M&A-Transaktionen, unter anderem unterstützt sie bei der Ausarbeitung der finanziellen Aspekte des Unternehmenskaufvertrages und begleitet alle Arten von Post-M&A-Streitigkeiten vor Schiedsgutachtern, Gericht oder Schiedsgericht bzw. ist selbst als Schiedsgutachterin bei Streitigkeiten tätig.