

Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften

Maximilian Mülke

Dissertation zur Erlangung des Grades eines Doktors der Wirtschafts-
wissenschaft der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der
Universität des Saarlandes (Dr. rer. oec.)

Tag der Disputation:	14. Dezember 2010
Dekan:	Univ.-Prof. Dr. Christian Scholz
Erstgutachter:	Univ.-Prof. Dr. Alexander Baumeister
Zweitgutachter:	Univ.-Prof. Dr. Hartmut Bieg

Abstract

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften. Das allgemein weit erörterte wissenschaftliche Feld der Unternehmensbewertung wird dadurch um den Spezialfall der sogenannten Konzern-Sell-offs, den Verkauf von Konzerneinheiten, in diesem Fall an eine Beteiligungsgesellschaft (auch Private-Equity-Gesellschaft genannt), und eine bislang lediglich fundiert für junge, eigentümergeführte Unternehmen eruierte Art der Wert- bzw. Preisermittlung – den Earn-out – ergänzt.

Aufgrund wesentlicher Charakteristika – mangelnde Informationstransparenz, Informationsasymmetrie und sogar Fehlen von Informationen – die diese Konzern-Sell-offs (häufig auch Carve-outs genannt; gemeint ist der Verkauf einer rechtlich unselbständigen Konzerndivision oder einer rechtlich selbständigen Tochtergesellschaft mit Verflechtungen zu anderen Unternehmensteilen des Konzerns) vorweisen, wird die klassische Art der Unternehmensbewertung erschwert. Die Ausarbeitung setzt sich daher mit der Forschungsfrage auseinander, ob und wie Earn-out-Strukturen im Fall von Konzern-Sell-offs an Beteiligungsgesellschaften angewandt werden können, um dem bei Konzern-Sell-offs häufig auftretenden Problem der verschärften Informationsasymmetrien bzw. erheblichen Informationsmängel, die vor dem Verkauf Käufer und Verkäufer gleichzeitig betreffen und daher Ex-ante-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie nicht brauchbar machen lassen, zu begegnen. Stets systematisch aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie betrachtend, die nach dem Verkauf wiederum als theoretischer Rahmen fungieren kann, wird zusätzlich die Frage gestellt, welche mit einer Konzern-Sell-off-Transaktion mit Earn-out-Vereinbarung zwingend einhergehenden verhaltenstheoretischen und vertraglichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Die Arbeit gibt somit Handlungsempfehlungen für Beteiligungsgesellschaften, M&A-Berater bzw. Investmentbanken sowie Konzerne.

Vorwort

Mit dem Verfassen dieser Abhandlung verfolgte ich vorwiegend zwei Hauptziele: Einerseits wollte ich meinem Interesse am wissenschaftlichen Arbeiten nachgehen, indem die Herausforderung darin bestand, ein spannendes, in der Literatur noch nicht abgearbeitetes Feld zu finden und anschließend systematisch sowie auf Basis von Praxiserkenntnissen abzuarbeiten. Andererseits war und ist es in mein Wunsch, den Bezug zur Universität nicht zu verlieren. Durch Unterstützung von verschiedenen Seiten konnte ich beide Ziele in den letzten Jahren vollumfänglich erreichen. Hierfür möchte ich mich herzlich bedanken.

Mein ausdrücklicher Dank gilt insbesondere meinem Doktorvater, Prof. Dr. Alexander Baumeister, der diese Dissertation stets unterstützte, mir hilfreiche Tipps gab und auch meine schwierige Situation, die Dissertation teilweise nebenberuflich zu verfassen, akzeptierte und würdigte. Die Zusammenarbeit hat viel Spaß bereitet. Meinem Zweitgutachter, Prof. Dr. Hartmut Bieg, danke ich sehr herzlich für die Unterstützung und Bereitschaft, dieses Projekt zum Abschluss zu bringen.

Gleiches gilt für Dr. Hans-Peter Mangold, meinem Vorgesetzten und Arbeitskollegen, der mir, soweit erforderlich, stets die notwendige Flexibilität einräumte, das Projekt der Dissertation durchzuführen. Zusätzlich ermöglichten mir zahlreiche Diskussionen und der Zugang zu anonymisierten Daten eine fundiertere Arbeit zu verfassen. Vielen Dank dafür.

Darüber hinaus danke ich meinen Freunden und Kollegen, die mir regelmäßig als kritische Gesprächs- und Diskussionspartner zur Verfügung standen. Insbesondere sei hierbei Alexander Buncic genannt.

In erster Linie möchte ich die vorliegende Dissertation meiner Familie widmen. Sowohl meine Mutter, Catrin Mülke, mein Vater, Dr. Andreas Mülke, als auch meine Schwester, Caroline Mülke, machten mir stets Mut, auch in Zeiten beruflicher Einbindung durch konsequentes und zielstrebiges Arbeiten meinem Ziel Stück für Stück näher zu kommen.

INHALTSÜBERSICHT

1	BEDEUTUNG DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG BEI UNTERNEHMENSTRANS- AKTIONEN ZWISCHEN KONZERNEN UND BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	1
2	EX-ANTE-INFORMATIONSBESONDERHEITEN BEI KONZERN-SELL-OFF- TRANSAKTIONEN	12
2.1	<i>EINGRENZUNG DES UNTERSUCHUNGSOBJEKTS DES KONZERN-SELL-OFFS ..</i>	<i>12</i>
2.2	<i>EX-ANTE-INFORMATIONSSYMMETRIEN UND -MÄNGEL ALS KERNPROBLEMATIK BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN</i>	<i>24</i>
3	PROBLEM DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG BEI KONZERN-SELL-OFF- TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	62
3.1	<i>GRUNDLAGEN BEI INVESTITIONEN DURCH BETEILIGUNGS- BZW. PRIVATE- EQUITY-GESELLSCHAFTEN</i>	<i>62</i>
3.2	<i>DARSTELLUNG KLASSISCHER UNTERNEHMENSBEWERTUNGSVERFAHREN</i>	<i>82</i>
3.3	<i>SCHWIERIGKEIT DER BESTIMMUNG ZENTRALER BEWERTUNGSPARAMETER FÜR BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN ALS FOLGE DES KONZERN-SELL- OFF-SPEZIFISCHEN EX-ANTE-INFORMATIONSPROBLEMS</i>	<i>113</i>
4	DARSTELLUNG DES EARN-OUTS ZUR KAUFPREISERMITTLUNG BEI KONZERN- SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	129
4.1	<i>KENNZEICHNUNG DES EARN-OUTS ALS INSTRUMENT DER KAUFPREIS- ERMITTLUNG</i>	<i>129</i>
4.2	<i>GRUNDELEMENTE UND -FUNKTIONSWEISE DES EARN-OUTS BEI KONZERN- SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</i>	<i>141</i>
4.3	<i>EX-POST-INFORMATIONSSYMMETRIEN ALS KERNPROBLEMATIK DES EARN-OUTS BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</i>	<i>177</i>
4.4	<i>VOR- UND NACHTEILE DES EARN-OUTS BEI KONZERN-SELL-OFF- TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</i>	<i>201</i>

5 VERTRAGLICHE STRUKTURIERUNG EINES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGS- ANSATZES BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGS- GESELLSCHAFTEN	206
5.1 CHARAKTERISTIK DES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES	206
5.2 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGSREGELUNGEN AUFGRUND DER UNSELBSTÄNDIGKEITEN DER KONZERNEINHEIT	209
5.3 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGSREGELUNGEN EINER MORAL HAZARD MINIMIERENDEN EARN-OUT-STRUKTUR	216
6 ANWENDUNGSBEISPIELE DES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN ...	245
6.1 KATEGORISIERUNG DER PRAXISBEISPIELE	245
6.2 ANWENDUNGSBEISPIEL FÜR EINE UNSELBSTÄNDIGE PRODUKTIONSABTEILUNG EINES AUTOMOBILZULIEFERERS	249
6.3 ANWENDUNGSBEISPIEL FÜR EINE SELBSTÄNDIGE TOCHTERGESELLSCHAFT IM BEREICH TEXTILMASCHINENBAU	278
7 ANSATZPUNKTE FÜR WEITERENTWICKLUNGEN DER ABGEHANDELTEN THEMATIK	295

INHALTSVERZEICHNIS

1 BEDEUTUNG DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG BEI UNTERNEHMENSTRANS- AKTIONEN ZWISCHEN KONZERNEN UND BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	1
2 EX-ANTE-INFORMATIONSBESONDERHEITEN BEI KONZERN-SELL-OFF- TRANSAKTIONEN	12
2.1 EINGRENZUNG DES UNTERSUCHUNGSOBJEKTS DES KONZERN-SELL-OFFS .12	
2.1.1 GRUNDLAGEN IM KONZERNZUSAMMENHANG	12
2.1.2 GESETZLICHE FASSUNG DER UNTERNEHMENSTEILUNG	15
2.1.3 REALISATIONSFORMEN EINER UNTERNEHMENSABSPALTUNG	16
2.1.4 BEWEGGRÜNDE EINES KONZERNS FÜR EINEN KONZERN-SELL-OFF	22
2.2 EX-ANTE-INFORMATIONASYMMETRIEN UND -MÄNGEL ALS KERNPROBLEMATIK BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN	24
2.2.1 ALLGEMEINES EX-ANTE-INFORMATIONSPROBLEM BEI UNTERNEHMENS- VERKÄUFEN AUS SICHT DER PRINZIPAL-AGENTEN-THEORIE	24
2.2.2 KONZERN-SELL-OFF-SPEZIFISCHES EX-ANTE-INFORMATIONSPROBLEM AUFGRUND VON UNSELBSTÄNDIGKEITEN.....	27
2.2.2.1 EINSATZMÖGLICHKEIT EINES KONTINGENZMODELLS ZUR ABBILDUNG DES EINFLUSSES ETWAIGER UNSELBSTÄNDIGKEITEN AUF DIE INFORMATIONSTRASPARENZ EINES KONZERN-SELL-OFFS.....	27
2.2.2.2 DARSTELLUNG MÖGLICHER UNSELBSTÄNDIGKEITEN ALS EINFLUSS- FAKTOREN FÜR DIE INFORMATIONSTRASPARENZ EINES KONZERN- SELL-OFFS	28
2.2.2.2.1 Rechtliche Unselbständigkeit.....	28
2.2.2.2.2 Funktionale Unselbständigkeit.....	30
2.2.2.2.3 Finanzielle Unselbständigkeit	33
2.2.2.2.4 Marktunselbständigkeit	37
2.2.2.2.5 Physische Unselbständigkeit.....	38
2.2.2.2.6 Unselbständigkeit des Managements.....	39
2.2.2.3 MANGELNDE ANWENDBARKEIT DER PRINZIPAL-AGENTEN-THEORIE AUFGRUND DES KONZERN-SELL-OFF-SPEZIFISCHEN EX-ANTE- INFORMATIONSPROBLEMS.....	40

2.2.2.4	<i>EMPIRISCHE ANALYSE DER RELEVANZ DER UNSELBSTÄNDIGKEITEN MITTELS EINES DATENSATZES EINER AUSGEWÄHLTEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT</i>	42
2.2.2.4.1	<i>Methode der Datenerhebung</i>	42
2.2.2.4.2	<i>Deskriptive Statistik der Daten einer ausgewählten Beteiligungsgesellschaft</i>	53
3	PROBLEM DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG BEI KONZERN-SELL-OFF- TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	62
3.1	GRUNDLAGEN BEI INVESTITIONEN DURCH BETEILIGUNGS- BZW. PRIVATE- EQUITY-GESELLSCHAFTEN	62
3.1.1	KERNMERKMALE VON PRIVATE-EQUITY-INVESTITIONEN.....	62
3.1.2	TYPEN VON PRIVATE-EQUITY-INVESTITIONEN	64
3.1.3	FINANZIERUNGSSTUFEN VON PRIVATE-EQUITY-INVESTITIONEN.....	68
3.1.4	MERKMALE AUSGEWÄHLTER PRIVATE-EQUITY-INVESTITIONS- UND ENTWICKLUNGSSTRATEGIEN	73
3.1.5	MÖGLICHE VARIANTEN VON EXIT-KANÄLEN	77
3.2	DARSTELLUNG KLASSISCHER UNTERNEHMENSBEWERTUNGSVERFAHREN ...	82
3.2.1	SYSTEMATISIERUNG MÖGLICHER VERFAHREN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	82
3.2.2	AUSGEWÄHLTE VERFAHREN DER EINZELBEWERTUNG	84
3.2.3	AUSGEWÄHLTE VERFAHREN DER GESAMTBEWERTUNG	86
3.2.3.1	<i>KENNZEICHNUNG FUNDAMENTALER BEWERTUNGSVERFAHREN</i>	86
3.2.3.1.1	<i>Ertragswertverfahren als ausgewähltes fundamentales Bewertungsverfahren</i>	86
3.2.3.1.2	<i>Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren als ausgewähltes fundamentales Bewertungsverfahren</i>	89
3.2.3.1.2.1	Grundlagen des Discounted- Cash-Flow-(DCF-)Verfahrens	89
3.2.3.1.2.2	Grundfunktionsweise des Discounted- Cash-Flow-(DCF-)Verfahrens	95
3.2.3.1.2.3	Typen von Discounted- Cash-Flow-(DCF-)Verfahren	98
3.2.3.2	<i>KENNZEICHNUNG MARKTORIENTIERTER BEWERTUNGSVERFAHREN</i> ..	103

3.2.3.3	<i>KENNZEICHNUNG OPTIONSBASIERTER BEWERTUNGSVERFAHREN.....</i>	106
3.3	<i>SCHWIERIGKEIT DER BESTIMMUNG ZENTRALER BEWERTUNGSPARAMETER FÜR BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN ALS FOLGE DES KONZERN-SELL-OFF-SPEZIFISCHEN EX-ANTE-INFORMATIONSPROBLEMS</i>	113
3.3.1	INFRAGESTELLUNG DER BETRIEBSNOTWENDIGKEIT EINZELNER BILANZPOSITIONEN.....	113
3.3.2	INFRAGESTELLUNG IM KONZERN ERMITTELTEN GRÖßEN DER ERFOLGS- UND KAPITALFLUSSRECHNUNG	118
3.3.3	SCHWIERIGKEIT DER RISIKOEINSCHÄTZUNG ZUR ERMITTLUNG EINES ADÄQUATEN DISKONTIERUNGSSATZES	121
3.3.4	SCHWIERIGKEIT DES AUFFINDENS GEEIGNETER VERGLEICHSMULTIPLIKATOREN	125
3.3.5	FEHLENDE NUTZBARKEIT DES AKTIENKURSES ALS DIREKTE WERTINDIKATION	126
3.3.6	UNKENNTNIS UNTERNEHMERISCHER OPTIONEN	127
4	<i>DARSTELLUNG DES EARN-OUTS ZUR KAUFPREISERMITTLUNG BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</i>	129
4.1	<i>KENNZEICHNUNG DES EARN-OUTS ALS INSTRUMENT DER KAUFPREIS-ERMITTLUNG</i>	129
4.1.1	DEFINITION DES EARN-OUTS	129
4.1.2	ALLGEMEINE KERNFUNKTIONEN DES EARN-OUTS.....	132
4.1.3	MÖGLICHE EIGNUNG DES EARN-OUTS ZUR LÖSUNG DES KONZERN-SELL-OFF-SPEZIFISCHEN EX-ANTE-INFORMATIONSPROBLEMS	134
4.2	<i>GRUNDELEMENTE UND -FUNKTIONSWEISE DES EARN-OUTS BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</i>	141
4.2.1	FIXER BASISKAUFPREIS BEI CLOSING	141
4.2.2	ZEITLICH VERLAGERTER VARIABLER KAUFPREIS.....	141
4.2.2.1	<i>CHARAKTERISTIK DES VARIABLEN KAUFPREISES</i>	141
4.2.2.2	<i>EINMALIGE VS. MEHRFACHE VARIABLE KAUFPREISZAHLUNG.....</i>	143
4.2.2.3	<i>BERECHNUNG DES VARIABLEN KAUFPREISES.....</i>	146
4.2.2.3.1	<i>Basisgrößen als Grundbaustein der Berechnung des variablen Kaufpreises.....</i>	146

4.2.2.3.2	<i>Berechnung des variablen Kaufpreises durch Anwendung klassischer Unternehmensbewertungsverfahren am Ende der Earn-out-Periode</i>	153
4.2.2.3.2.1	Analyse der Anwendbarkeit der Einzelbewertungsverfahren am Ende der Earn-out-Periode	153
4.2.2.3.2.2	Analyse der Anwendbarkeit der Gesamtbewertungsverfahren am Ende der Earn-out-Periode	154
4.2.2.3.2.3	Berechnung des Kaufpreises auf Basis des ermittelten Gesamtunternehmens- bzw. Eigenkapitalwerts am Ende der Earn-out-Periode	160
4.2.2.3.3	<i>Berechnung des variablen Kaufpreises durch Anknüpfung an willkürlich festgelegte Basisgrößen am Ende der Earn-out-Periode</i>	169
4.2.3	AUFTEILUNG ZWISCHEN FIXEM BASISKAUFPREIS UND VARIABLEM KAUFPREIS	174
4.3	<i>EX-POST-INFORMATIONASYMMETRIEN ALS KERNPROBLEMATIK DES EARN-OUTS BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</i>	177
4.3.1	ALLGEMEINES EX-POST-INFORMATIONSPROBLEM BEI UNTERNEHMENS- VERKÄUFEN AUS SICHT DER PRINZIPAL-AGENTEN-THEORIE	177
4.3.2	KONZERN-SELL-OFF-SPEZIFISCHES EX-POST-INFORMATIONSPROBLEM AUFGRUND UNTERSCHIEDLICHER TRANSAKTIONSZIELE UND OPTIMIERUNGSABWÄGUNGEN	179
4.3.2.1	<i>DARSTELLUNG DER TRANSAKTIONSZIELE.....</i>	179
4.3.2.2	<i>AUSGEWÄHLTE ZIELOPTIMIERUNGSABWÄGUNGEN DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT.....</i>	182
4.3.2.3	<i>AUSGEWÄHLTE ZIELOPTIMIERUNGSABWÄGUNGEN DES KONZERNS...</i>	188
4.3.2.4	<i>ANWENDBARKEIT DER PRINZIPAL-AGENTEN-THEORIE FÜR DAS KONZERN-SELL-OFF-SPEZIFISCHE EX-POST-INFORMATIONSPROBLEM</i>	193
4.3.2.5	<i>BEISPIEL DER BASISGRÖÙE ALS AUSGEWÄHLTE, BESONDERS MANIPULATIONSANFÄLLIGE ELEMENTARGRÖÙE DER ERMITTLUNG DES VARIABLEN KAUFPREISES.....</i>	197

4.4 VOR- UND NACHTEILE DES EARN-OUTS BEI KONZERN-SELL-OFF- TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	201
4.4.1 GEMEINSAME VOR- UND NACHTEILE.....	201
4.4.2 SPEZIELLE VOR- UND NACHTEILE DER ERWERBENDEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT.....	202
4.4.3 SPEZIELLE VOR- UND NACHTEILE DES VERÄUßERNDEN KONZERNS	204
5 VERTRAGLICHE STRUKTURIERUNG EINES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGS- ANSATZES BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGS- GESELLSCHAFTEN	206
5.1 CHARAKTERISTIK DES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES	206
5.2 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGSREGELUNGEN AUFGRUND DER UNSELBSTÄNDIGKEITEN DER KONZERNEINHEIT.....	209
5.3 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGSREGELUNGEN EINER MORAL HAZARD MINIMIERENDEN EARN-OUT-STRUKTUR	216
5.3.1 ANFORDERUNGEN AN DIE FESTLEGUNG DES FIXEN BASISKAUFPREISES BEI CLOSING	216
5.3.2 ANFORDERUNGEN AN DIE FESTLEGUNG DES VARIABLEN KAUFPREISES AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE	217
5.3.2.1 MERKMALE DER VARIABLEN KAUFPREISFESTLEGUNG	217
5.3.2.2 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGLICHE FESTLEGUNG DER BASIS- GRÖßE ALS ZENTRALE, BESONDERS MANIPULATIONSANFÄLLIGE ELEMENTARGRÖßE DER VARIABLEN KAUFPREISZAHLUNG	222
5.3.2.3 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGLICHE FESTLEGUNG DER WEITEREN ELEMENTARGRÖßEN DER VARIABLEN KAUFPREISERMITTLUNG.....	233
5.3.3 ANFORDERUNGEN AN DIE VERTRAGSREGELUNGEN DER ABWICKLUNGSKONTROLLE	240
6 ANWENDUNGSBEISPIELE DES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES BEI KONZERN-SELL-OFF-TRANSAKTIONEN MIT BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN ...	245
6.1 KATEGORISIERUNG DER PRAXISBEISPIELE.....	245

6.2 ANWENDUNGSBEISPIEL FÜR EINE UNSELBSTÄNDIGE PRODUKTIONSABTEILUNG EINES AUTOMOBILZULIEFERERS.....	249
6.2.1 BESCHREIBUNG DER AUSGANGSSITUATION.....	249
6.2.2 ÜBERBLICK DER FINANZDATEN	254
6.2.3 VORSTELLUNG EINES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES UND DESSEN VERTRAGLICHER STRUKTURIERUNG.....	255
6.2.3.1 VERTRAGSREGELUNGEN AUFGRUND DER UNSELBSTÄNDIGKEITEN DER KONZERNEINHEIT	255
6.2.3.2 VERTRAGSREGELUNGEN EINER MORAL HAZARD MINIMIERENDEN EARN-OUT-STRUKTUR.....	261
6.2.3.2.1 Festlegung des fixen Basiskaufpreises bei Closing ...	261
6.2.3.2.2 Festlegung des variablen Kaufpreises am Ende der Earn-out-Periode.....	263
6.2.3.2.3 Ermittlung des zu erwartenden Gesamtkaufpreises...	274
6.2.3.2.4 Vertragsregelungen der Abwicklungskontrolle	275
6.3 ANWENDUNGSBEISPIEL FÜR EINE SELBSTÄNDIGE TOCHTERGESELLSCHAFT IM BEREICH TEXTILMASCHINENBAU.....	278
6.3.1 BESCHREIBUNG DER AUSGANGSSITUATION.....	278
6.3.2 ÜBERBLICK DER FINANZDATEN	279
6.3.3 VORSTELLUNG EINES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES UND DESSEN VERTRAGLICHER STRUKTURIERUNG.....	281
6.3.3.1 VERTRAGSREGELUNGEN AUFGRUND DER UNSELBSTÄNDIGKEITEN DER KONZERNEINHEIT	281
6.3.3.2 VERTRAGSREGELUNGEN EINER MORAL HAZARD MINIMIERENDEN EARN-OUT-STRUKTUR.....	282
6.3.3.2.1 Festlegung des fixen Basiskaufpreises bei Closing ...	282
6.3.3.2.2 Festlegung des variablen Kaufpreises am Ende der Earn-out-Periode.....	287
6.3.3.2.3 Ermittlung des zu erwartenden Gesamtkaufpreises...	292
6.3.3.2.4 Vertragsregelungen der Abwicklungskontrolle	293
7 ANSATZPUNKTE FÜR WEITERENTWICKLUNGEN DER ABGEHANDELTEN THEMATIK.....	295

Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: SCHNITTMENGE VON PRIVATE EQUITY UND UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	6
ABBILDUNG 2: SCHNITTMENGE VON KONZERNABSPALTUNGEN UND UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	7
ABBILDUNG 3: SCHNITTMENGE VON KONZERNABSPALTUNGEN UND PRIVATE EQUITY	8
ABBILDUNG 4: IN DER VORLIEGENDEN ARBEIT ABGEHANDELTE SCHNITTMENGE VON KON- ZERNABSPALTUNGEN, PRIVATE EQUITY UND UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	9
ABBILDUNG 5: ZIELSETZUNGEN DER ARBEIT.....	10
ABBILDUNG 6: VARIANTEN DER TEILUNG IM UMWANDLUNGSGESETZ.....	15
ABBILDUNG 7: ABSPALTUNG EINES TOCHTERUNTERNEHMENS: ABGRENZUNG ANHAND DER ZAHLUNGSSTRÖME AUS TRANSAKTION (OHNE TRANSAKTIONSKOSTEN).....	18
ABBILDUNG 8: EIGENSCHAFTEN DES SPIN-OFFS.....	19
ABBILDUNG 9: EIGENSCHAFTEN DES EQUITY CARVE-OUTS	20
ABBILDUNG 10: EIGENSCHAFTEN DES TRACKING STOCKS	21
ABBILDUNG 11: EIGENSCHAFTEN DES SELL-OFFS	22
ABBILDUNG 12: DESINVESTITIONSMOTIVE BZW. -AUSLÖSEFAKTOREN	23
ABBILDUNG 13: MAßNAHMEN GEGEN QUALITÄTSUNSIKERHEIT	26
ABBILDUNG 14: ÜBERSICHT DES KONTINGENZMODELLS	28
ABBILDUNG 15: DIFFERENZIERUNG DER FINANZIELLEN UNSELBSTÄNDIGKEITEN	34
ABBILDUNG 16: WERTSCHÖPFUNGSKETTE NACH PORTER	46
ABBILDUNG 17: ÜBERSICHT DER ERHEBUNG BZW. DES DATENSATZES	52
ABBILDUNG 18: STATISTISCHE VERTEILUNG DER RECHTLICHEN UNSELBSTÄNDIGKEIT	53
ABBILDUNG 19: STATISTISCHE VERTEILUNG DER FUNKTIONALEN UNSELBSTÄNDIGKEIT	54
ABBILDUNG 20: STATISTISCHE VERTEILUNG DER FINANZIELLEN UNSELBSTÄNDIGKEIT	55
ABBILDUNG 21: STATISTISCHE VERTEILUNG DER MARKTUNSELBSTÄNDIGKEIT	56
ABBILDUNG 22: STATISTISCHE VERTEILUNG DER PHYSISCHEN UNSELBSTÄNDIGKEIT.....	57
ABBILDUNG 23: STATISTISCHE VERTEILUNG DER UNSELBSTÄNDIGKEIT DES MANAGEMENTS....	58
ABBILDUNG 24: HÄUFIGKEITSVERTEILUNGEN DES DATENSATZES	59
ABBILDUNG 25: KORRELATIONSMATRIX DER EINFLUSSFAKTOREN	60
ABBILDUNG 26: TERMINOLOGIE VON BETEILIGUNGSKAPITAL	63
ABBILDUNG 27: ÜBERSICHT VON PRIVATE-EQUITY-FINANZIERUNGEN.....	63
ABBILDUNG 28: ÜBERSICHT DES FONDSKONZEPTS.....	65
ABBILDUNG 29: ÜBERSICHT DES FUND-OF-FUNDS-KONZEPTS	67
ABBILDUNG 30: FINANZIERUNGSSTUFEN IM PRIVATE-EQUITY-GESCHÄFT	69
ABBILDUNG 31: FINANZIERUNGSPHASEN IM PRIVATE-EQUITY-GESCHÄFT	71
ABBILDUNG 32: ENTWICKLUNGSSTRATEGIEN BEI DER ÜBERNAHME VON KONZERNEINHEITEN DURCH BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN.....	74

ABBILDUNG 33: ÜBERBLICK MÖGLICHER EXIT-OPTIONEN.....	78
ABBILDUNG 34: SYSTEMATISIERUNG MÖGLICHER VERFAHREN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG	82
ABBILDUNG 35: ÜBERSICHT DISCOUNTED-CASH-FLOW-(DCF-)VERFAHREN	98
ABBILDUNG 36: ZUSAMMENFASSUNG DISCOUNTED-CASH-FLOW-(DCF-)VERFAHREN.....	103
ABBILDUNG 37: DREI KONSTITUTIVE MERKMALE EINES INVESTITIONSPROBLEMS MIT OPTIONSELEMENTEN.....	108
ABBILDUNG 38: BEISPIEL EINES ENTSCHEIDUNGSBAUMS ÜBER DREI ZEITINTERVALLE	109
ABBILDUNG 39: DREI ARTEN VON REALOPTIONEN	111
ABBILDUNG 40: METHODEN ZUR BESTIMMUNG SEGMENTBEZOGENER EIGENKAPITALKOSTEN	122
ABBILDUNG 41: ZEITLICHE STRUKTUR VON EARN-OUT-VEREINBARUNGEN.....	130
ABBILDUNG 42: MÖGLICHE GESAMTKAUFPREISENTWICKLUNGEN BEI EARN-OUT-VEREINBARUNGEN	131
ABBILDUNG 43: FUNKTIONEN DES EARN-OUTS	132
ABBILDUNG 44: FRIKTIONEN DURCH DIE TRENNUNG VOM MUTTERUNTERNEHMEN.....	137
ABBILDUNG 45: FUNKTIONEN DES EARN-OUTS BEI KONZERN-SELL-OFFS	138
ABBILDUNG 46: WERTKOMBINATION FÜR EINE EARN-OUT-ANWENDUNG BEI MEULI	139
ABBILDUNG 47: ZUSAMMENSETZUNG DER VARIABLEN KAUFPREISZAHLUNG	142
ABBILDUNG 48: EINMALIGE VARIABLE KAUFPREISZAHLUNG.....	144
ABBILDUNG 49: MEHRFACHE VARIABLE KAUFPREISZAHLUNGEN IN JÄHRLICHEM RHYTHMUS.....	144
ABBILDUNG 50: MEHRFACHE VARIABLE KAUFPREISZAHLUNGEN IM LETZTEN ABSCHNITT DER EARN-OUT-PERIODE.....	145
ABBILDUNG 51: ÜBERSICHT DER BEMESSUNGSGRUNDLAGEN BZW. BASISGRÖßEN.....	147
ABBILDUNG 52: BEISPIEL FIXER STANDARD MIT VERWENDUNG DES WERTS DER VORPERIODE	151
ABBILDUNG 53: BEISPIEL FIXER STANDARD MIT VERWENDUNG DES DURCHSCHNITTSWERTS	152
ABBILDUNG 54: BEISPIEL VARIABLELER STANDARD	152
ABBILDUNG 55: BEISPIEL KUMULATIVER STANDARD.....	153
ABBILDUNG 56: BEISPIEL DISCOUNTED-CASH-FLOW-(DCF-)METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	157
ABBILDUNG 57: BEISPIEL MULTIPLIKATOR-METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	160
ABBILDUNG 58: ERSTE FORTSETZUNG DES BEISPIELS DER DISCOUNTED-CASH-FLOW- (DCF-)METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	163
ABBILDUNG 59: ERSTE FORTSETZUNG DES BEISPIELS DER MULTIPLIKATOR-METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	164
ABBILDUNG 60: ZWEITE FORTSETZUNG DES BEISPIELS DER DISCOUNTED-CASH-FLOW- (DCF-)METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	166

ABBILDUNG 61: ZWEITE FORTSETZUNG DES BEISPIELS DER MULTIPLIKATOR-METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	167
ABBILDUNG 62: DRITTE FORTSETZUNG DES BEISPIELS DER DISCOUNTED-CASH-FLOW- (DCF-)METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	168
ABBILDUNG 63: DRITTE FORTSETZUNG DES BEISPIELS DER MULTIPLIKATOR-METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	168
ABBILDUNG 64: ERSTES BEISPIEL DER WILLKÜRLICHEN METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	171
ABBILDUNG 65: ZWEITES BEISPIEL DER WILLKÜRLICHEN METHODE AM ENDE DER EARN-OUT-PERIODE.....	172
ABBILDUNG 66: RELATIVE HÖHE DER EARN-OUT-KOMPONENTE IN ABHÄNGIGKEIT VOM KONTINGENZMODELL	176
ABBILDUNG 67: MAßNAHMEN GEGEN VERHALTENSUNSICHERHEIT.....	178
ABBILDUNG 68: HAUPTZIELSETZUNGEN DER ÜBERNEHMENDEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT	179
ABBILDUNG 69: HAUPTZIELSETZUNGEN DES VERÄUßERNDEN KONZERNES	180
ABBILDUNG 70: ÜBERBLICK DER FÜNF ZENTRALEN INTERNEN ABWÄGUNGEN DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT BZW. DES KONZERNES BEI DER STRUKTURIERUNG VON EARN-OUT-TRANSAKTIONEN.....	182
ABBILDUNG 71: ABWÄGUNG DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT ZWISCHEN KURZFRISTIGER FINANZOPTIMIERUNG UND LANGFRISTIGER WERTSTEIGERUNG	182
ABBILDUNG 72: ABWÄGUNG DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT ZWISCHEN KURZFRISTIGER ZEIT- UND RESSOURCENOPTIMIERUNG UND LANGFRISTIGER WERTSTEIGERUNG	184
ABBILDUNG 73: ABWÄGUNG DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT ZWISCHEN KURZER UND LANGER EARN-OUT-PERIODE.....	185
ABBILDUNG 74: ABWÄGUNG DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT ZWISCHEN GERINGER UND HOHER RESTBETEILIGUNG DES VERKÄUFERS.....	186
ABBILDUNG 75: ABWÄGUNG DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT ZWISCHEN GERINGER UND HOHER MANAGEMENTBETEILIGUNG	186
ABBILDUNG 76: ABWÄGUNG DES KONZERNES ZWISCHEN KURZFRISTIGER FINANZOPTIMIERUNG UND LANGFRISTIGER WERTSTEIGERUNG	188
ABBILDUNG 77: ABWÄGUNG DES KONZERNES ZWISCHEN KURZFRISTIGER ZEIT- UND RESSOURCENOPTIMIERUNG UND LANGFRISTIGER WERTSTEIGERUNG	190
ABBILDUNG 78: ABWÄGUNG DES KONZERNES ZWISCHEN KURZER UND LANGER EARN-OUT-PERIODE.....	191
ABBILDUNG 79: ABWÄGUNG DES KONZERNES ZWISCHEN GERINGER UND HOHER EIGENER RESTBETEILIGUNG	191

ABBILDUNG 80: ABWÄGUNG DES KONZERNS ZWISCHEN GERINGER UND HOHER MANAGEMENTBETEILIGUNG	192
ABBILDUNG 81: ZEITLICHE STRUKTUR VON EARN-OUT-VEREINBARUNGEN MIT DARSTELLUNG DES ZEITPUNKTS DER BEEINFLUSSUNGSMÖGLICHKEITEN	195
ABBILDUNG 82: DAS MIT DER EARN-OUT-TRANSAKTION VERBUNDENE FOLGEPROBLEM	196
ABBILDUNG 83: BEISPIELHAFT VERTEILUNG VERSCHIEDENER ARTEN DER BASISGRÖÙE	198
ABBILDUNG 84: ÜBERSICHT DES 2-SÄULEN-GESAMTLÖSUNGSANSATZES	207
ABBILDUNG 85: MERKMALE DER VARIABLEN KAUFPREISFESTLEGUNG	218
ABBILDUNG 86: FESTZULEGENDE HAUPTASPEKTE ZUR MANIPULATIONSMINIMIERUNG	225
ABBILDUNG 87: VERTRAGSREGELUNGEN DER ABWICKLUNGSKONTROLLE	240
ABBILDUNG 88: ÜBERSICHT VON KAPITEL 6	246
ABBILDUNG 89: AUSWAHL DER ZU BESCHREIBENDEN SITUATIONSBEISPIELE DES PRAXISDATENSATZES	247
ABBILDUNG 90: AUSPRÄGUNG DES KONTINGENZMODELLS VON KONZERN-SELL-OFF NUMMER 38	249
ABBILDUNG 91: AUSPRÄGUNG DES KONTINGENZMODELLS VON KONZERN-SELL-OFF NUMMER 51	278

Tabellenverzeichnis

TABELLE 1: KONZERNTYPEN IN DER BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHEN LITERATUR.....	14
TABELLE 2: AUSPRÄGUNGSFORMEN DER EINFLUSSFAKTOREN IN DER DATENERHEBUNG.....	44
TABELLE 3: HGB-BILANZ	148
TABELLE 4: HGB-ERFOLGSRECHNUNG GEMÄß GESAMTKOSTENVERFAHREN	149
TABELLE 5: KAPITALFLUSSRECHNUNG	150
TABELLE 6: BEISPIELHAFTE MANIPULATIONSMÖGLICHKEITEN DER BASISGRÖßEN.....	200
TABELLE 7: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG	220
TABELLE 8: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßEN DER WILLKÜRLICHEN METHODE.....	221
TABELLE 9: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG UND WILLKÜRLICHEN METHODE: BASISGRÖßE	222
TABELLE 10: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: MULTIPLIKATOR BZW. WACHSTUMSRATE UND DISKONTIERUNGSSATZ	233
TABELLE 11: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER WILLKÜRLICHEN METHODE: ANTEIL.....	234
TABELLE 12: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: ZINSTRAGENDE VERBINDLICHKEITEN UND CASH	235
TABELLE 13: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: VERÄUßERTER ANTEIL	236
TABELLE 14: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: WERTGENERIERUNGSFAKTOR (VCF).....	238
TABELLE 15: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: ZINSSATZ BASISKAUFPREIS	239
TABELLE 16: FESTZULEGENDE ELEMENTARGRÖßE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: MINDESTKAUFPREIS	239
TABELLE 17: AUSPRÄGUNGEN DER EINFLUSSFAKTOREN VON KONZERN-SELL-OFF NUMMER 38.....	250
TABELLE 18: PRO-FORMA-BILANZ VON KONZERN-SELL-OFF 38 FÜR 200X	254
TABELLE 19: PRO-FORMA-ERFOLGSRECHNUNG UND BUSINESSPLAN VON KONZERN-SELL-OFF 38 FÜR 200X-1 BIS 200X+5	254
TABELLE 20: VARIABLER KAUFPREIS GEMÄß MULTIPLIKATOR-METHODE VON KONZERN-SELL-OFF 38	274
TABELLE 21: AUSPRÄGUNGEN DER EINFLUSSFAKTOREN VON KONZERN-SELL-OFF NUMMER 51.....	279
TABELLE 22: BILANZ VON KONZERN-SELL-OFF 51 FÜR 200X-1 UND 200X	280
TABELLE 23: ERFOLGSRECHNUNG UND BUSINESSPLAN VON KONZERN-SELL-OFF 51 FÜR 200X-1 BIS 200X+5	280
TABELLE 24: BILANZPROGNOSE VON KONZERN-SELL-OFF 51	283

TABELLE 25: DISCOUNTED-CASH-FLOW-(DCF-)VERFAHREN DES KONZERNS BEI KONZERN-SELL-OFF 51	284
TABELLE 26: MULTIPLIKATOR-VERFAHREN BEI KONZERN-SELL-OFF 51	285
TABELLE 27: DISCOUNTED-CASH-FLOW-(DCF-)VERFAHREN DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT BEI KONZERN-SELL-OFF 51	286
TABELLE 28: VARIABLER KAUFPREIS GEMÄß WILLKÜRLICHER METHODE VON KONZERN-SELL-OFF 51	292

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CA	California (US-Bundesstaat)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cashflow
CH	Schweiz
CPA	Certified Public Accountant
D.C.	District of Columbia
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discount Model
EAT	Earnings After Tax
EAV	Ergebnisabführungsvertrag
EBIAT	Earnings Before Interest After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
EBT	Earnings Before Tax
ed.	edition
Eds.	Editors
EK	Eigenkapital
ERP	Enterprise Resource Planning
et al.	et alii
etc.	et cetera

EVA	Economic Value Added
evtl.	eventuell
f.	folgende
F&E	Forschung & Entwicklung
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
FTE	Flow To Equity
GA	Georgia (US-Bundesstaat)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Com- pagnie Kommanditgesellschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
IL	Illinois (US-Bundesstaat)
IPO	Initial Public Offering
IT	Information Technology
KMU	Klein- und Mittelständische Unternehmen
LBO	Leveraged Buy-out
M&A	Mergers & Acquisitions
MA	Massachusetts (US-Bundesstaat)
MBI	Management-Buy-in
MBO	Management-Buy-out
NJ	New Jersey (US-Bundesstaat)
NY	New York (US-Bundesstaat)
o. Ä.	oder Ähnliches
OH	Ohio (US-Bundesstaat)
PA	Pennsylvania (US-Bundesstaat)
pp.	pages

Primärplatz.	Primärplatzierung
S.	Seite
Sek.platz.	Sekundärplatzierung
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
Sp.	Spalte
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
TEUR	Tausend Euro
TSB	Tax Shield Benefit
u. a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
US	United States
USA	United States of America
VCF	Value Creation Factor (Wertgenerierungsfaktor)
Vol.	Volume
vs.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WS	Wertschöpfung
z. B.	zum Beispiel

Symbolverzeichnis

β	Beta-Faktor (systematisches Risiko)
b_1	Platzhalter 1 Black Scholes
b_2	Platzhalter 2 Black Scholes
d	Dividende
e	Euler'sche Zahl bzw. Exponentialfunktion
$E(r_i)$	Erwartete Eigenkapitalrendite/-kosten der Anlage i (auch r_{EK})
g	Wachstumsrate
G	Gewinn
K	Ausübungspreis einer Option
\ln	Natürlicher Logarithmus
m	Multiplikator
$N(\dots)$	Kumulative Normalverteilung (...)
\S	Paragraph
r	Diskontierungsrate/Kapitalkosten
r_{EK}	Eigenkapitalrendite/-kosten (auch $E(r_i)$)
r_f	Risikofreier Zinssatz
r_{FK}	Fremdkapitalkosten
r_i	Rendite der Anlage i
r_m	Rendite des Marktportfolios
S	Stock (analog Underlying oder Basiswert)
S_d	Stock nach 1 Abwärtsbewegung (down)
S_{dd}	Stock nach 2 Abwärtsbewegungen
S_{ddd}	Stock nach 3 Abwärtsbewegungen
S_{ddu}	Stock nach 2 Abwärtsbewegungen und 1 Aufwärtsbewegung
S_{du}	Stock nach 1 Abwärtsbewegung und 1 Aufwärtsbewegung

S_u	Stock nach 1 Aufwärtsbewegung (up)
S_{uu}	Stock nach 2 Aufwärtsbewegungen
S_{uud}	Stock nach 2 Aufwärtsbewegungen und einer Abwärtsbewegung
S_{uuu}	Stock nach 3 Aufwärtsbewegungen
σ	Sigma (Standardabweichung)
σ^2	Sigma quadriert (Varianz)
Σ	Summe
∞	Unendlichkeit
t, T	Zeit
$\sqrt{\quad}$	Wurzel

1 Bedeutung der Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen zwischen Konzernen und Beteiligungsgesellschaften

„Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplatz sie vernichten. Sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter“ (Die Zeit, 2005). Dieses in der Presse häufig aufgegriffene Zitat von Franz Müntefering, ehemaliger Bundesvorsitzender der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands (SPD) und Vizekanzler, wird noch heute von Private-Equity-Gegnern aufgeführt.

Selbstverständlich gibt es für diese Aussage jedoch einige Gegenbeispiele: Sollte sich ein Konzern dazu entscheiden, mittels eines sogenannten Konzern-Sell-offs¹ einen Teilbereich, eine Sparte, Division oder Tochtergesellschaft abzustoßen, sind es oft Beteiligungsgesellschaften (auch Private-Equity-Gesellschaften genannt), die versuchen, die Mitarbeiter zu halten und die Konzerneinheit in eine langfristig stabile Situation zu bringen.² Hier wird folglich deutlich, dass es auch Finanzinvestoren gibt, die die Wirtschaft positiv unterstützen und damit eindeutig gegen die oben genannte Aussage von Herrn Müntefering sprechen.³

¹ Häufig auch Carve-out genannt; gemeint ist der Verkauf einer rechtlich unselbständigen Konzerndivision oder einer rechtlich selbständigen Tochtergesellschaft mit Verflechtungen zu anderen Unternehmensteilen des Veräußerers.

² Der Verkauf von Konzerneinheiten erfolgt oft an Beteiligungsgesellschaften. Strategische Investoren kommen für einige Verkäufer dabei häufig nicht in Frage. Dies liegt insbesondere darin begründet, dass man direkten Wettbewerbern z. B. im Rahmen einer Due Diligence nur ungern Einblick in die Geschäftstätigkeit bzw. Strukturen des Zielobjekts und damit oft auch der damit verflochtenen Muttergesellschaft geben möchte und das Verkaufsobjekt häufig auch weiter als Kunde bzw. Lieferant der Muttergesellschaft bestehen bleiben soll. Des Weiteren erfolgen Konzernrestrukturierungen vielfach in Zeiten einer wirtschaftlichen Schwächephase, in der auch grundsätzlich als Käufer in Frage kommende Wettbewerber „in ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt sind“ (Nick, 2003).

³ Gemäß Geidner (2009) handelt es sich bei ca. 50 Prozent der Buy-out-Transaktionen in Deutschland und Kontinentaleuropa um Buy-outs von Konzerneinheiten (S. 3). Dies gelte vorwiegend für Konzerneinheiten, deren Art und Größe für die Börse nicht passend sind (Geidner, S. 3).

Die hierbei erwähnten Bereiche Konzernabspaltungen und Private Equity werden im Rahmen dieser Arbeit aufgenommen, mit einem dritten Bereich – der Unternehmensbewertung – verbunden und im Folgenden unter der Thematik Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften analysiert.

Betrachtet man die wissenschaftlichen Veröffentlichungen über Private Equity, stößt man auf eine Vielzahl von Büchern, Zeitschriftenartikeln und sonstigen Publikationen. Es scheint, als sei die Anzahl an Veröffentlichungen bis 2007 proportional mit dem europäischen Private-Equity-Markt gewachsen. Dieser wuchs, gemessen an aufgebrauchten Geldmitteln in Europa, von 20 Milliarden Euro im Jahr 1997 auf 112 Milliarden Euro im Jahr 2006 (European Venture Capital & Private Equity Association [EVCA], ohne Datum). Anschließend ließ die im Jahr 2007 beginnende, sich in den Jahren 2008 und 2009 verschärfende Finanzkrise die Private-Equity-Tätigkeit aufgrund von fehlender Akquisitionsfinanzierung von Banken, deutlicher Zurückhaltung bei Eigenkapitalinvestoren und Restrukturierungsbedarf in den Portfolios der Private-Equity-Gesellschaften zwar stark zurückgehen, die Anzahl an Publikationen nahm, da diese Zeit für die Private-Equity-Branche derart nie dagewesene Herausforderungen aufwarf, jedoch weiter stetig zu.

Viele Autoren beschäftigen sich mit Private Equity dabei auf einer allgemeinen Ebene. Als bekanntes Beispiel sind Frommann und Leopold (1998) zu nennen, die beschreiben, was Private Equity ist und wie Private-Equity-Investitionen generell funktionieren. Andere Autoren setzen sich mit spezielleren Themen aus dem Bereich Private Equity auseinander: Bohnenkamp (1999) untersucht die Rolle von Beteiligungsgesellschaften bei der Entwicklung mittelständischer Unternehmen; Amann, Ankli, Pfister und Pümpin (2005) betrachten den Private-Equity-Investoren als „Strategie-Coach“ für das erworbene Unternehmen und Ivanova und Tzvetkova (2001) oder auch Povaly (2006) beispielsweise gehen auf den Ausstieg von Private-Equity-Gesellschaften aus den gemachten Investitionen ein: Sie beschreiben und analysieren die sogenannten Exit-Strategien.

Der Bereich Private Equity – für sich genommen – ist wissenschaftlich daher aus verschiedenen Perspektiven erfasst. Es bestehen lediglich spezialisierte Anknüpfungspunkte für wissenschaftliche Arbeiten.

Das Thema Unternehmens- bzw. Konzernabspaltungen ist in der wissenschaftlichen Literatur ebenfalls bereits ausgiebig behandelt worden. Als bekannte Beispiele sind Becker (1994) und Haux (2001) zu nennen. Becker (1994) beschäftigte sich detailliert mit der Teilung von Betrieben und Haux (2001) setzte sich mit der Spaltung von Unternehmen im deutschen Gesellschaftsrecht – ähnlich wie Becker, allerdings auf recht allgemeinem Niveau – auseinander.

Zumeist stehen in diesen und ähnlichen Publikationen Organisationsaspekte innerhalb eines Konzerns bzw. Unternehmens im Vordergrund. Dabei wird angenommen, dass eine nach Abspaltung eigenständig dastehende Konzerneinheit anschließend weiter zum Konzern respektive Unternehmensverbund gehört. Seltener und kaum im Zentrum der Analyse hingegen wird der Konzern-Sell-off, die Veräußerung eines Geschäftsbereichs oder einer Tochtergesellschaft an Dritte, das heißt die Abspaltung verbunden mit dem Verkauf, explizit aufgegriffen: Ein Beispiel ist Bühner (2004), der sich mit Unternehmensabspaltungen als Wertsteigerungsinstrument (aus Konzernperspektive) auseinandersetzt. Er geht jedoch hauptsächlich auf Equity Carve-outs und Spin-offs von börsennotierten Gesellschaften ein und erwähnt den Konzern-Sell-off lediglich im Rahmen der Hinleitung zum eigentlichen Kern seiner Arbeit. Cumming und Mallie (1999) nehmen das Thema des Sell-offs detaillierter auf und beschäftigen sich mit Aspekten der Rechnungslegung und Besteuerung im Vergleich zu anderen Organisationsformen.

Weitere den Verkauf von Konzerneinheiten ansprechende Publikationen sind diejenigen von Dentz, Frien und Gessner (2002), Forst (1992), Gräper (1993), Luippold (1991) und Vest (1995), die teils sehr ausführlich mittels Fallstudien, teils nur am Rande, auf den Management-Buy-out bei (meist rechtlich selbständigen) Konzerneinheiten eingehen und mit Hilfe von Datenbankanalysen oder strukturierten Interviews Erkenntnisse für die Forschung gewinnen.

Wie dargestellt sind bei der Thematik Unternehmens- bzw. Konzernabspaltungen somit ebenfalls allgemein nur begrenzte Anknüpfungspunkte für wissenschaftliche Arbeiten denkbar.

Auch im Bereich der Unternehmensbewertungen gibt es unzählige Veröffentlichungen – alte und neue. Damodaran (1997), Drukarczyk (2003), Loderer (2007) oder Spremann (2002, 2004, 2005) beispielsweise publizierten in den vergangenen Jahren Bücher, die auf die verschiedenen Verfahren der Unternehmensbewertung eingehen. Dabei handelt es sich insbesondere um Publikationen über Unternehmensbewertungen allgemein.

Andererseits gibt es Autoren wie Leuner (1998, 2002) oder Spremann (2006), die die Anwendbarkeit der allgemeinen Verfahren der Unternehmensbewertung in Spezialsituationen ins Auge fassen: Sie setzen sich mit der Unternehmensbewertung bei Restrukturierungsfällen auseinander. Lafrenz (2004) andererseits geht in Richtung Shareholder Value und betrachtet Maximierungsmöglichkeiten durch Sanierungsmaßnahmen. Diese Fokussierung auf Restrukturierungssituationen ist ein beliebtes Anwendungsgebiet und ebenfalls weitgehend durch bestehende Veröffentlichungen abgedeckt. Im Bereich weiterer Spezialsituationen sind insbesondere die Publikationen von Dinstuhl (2002) und Pfister (2003) zu nennen. Dinstuhl beschäftigt sich mit verschiedenen Arten der Unternehmensbewertung von (relativ selbständigen, grundsätzlich nicht für den Zweck der Veräußerung bewerteten) Konzerneinheiten im Vergleich zum entsprechenden Gesamtkonzern, Pfister dagegen mit divisionalen Kapitalkosten, das heißt ebenfalls mit einem Spezialgebiet der Unternehmensbewertung – dem Fall der Kapitalkosten in (ebenfalls relativ selbständigen und grundsätzlich nicht für den Zweck der Veräußerung bewerteten) Konzerneinheiten bzw. Konzernen.

Die besondere, in der vorliegenden Arbeit thematisierte Art der Unternehmensbewertung mittels Earn-outs ist dabei generell noch vergleichsweise jung. Trotzdem ist sie in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur mittlerweile häufig zu finden. Beispiele sind Asbra und Miles (2009), Cain, Denis und Denis (2006), Datar, Frankel und Wolfson (2001) oder Vaughan (2008), die den Earn-out generell beschreiben und entweder als Instru-

ment zur Einigungsfindung bei Verhandlungen von Unternehmensverkäufen oder als geeignete Methode bei eigentümergeführten Unternehmen darlegen, da für den Alteigentümer ein guter Anreiz geschaffen wird, sich für einen Übergangszeitraum weiterhin optimal in die Geschäftsentwicklung einzubringen. Seltener jedoch – wie beispielsweise von Meuli (1996) oder Piehler (2007), die den Earn-out ebenfalls als Methode zur Einigungsfindung bei Verhandlungen von Unternehmensverkäufen aufgreifen – sind diese Abhandlungen der Thematik des Earn-outs hinreichend detailliert. Neben einer ausführlichen Beschreibung, wie ein Earn-out aussehen kann, geht Meuli (2006) insbesondere auf steuerliche Implikationen von Earn-out-Modellen ein. Piehler (2007) andererseits untersucht verschiedenste Kontrakte und deren bedingte Zahlungsstrukturen anhand eines formalen Modells, meistens auf den Spezialfall des eigentümergeführten Unternehmens bezogen.

Für sich genommen ist auch der Bereich der Unternehmensbewertungen – und im Speziellen das Gebiet der Earn-outs – weitreichend wissenschaftlich erfasst. Daher kann und muss die Frage gestellt werden, ob nicht in Verbindung mit den jeweils anderen Bereichen interessante Fragestellungen entstehen können. Dies sei am Beispiel der zuletzt angesprochenen Publikationen von Meuli (1996) und Piehler (2007) nochmals illustriert: Tatsache ist, dass weder bei Meuli (1996) noch bei Piehler (2007) eine hinreichende Verbindung von einer Earn-out-Vereinbarung mit einem Verkauf einer (nicht zwangsläufig sehr selbständigen) Konzerneinheit explizit mit aufgegriffen wird (Bereich der Konzernabspaltungen). Sie beschäftigen sich in der Regel mit eigenständigen, zumeist eigentümergeführten Unternehmen. Dabei wird demnach immer, und das gilt für alle bis dato auffindbaren Publikationen, davon ausgegangen, dass der Earn-out primär ein Hilfsinstrument ist, um die Erwartungshaltungen von Käufer und Verkäufer zusammenzuführen. Ob der Earn-out bei Konzernabspaltungen zusätzlich andere Funktionen einnehmen kann, bleibt unthematziert. Auch die Perspektive einer übernehmenden Beteiligungsgesellschaft wird keinesfalls eingenommen (Bereich Private Equity).

Wie ansatzweise verdeutlicht, sollte somit auch in den Schnittmengen der drei Bereiche Konzernabspaltungen, Unternehmensbewertung und Private Equity nach vorhandenen bzw. nicht vorhandenen Themenkreisen respektive Publikationen gesucht werden. Es zeigt sich, dass bereits einige Autoren versuchen, die Bereiche miteinander zu verbinden. Hierbei lässt sich erstens die in Abbildung 1 betrachtete Schnittmenge von Private Equity und Unternehmensbewertung (dunkelgrau) aufführen.

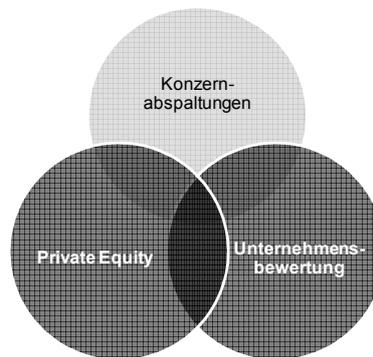


Abbildung 1: Schnittmenge von Private Equity und Unternehmensbewertung

Innerhalb dieser Schnittmenge sind sämtliche Veröffentlichungen über fremdfinanzierte Übernahmen bzw. sogenannte LBO-Bewertungsmodelle zu subsumieren. Lediglich beispielhaft seien die Publikationen von Peals und Rosenbaum (2009), die eine fremdfinanzierte Übernahme und deren Bewertung detailliert erklären, oder von Baldi (2005), der den Realoptionsansatz mit der Adjusted-Present-Value- bzw. APV-Methode für den Fall von Leveraged Buy-outs verknüpft, genannt. Eine hinreichende Verbindung der Bereiche Private Equity und Unternehmensbewertung mit dem Bereich der Konzernabspaltungen erfolgt allerdings nicht.

Wird die in Abbildung 2 dargestellte Schnittmenge von Konzernabspaltungen und Unternehmensbewertung (dunkelgrau) betrachtet, lassen sich ebenfalls vielfältige Arten von Publikationen aufführen.

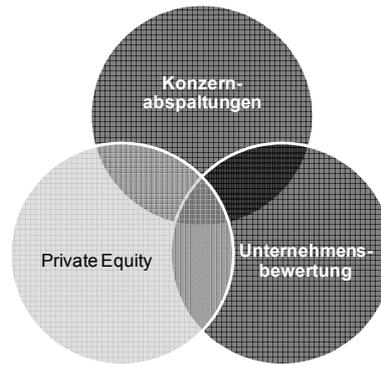


Abbildung 2: Schnittmenge von Konzernabspaltungen und Unternehmensbewertung

Bei der Literaturrecherche wird deutlich, dass im Bereich der Konzernabspaltungen (z. B. Charifzadeh, 2002) auch eine Auseinandersetzung mit wertrelevanten Themen erfolgt. Viele Publikationen konzentrieren sich auf den Vergleich des Konzern-Sell-offs mit anderen Möglichkeiten des Corporate Restructuring (insbesondere Spin-off, Tracking Stock etc.) oder eine Analyse der Abnormal Returns beim Veräußerer vor bzw. am Veröffentlichungstag (z. B. Alexander, Benson & Kampmeyer, 1984; Lee & Lin, 2008; Loh & Rathinasamy, 1997). Weitere Veröffentlichungen nehmen damit verbundene Themen wie beispielsweise das Insider Trading (z. B. Hirschey & Zaima, 1989), die Analyse der Gründe für die Abnormal Returns (Alexandrou & Sudarsanam, 2001) oder die Performance nach Veräußerung (Tehraniyan, Travlos & Waegelein, 1987) auf. Diese stellen allesamt wertrelevante Themen dar, sind jedoch keinesfalls Publikationen, die auf klassische Unternehmensbewertungsmethoden sehr detailliert eingehen. Anders ist dies bei den bereits aufgeführten Publikationen von Dinstuhl (2002) und Pfister (2003). Sie bearbeiten das Thema Unternehmensbewertung recht detailliert in Hinblick auf Konzerne, gehen jedoch einerseits nicht hinreichend auf Konzernabspaltungen, das heißt die Herauslösung aus dem Konzern oder auch den Verkauf einer Konzerneinheit, und andererseits nicht explizit auf die Anwendung einer Earn-out-Vereinbarung ein.

Die Perspektive einer Beteiligungs- bzw. Private-Equity-Gesellschaft wird keinesfalls mit aufgenommen.

Sieht man sich andererseits die von einigen Autoren aufgegriffene, in Abbildung 3 aufgezeigte Schnittmenge von Konzernabspaltungen und Private Equity an (dunkelgrau), sind ebenfalls relevante Publikationen vorzufinden.

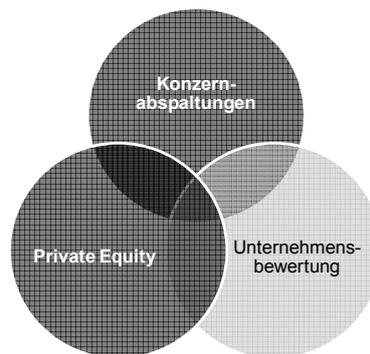


Abbildung 3: Schnittmenge von Konzernabspaltungen und Private Equity

Als zentrale Veröffentlichungen im Bereich dieser Schnittmenge sind Geidner (2009) und Weber (2006)⁴ zu nennen. Geidner (2009) untersucht den Wandel der Unternehmensführung bei der Übernahme von (relativ selbständigen) Konzerneinheiten durch Beteiligungsgesellschaften. Nachdem sie 25 Experteninterviews durchführte, zeigt sie anhand der Führungssystem-orientierten Controlling-Konzeption von Küpper (2005), welche Veränderungen in der Unternehmensführung, insbesondere dem Planungs-, Informations- und Kontrollsystem, dem Personalführungssystem und der Organisation, vorzufinden sind, und warum. Weber (2006) andererseits versucht, mit Hilfe der institutionalistischen Lehre von den Unternehmerfunktionen bzw. der Erfolgsfaktorenforschung und einer empiri-

⁴ Der Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. [AKF] (2006) verwendet Webers Ergebnisse in seiner Publikation mit. Diese stellt eine Art Zusammenfassung von Weber dar.

schen Analyse von 33 Konzern-Sell-offs mit Beteiligungsgesellschaften, das Zusammenwirken der Transaktionsbeteiligten Konzern, Konzerneinheit und Beteiligungsgesellschaft zu analysieren und Erfolgsfaktoren derartiger Investitionen zu identifizieren.

Weder die genannte Publikation von Geidner (2009) noch die Veröffentlichung von Weber (2006) befasst sich jedoch hinreichend fundiert mit der Unternehmensbewertung bzw. im Speziellen dem Earn-out bei Konzern-Sell-offs durch Beteiligungsgesellschaften. Sie gehen jeweils von relativ selbständigen Konzerneinheiten und daher der Möglichkeit aus, klassische Methoden der Unternehmensbewertung problemlos anwenden zu können.

Literaturrecherchen in Dissertations- und Zeitschriften-Datenbanken sowie sonstigen Publikationen zeigen demnach, dass die die Schnittmenge aller in Abbildung 4 dargestellten Kreise repräsentierende Thematik Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur noch gänzlich unbehandelt ist.

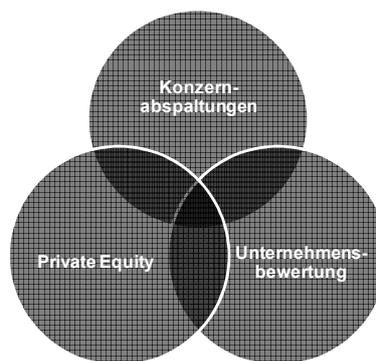


Abbildung 4: In der vorliegenden Arbeit abgehandelte Schnittmenge von Konzernabsparungen, Private Equity und Unternehmensbewertung

Diese Abhandlung setzt sich somit die folgenden drei Zielsetzungen, um einen signifikanten Beitrag zur wissenschaftstheoretischen Diskussion zu leisten.

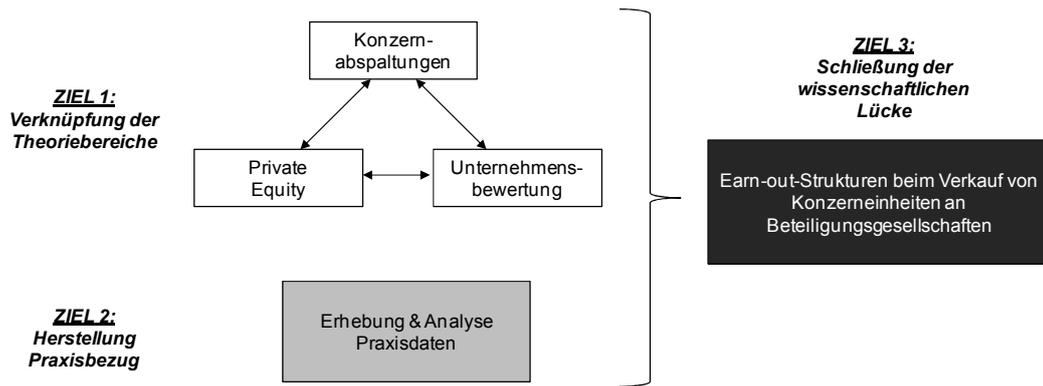


Abbildung 5: Zielsetzungen der Arbeit

Wie aus Abbildung 5 ersichtlich, ist es erstens das Ziel der Ausarbeitung, die theoretischen Bereiche Private Equity, Unternehmensbewertung und Konzernenspaltungen zu verbinden. Zweitens verfolgt die vorliegende Arbeit das Ziel, einen deutlichen Praxisbezug herzustellen. Nachdem zuerst die wesentlichen die Informationstransparenz eines Konzern-Sell-offs beeinflussenden Faktoren in einem Kontingenzmodell dargestellt werden, wird deren Ausprägung aus 80 Konzern-Sell-offs der Jahre 2006 bis 2009 erhoben. Dadurch ist es möglich, die Praxisrelevanz der Faktoren zusätzlich aufzuzeigen und eine empirische Ergänzung der Arbeit zu erreichen.

Mittels der Ziele 1 und 2 respektive der Abhandlung der Thematik Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften ist es sodann auch möglich, eine Lücke in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zu schließen und damit Ziel 3 zu erreichen. Als theoretischer Rahmen fungiert die Prinzipal-Agenten-Theorie, die die für die hier abgehandelte Thematik von wesentlicher Relevanz darstellenden Informationsverteilungen bzw. Informationsasymmetrien als einzige wissenschaftliche Theorie als Teil der Neuen Institutionenökonomik explizit und hinreichend mit aufgreift bzw. behandelt.

Im Speziellen setzt sich die Arbeit mit der Forschungsfrage auseinander, ob und wie Earn-out-Strukturen im Fall von Konzern-Sell-offs an Beteiligungsgesellschaften angewandt werden können, um dem bei Konzern-

Sell-offs häufig auftretenden Problem der verschärften Informationsasymmetrien bzw. erheblichen Informationsmängel, die vor dem Verkauf Käufer und Verkäufer gleichzeitig betreffen und daher Ex-ante-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie nicht brauchbar machen lassen, zu begegnen. Stets systematisch aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie betrachtend, die nach dem Verkauf wiederum als theoretischer Rahmen fungieren kann, wird zusätzlich die Frage gestellt, welche mit einer Konzern-Sell-off-Transaktion mit Earn-out-Vereinbarung zwingend einhergehenden verhaltenstheoretischen und vertraglichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Zur ganzheitlichen Schließung der wissenschaftlichen Lücke gliedert sich diese Ausarbeitung dabei in einen deskriptiven, beobachtenden bzw. kategorisierenden Teil (Kapitel 2 und 3), einen deskriptive und präskriptive bzw. normative Elemente beinhaltenden Teil (Kapitel 4) sowie einen rein präskriptiven bzw. normativen Teil (Kapitel 5 und 6).

Nachdem aus den Erkenntnissen des deskriptiven Teils der Arbeit, insbesondere dem in Kapitel 2 herangezogenen Kontingenzmodell, im präskriptiven Teil, vor allem in Kapitel 5, ein Gesamtlösungsansatz für Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften entworfen wird, können wesentliche Handlungsempfehlungen für Beteiligungsgesellschaften, M&A-Berater bzw. Investmentbanken sowie Konzerne gegeben werden.

2 Ex-ante-Informationsbesonderheiten bei Konzern-Sell-off-Transaktionen

2.1 Eingrenzung des Untersuchungsobjekts des Konzern-Sell-offs

2.1.1 Grundlagen im Konzernzusammenhang

In der Literatur sind grundsätzlich zwei verschiedene Definitionen des Konzerns zu finden: eine rechtliche und eine betriebswirtschaftliche (Meichelbeck, 2005, S. 437). Beide werden jedoch von unterschiedlichen Autoren nicht einheitlich definiert (Theisen, 2000, S. 15–20) und unterscheiden sich sinngemäß auch jeweils untereinander.

Juristische Definition von Konzern und Konzernunternehmen

§ 18 des deutschen Aktiengesetzes (AktG), handelnd von „Konzern und Konzernunternehmen“, lautet folgendermaßen:

- (1) Sind ein herrschendes und ein oder mehrere abhängige Unternehmen unter der einheitlichen Leitung des herrschenden Unternehmens zusammengefasst, so bilden sie einen Konzern; die einzelnen Unternehmen sind Konzernunternehmen. Unternehmen, zwischen denen ein Beherrschungsvertrag (§ 291) besteht oder von denen das eine in das andere eingegliedert ist (§ 319), sind als unter einheitlicher Leitung zusammengefasst anzusehen. Von einem abhängigen Unternehmen wird vermutet, dass es mit dem herrschenden Unternehmen einen Konzern bildet.

- (2) Sind rechtlich selbständige Unternehmen, ohne dass das eine Unternehmen von dem anderen abhängig ist, unter einheitlicher Leitung zusammengefasst, so bilden sie auch einen Konzern; die einzelnen Unternehmen sind Konzernunternehmen.

Zusammengefasst ist ein Konzern im juristischen Sinne daher ein „eher lockeres Konglomerat einzelner rechtlich selbständiger Unternehmen“ (Hoffmann, 1993, S. 7), das unter einheitlicher Leitung zusammengefasst ist. Die rechtliche Selbständigkeit ist dabei objektiv feststellbar (Dinstuhl, 2002, S. 146). Die einheitliche Leitung andererseits muss erst festgestellt werden. Dies ist z. B. der Fall, wenn gemäß § 291 AktG ein Beherrschungsvertrag oder eine Eingliederung gemäß § 319 AktG vorliegt. Für den Fall, dass die einheitliche Leitung wirklich ausgeführt wird, spricht man vom sogenannten faktischen Konzern (Theisen, 2000, S. 52 ff.).

Betriebswirtschaftliche Definition von Konzern und Konzernunternehmen

In der betriebswirtschaftlichen Definition spricht man von einem Konzern, wenn eine „wirtschaftliche Entscheidungs- und Handlungseinheit“ vorliegt (Hoffmann, 1993, S. 8). Sobald also eine einheitliche Leitung in Form der Konzernführung besteht, ist „bei den einzelnen Konzernunternehmen aus betriebswirtschaftlicher Sicht die für eine Marktunternehmung notwendige Entscheidungsautonomie nicht mehr vollständig gegeben“ (Meichelbeck, 2005, S. 438), so dass von einem Konzern gesprochen wird.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur gibt es dabei, wie in Tabelle 1 ersichtlich, unterschiedlichste Klassifizierungen für einen Konzern:

Merkmale	Merkmalsausprägungen
(1) formale Grundlage der Beherrschung	<ul style="list-style-type: none"> - faktischer Konzern - Vertragskonzern - Eingliederung
(2) Bereich der Beherrschung	<ul style="list-style-type: none"> - Realkonzern - Finanzkonzern
(3) Über- oder Gleichordnung der Konzernunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> - Unterordnungskonzern - Gleichordnungskonzern

(4) Leistungsprogramm	<ul style="list-style-type: none"> - horizontaler Konzern - vertikaler Konzern - konglomerater Konzern
(5) Entscheidungscentralisation	<ul style="list-style-type: none"> - zentraler Konzern - dezentraler Konzern
(6) Anzahl der Konzernstufen	<ul style="list-style-type: none"> - einstufiger Konzern - mehrstufiger Konzern
(7) Räumliche Struktur der Konzernunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> - agglomerierter Konzern - degglomerierter Konzern
(8) Struktur der Anteilseigner	<ul style="list-style-type: none"> - Mehrheitskonzern - Aktionärskonzern
(9) Umfang der Auslandsaktivitäten	<ul style="list-style-type: none"> - nationaler Konzern - internationaler Konzern
(10) Konzernorganisationsform	<ul style="list-style-type: none"> - Stammhausholding - Holding-Konzern

Tabelle 1: Konzerntypen in der betriebswirtschaftlichen Literatur

Quelle: In Anlehnung an Dinstuhl, 2002, S. 147 und Küting, 1980, S. 8.

Definition der Konzerneinheit

Man kann erkennen, dass die Begriffe Konzern und Konzernunternehmen sowohl in der juristischen als auch betriebswirtschaftlichen Definition auftauchen. Der für die vorliegende Arbeit ebenfalls zentrale Begriff der Konzerneinheit ist jedoch nicht Teil der Definitionen. Im Rahmen dieser Abhandlung wird er, abgeleitet aus den obigen Definitionen, folgendermaßen definiert:

- (1) Unter einer Konzerneinheit wird eine rechtlich selbständige oder unselbständige Einheit eines Konzerns verstanden.

- (2) Es kann sich entweder um Konzernunternehmen oder um alle denkbaren, nicht zwangsläufig rechtlich selbständigen Einheiten eines Konzernunternehmens handeln.

Die Definition einer Konzerneinheit ist daher sehr weitläufig: Alle denkbaren Einheiten eines Konzerns werden von der Definition aufgegriffen. So sind beispielsweise rechtlich nicht selbständige Betriebsstätten, Produktionsstandorte, Divisionen, Abteilungen, Sparten, güterbezogene (z. B. Produkte, Produktionsanlagen, aber auch Projekte) oder räumliche Segmente (z. B. Absatzsegmente) (u. a. Chmielewicz, 1993, S. 1791) oder auch einzelne Vermögensgegenstände mögliche Konzerneinheiten.

Die Definition ist dabei bewusst derart offen gehalten: Im Rahmen der strategischen Fokussierung oder auch Restrukturierung eines Konzerns ist es möglich und kommt es vor, dass sich ein Konzern von bestimmten Einheiten in unterschiedlichsten Formen trennen möchte.

2.1.2 Gesetzliche Fassung der Unternehmensteilung

Ausgehend von der im deutschen Gesetz vorzufindenden „Teilung“, zugehörig zum deutschen Umwandlungsgesetz (UmwG), unterscheidet man drei Arten der Teilung: die Aufspaltung, die Abspaltung und die Ausgliederung (Odenthal, 1999, S. 49 ff.). Dies ist in Abbildung 6 ersichtlich:

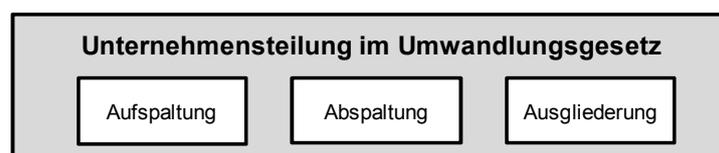


Abbildung 6: Varianten der Teilung im Umwandlungsgesetz

Quelle: In Anlehnung an Odenthal, 1999, S. 49 ff.

Bei der Aufspaltung teilt eine Ursprungsunternehmung ihr Vermögen auf mindestens zwei neue Folgeunternehmen auf (Heiss, 1995, S. 26). Die Ursprungsunternehmung geht dabei unter (Odenthal, 1999, S. 49). Die Abspaltung bedeutet die Übertragung eines Teils des Vermögens der Ursprungsunternehmung auf mindestens ein Nachfolgeunternehmen (Becker, 1994, S. 20–21). Die Ursprungsunternehmung bleibt in reduzierter Größe erhalten und die bisherigen Anteilhaber erhalten Anteilsrechte an der Nachfolgeunternehmung (Odenthal, 1999, S. 52). Die dritte Teilungsmöglichkeit nennt sich Ausgliederung. Hier überträgt das Ursprungsunternehmen wiederum einen Teil des Vermögens an mindestens ein Nachfolgeunternehmen⁵. Im Unterschied zur Abspaltung erhalten die bisherigen Anteilhaber jedoch nicht die Anteilsrechte der Nachfolgeunternehmung, sondern die Ursprungsunternehmung „verbucht“ die neue Tochtergesellschaft als Beteiligung (Becker, 1994, S. 22–23). Auf Ebene der Anteilhaber der Ursprungsunternehmung ergeben sich somit keine unmittelbaren Veränderungen (Odenthal, 1999, S. 54–55).

Die angloamerikanischen Bezeichnungen der drei in Abbildung 6 aufgezeigten Arten sind nach Haux (2001) Split-up für Aufspaltung, Split-off für Abspaltung und Spin-off für Ausgliederung (S. 180–182).

2.1.3 Realisationsformen einer Unternehmensabspaltung

Trotz dieser klaren gesetzlichen Abgrenzung herrscht in der wissenschaftlichen Literatur nicht immer Einigkeit darüber, wie die jeweiligen Begriffe auszulegen sind. Odenthal (1999, S. 67) merkt dies u. a. für den Spin-off an, der teilweise als gleichbedeutend mit der Ausgliederung und teilweise als äquivalent mit der Abspaltung⁶ genannt wird. Auch Büchi (2001) führt auf, dass der Begriff Spin-off unterschiedlich verwendet wird (S. 3). Gemäß Otto (1999) ist ein Konzern-Spin-off wieder etwas Anderes: Er ver-

⁵ Erfolgt die Übertragung des Vermögens auf ein neu gegründetes Unternehmen, nennt man den Vorgang Ausgründung (Heiss, 1995, S. 27).

⁶ Im Gegensatz zum Verständnis vom Spin-off bei Haux (2001, S. 181–182): siehe Kapitel 2.1.2.

steht darunter eine „Ausgliederung bzw. ... Verkauf von nicht mehr als Kerngeschäft definierten Unternehmensbereichen“ (S. 173). Odenthal (1999, S. 72) und Haux (2001, S. 180) dagegen machen deutlich, dass es sich bei einer Spaltung bzw. Teilung, wie sie im Gesetz steht, nicht zwangsläufig um einen Verkauf respektive eine Desinvestition handelt. „Bei der Teilung steht die Übertragung von Vermögenskomplexen gegen Gewährung von Beteiligungsrechten im Mittelpunkt“, wogegen der Verkauf eine „Eigentumsübertragung gegen Entgelt“ darstellt (Odenthal, 1999, S. 72).

Otto ist dabei der Einzige, der den Spin-off in einem wissenschaftlichen Beitrag mit dem Verkauf an einen Dritten verbindet.⁷ In anderen Publikationen wird diese Art der strategischen Neuausrichtung gewöhnlich als Konzern-Sell-off (Bühner, 2004, S. 7) oder Divestiture (Copeland, Shastri & Weston, 2005, S. 785) bezeichnet.

Um im Rahmen dieser Arbeit klarzustellen, was die Übernahme einer Konzerneinheit durch eine Beteiligungsgesellschaft bedeutet und wo diese einzuordnen ist, wird die Kategorisierung von Bühner (2004) verwendet (S. 7). Diese ist in Abbildung 7 schematisch dargestellt und wird im Folgenden erläutert. Der Vollständigkeit halber wird nicht nur der für diese Arbeit relevante Konzern-Sell-off beschrieben. Dadurch ist es möglich, den Konzern-Sell-off von den anderen Ausprägungen abzugrenzen.

⁷ In der Praxis wird für jegliche Arten von Konzernabspaltungen (Abspaltung und Ausgliederung im Gesetz; mit oder ohne Veräußerung an einen Dritten) ebenfalls oft der Begriff Spin-off (oder auch Carve-out) verwendet.

		Tochterunternehmen	
		CF > 0	CF = 0
Mutterunternehmen	CF > 0	Mischform	Equity Carve-out (Sekundärplatzierung) Sell-off Tracking Stock
	CF ≤ 0	Equity Carve-out (Primärplatzierung)	Spin-off

Abbildung 7: Abspaltung eines Tochterunternehmens:
Abgrenzung anhand der Zahlungsströme aus Transaktion (ohne Transaktionskosten)

Quelle: In Anlehnung an Bühner, 2004, S. 7.

Merkmale des Spin-offs

Die Definition des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften [BVK] (ohne Datum) für einen Spin-off lautet folgendermaßen: „Ausgliederung und Verselbständigung einer Abteilung oder eines Unternehmensteils aus einer Unternehmung bzw. einem Konzern“. Zusätzlich wird gesagt, der Spin-off könne der erste Schritt sein, um den Unternehmensteil komplett zu verkaufen (BVK, ohne Datum).⁸

Beim Spin-off handelt es sich dabei um eine Transaktion, die sowohl für die Muttergesellschaft als auch die abgespaltene Tochtergesellschaft zu keinem positiven Cashflow führt (Veld-Merkoulova, 2003, S. 67). Dies wird aus Abbildung 7 ebenfalls deutlich. Die Anteile der neuen Tochtergesellschaft werden direkt „als Sachdividende pro rata an die Aktionäre des Mutterunternehmens verteilt“ (Bühner, 2004, S. 6). Es handelt sich also gemäß dieser Kategorisierung nach Bühner um die Abspaltung, wie sie im Gesetz⁹ verankert ist. Hier wird deutlich, dass sich auch Bühner (2004) somit teilweise von den anderen, vorher genannten Publikationen unter-

⁸ Dieser Sachverhalt wird dann als Sell-off bezeichnet und im Folgenden behandelt.

⁹ Siehe Kapitel 2.1.2.

scheidet. Im Folgenden hält sich diese Arbeit allerdings nur noch an die Kategorisierung von Bühner (2004). Die von ihm aufgeführten Charakteristika eines Spin-offs sind in Abbildung 8 detailliert dargestellt.

	Cashflow Mutter	Cashflow Tochter	Rechtliche Trennung	Faktische Trennung	Auswirkung auf Bilanz der Tochter	Auswirkung auf Bilanz der Mutter
Spin-off	= 0	= 0	vollständige Trennung	vollständige Trennung	keine	Bilanzverkürzung

Abbildung 8: Eigenschaften des Spin-offs

Quelle: In Anlehnung an Bühner, 2004, S. 15.

Merkmale des Equity Carve-outs

Equity Carve-outs haben zur Folge, dass ein Teil der Aktien der abgespaltenen Tochtergesellschaft „im Rahmen eines ordentlichen Börsengangs“ verkauft wird (Büchi, 2001, S. 11). Je nachdem, ob es sich um eine Primär- oder Sekundärplatzierung handelt, kommt dem Tochter- respektive Mutterunternehmen ein positiver Cashflow zu.¹⁰ Bei der Primärplatzierung wird eine Kapitalerhöhung bei der Tochtergesellschaft durchgeführt. Diese führt dazu, dass der Tochtergesellschaft neue Mittel zur Verfügung stehen und der Cashflow für die Muttergesellschaft gleich null oder negativ ist, „wenn sich die Mutter an der Kapitalerhöhung beteiligt“ (Bühner, 2004, S. 6). Auf der anderen Seite fließt der gesamte Emissionserlös der Muttergesellschaft zu, wenn es sich um eine Sekundärplatzierung handelt. In diesem Fall stammt das Platzierungsvolumen aus dem „Beteiligungsbesitz des Mutterunternehmens“ (Bühner, S. 6) – die an der Börse platzierten Aktien sind also nicht „jung“, sondern gehörten zum Besitz der Muttergesellschaft.

¹⁰ Siehe Abbildung 9.

In einem zweiten Schritt könnte auch der Rest der Anteile über die Börse verkauft werden (Arzac, 2005, S. 268).

	Cashflow Mutter	Cashflow Tochter	Rechtliche Trennung	Faktische Trennung	Auswirkung auf Bilanz der Tochter	Auswirkung auf Bilanz der Mutter
Equity Carve-out	Sek. platz. > 0 Primärplatz. ≤ 0	Sek. platz. = 0 Primärplatz. > 0	vollständige Trennung	in Abhängigkeit von Beteiligungsquote nach Equity Carve-out	Sek. platz. keine Primärplatz. Erhöhung EK-Quote, Bilanzverlängerung	Sek. platz. Aktivtausch Primärplatz. keine

Abbildung 9: Eigenschaften des Equity Carve-outs

Quelle: In Anlehnung an Bühner, 2004, S. 15.

Merkmale der Begebung von Tracking Stock

Im Fall der Tracking Stocks gibt die Muttergesellschaft „eine zusätzliche Gattung von Aktien aus, deren Wert die Entwicklung eines genau definierten Geschäftsbereichs des Konzerns abbildet“ (Bühner, 2004, S. 6). Demzufolge findet keine physische Abspaltung des Unternehmens statt und der Cashflow aus dem Erlös der Aktien fließt dem Mutterunternehmen zu¹¹, kann jedoch über den internen Kapitalmarkt an die physisch nicht abgespaltene Tochtergesellschaft weitergereicht werden (Bühner, S. 6–7). Synergiepotentiale mit dem Tochterunternehmen können weiterhin genutzt werden (Bühner, 2004, S. 8) und die Kontrolle über das Tochterunternehmen bleibt vollständig in den Händen der Muttergesellschaft (Büchi, 2001, S. 13).

Abbildung 10 zeigt die genaue Ausgestaltung von Tracking Stocks anhand der wesentlichen Klassifizierungskriterien von Bühner (2004):

¹¹ Siehe Abbildung 10.

	Cashflow Mutter	Cashflow Tochter	Rechtliche Trennung	Faktische Trennung	Auswirkung auf Bilanz der Tochter	Auswirkung auf Bilanz der Mutter
Tracking Stock	> 0	= 0 (evtl. Umverteilung im Konzern)	keine Trennung	keine Trennung	keine	Bilanzverlängerung Erhöhung der EK-Quote

Abbildung 10: Eigenschaften des Tracking Stocks

Quelle: In Anlehnung an Bühner, 2004, S. 15.

Merkmale des Sell-offs

Zuletzt soll die für die vorliegende Ausarbeitung bedeutendste Art der Abspaltung nach Bühner (2004) erläutert werden: der Sell-off. Bei diesem Sell-off wird „ein Geschäftsbereich oder Tochterunternehmen außerhalb der Börse an Dritte verkauft“ (Bühner, 2004, S. 7). Diese Dritte sind gemäß Molod und Sattler (2005) sogenannte strategische oder finanzielle Käufer, je nachdem, ob der Zweck des Kaufes strategisch getrieben¹² ist oder einen finanziellen Hintergrund¹³ hat (S. 18).

Die Übernahme durch einen finanziellen Investor entspricht genau dem Fall, in dem eine Beteiligungsgesellschaft in ein Tochterunternehmen bzw. einen Geschäftsbereich eines Konzerns investiert und versucht, bei dieser von der Muttergesellschaft zumeist nicht mehr als Kerngeschäft angesehenen Einheit Wertgenerierungspotentiale zu realisieren (Barber & Goold, 2007, S. 54). Die Einheit wird allerdings nur verkauft, wenn der Wert für den Käufer größer ist als für den Verkäufer (Jaffe, Jordan, Ross & Westerfield, 2008, S. 843) – und zwar optimalerweise an den Verkäufer, der die übernommene Konzerneinheit am effektivsten managen kann (Allen, Brealey & Myers, 2008, S. 926).

¹² Um beispielsweise Synergien zu realisieren.

¹³ Finanzinvestoren akquirieren Unternehmen, um eine bestimmte Rendite zu erwirtschaften.

Ähnlich wie bei einer Sekundärplatzierung des Equity Carve-outs gibt der Konzern Anteile, beim Konzern-Sell-off allerdings vollständig, ab. Wie in Abbildung 11 zu erkennen, fließt in diesem Fall ausschließlich dem Mutterkonzern ein Cashflow, der Verkaufserlös, zu.

	Cashflow Mutter	Cashflow Tochter	Rechtliche Trennung	Faktische Trennung	Auswirkung auf Bilanz der Tochter	Auswirkung auf Bilanz der Mutter
Sell-off	> 0	= 0	vollständige Trennung	vollständige Trennung	keine	Aktivtausch

Abbildung 11: Eigenschaften des Sell-offs

Quelle: In Anlehnung an Bühner, 2004, S. 15.

2.1.4 Beweggründe eines Konzerns für einen Konzern-Sell-off

Die Gründe, warum es zu einer Unternehmensabspaltung und damit zu einer der Ausprägungen aus Abbildung 7 kommt, sind vielfältig.

Ravenscraft und Scherer (1987) fanden bis 1987 mittels Case Studies heraus, dass die abgespaltenen Einheiten zumeist nicht den finanziellen Anforderungen des Mutterunternehmens genügten (S. 144). Walcher (2000) nennt Unternehmensabspaltungen allgemein als ein „Instrument, um wesentliche Bestandteile einer Organisation grundsätzlich neu auszurichten und so die zum Teil defizitären Unternehmensbereiche fit für den Wettbewerb zu machen“ (S. 79). Dies ist das in der wissenschaftlichen Literatur am häufigsten genannte Motiv für Abspaltungen: Maßnahmen zur Reorganisation bzw. Restrukturierung (Kitzmann, 2005, S. 16–17). Auch Veld-Merkoulova (2003) macht deutlich, dass Spin-offs und Konzern-Sell-offs Methoden sind, um sich zu reorganisieren und in Hinblick auf die Unternehmensgröße und Zielsegmentkomposition optimal auszurichten (S. 4).

Gemäß Geidner (2009) lassen sich grundsätzlich finanzielle und strategische Motive unterscheiden (S. 32), die Weber (2006) wie in Abbildung 12 dargestellt zusammenfasst (S. 180). Diese sind nach Theisen (2000) jedoch häufig nicht klar voneinander abgrenzbar (S. 10 f.).

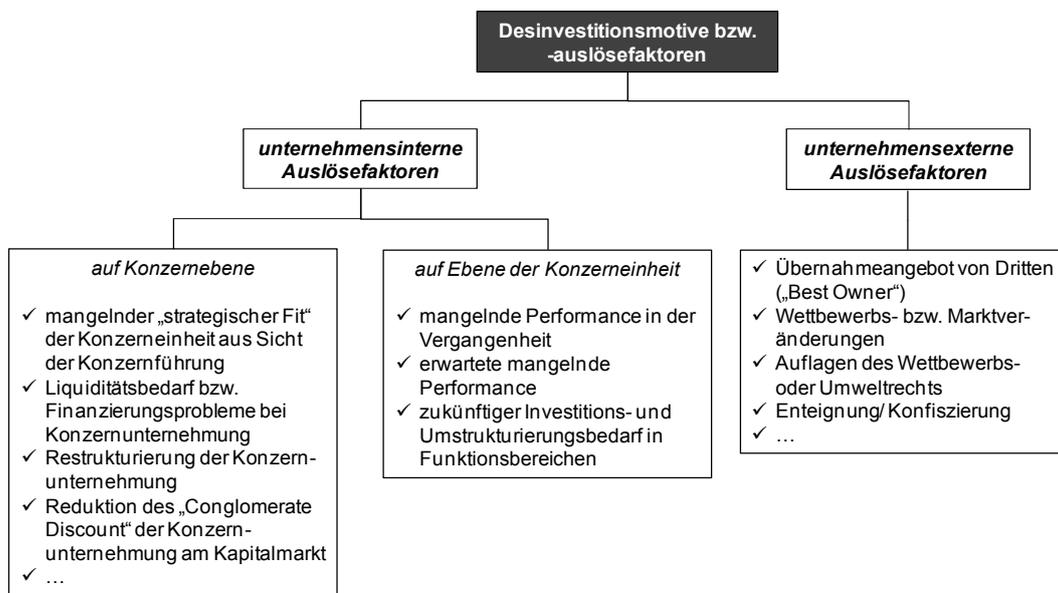


Abbildung 12: Desinvestitionsmotive bzw. -auslösefaktoren

Quelle: In Anlehnung an Weber, 2006, S. 180.

Es ist ersichtlich, dass neben unternehmensexternen Auslösefaktoren, wie beispielsweise durch das Kartellamt auferlegten Verpflichtungen, unternehmensinterne Auslösefaktoren für den Desinvestitionsentscheid maßgebend sind. Auf Konzernebene können diese entweder die Notwendigkeit der Realisierung von Liquidität (z. B. um aufgenommene Schulden mit dem durch den Verkauf erzielten Kapitalerlös zu tilgen (Steiner, 1997, S. 233)) oder der Wunsch nach besserer Fokussierung auf die eigenen Kernkompetenzen sein. Auf Ebene der Konzerneinheit können Auslösefaktoren insbesondere eine mangelnde Performance, geringes Wachstumspotential oder ein erheblicher Umstrukturierungsbedarf sein.¹⁴

¹⁴ Wesentliche empirische Erhebungen führten hierzu Forst (1992), Gräper (1993) und Nadig (1992) sowie Vest (1995) und Weber (2006) durch.

2.2 Ex-ante-Informationsasymmetrien und -mängel als Kernproblematik bei Konzern-Sell-off-Transaktionen

2.2.1 Allgemeines Ex-ante-Informationsproblem bei Unternehmensverkäufen aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie

Nachdem die von der Neoklassik zugrunde gelegten Annahmen wie die der vollkommenen Informationen von verschiedenen wissenschaftlichen Forschern angezweifelt oder als realitätsfern eingestuft wurden, entwickelte sich die Neue Institutionenökonomik. Neben weitergehenden Erkenntnisgewinnen in der Theorie der Verfügungsrechte und der Transaktionskostentheorie hat diese im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie durch Aufzeigen der Prinzipal-Agenten-Problematik durch Ross (1973) zentrale Erkenntnisse zur Vertragsanbahnung bzw. -gestaltung geleistet.¹⁵ Sie zeigt die „wirtschaftlichen Folgen einer Delegation von Entscheidungskompetenzen durch den Auftraggeber (synonym: Principal) auf einen Beauftragten (synonym: Agent), der seinen Entscheidungsspielraum auch opportunistisch gegen den Principal ausüben kann“ (Meinhövel, 2004, S. 470). Als Folge dieser Delegation entstehen sogenannte Informationsasymmetrien, bei denen gemäß Jensen und Meckling (1976) stets davon ausgegangen werden muss, dass Eigeninteressen des Agenten über die Interessen des Auftraggebers gestellt werden (S. 308).

Aufgrund der Erkenntnisgewinne in der Kontraktgestaltung zwischen einem das Eigentum besitzenden Prinzipal und einem die Verfügungsmacht innehabenden Agenten (Weber, 2006, S. 100) hat sich die Prinzipal-Agenten-Theorie als „wirtschaftswissenschaftliches Analyseinstrumentarium“ stark verbreitet (S. 97). Im Speziellen werden auch Unternehmensverkäufe häufig mit Hilfe der Theorie analysiert, da sie ebenfalls durch Prinzipal-Agenten-Probleme bzw. insbesondere durch zweierlei wesentliche Informationsasymmetrien geprägt sind: einerseits zwischen Verkäufer

¹⁵ Auch Coase (1937), Fama und Jensen (1983a, 1983b) sowie Jensen und Meckling (1976) leisteten fundamentale Beiträge.

als Agent und Käufer als Prinzipal vor einer Transaktion (ex ante)¹⁶ und andererseits zwischen Management als Agent und Käufer als Prinzipal nach einer Transaktion (ex post)¹⁷. Derartige Prinzipal-Agenten-Probleme, bei denen jeweils der Agent die „besser informierte Partei“ (Piehler, 2007, S. 13) und der Prinzipal die weniger gut informierte Partei darstellt, gehen somit ebenfalls auf die Prinzipal-Agenten-Theorie der Neuen Institutionenökonomik (Alchian & Demsetz, 1972, S. 777 ff.; Hartmann-Wendels, 1989, S. 714 f.) zurück.

Vor Vertragsabschluss, das heißt ex ante bzw. vor Unternehmensverkauf, versucht der Verkäufer, der Agent, dabei stets, sein Unternehmen bestmöglich darzustellen, um zum maximal möglichen Preis zu verkaufen. Er hat einen Anreiz für opportunistisches Verhalten und die Behauptung, „gute Qualität“ zu verkaufen (Piehler, 2007, S. 13). Der Unternehmenskäufer, der Prinzipal, kann die Qualität des Unternehmens jedoch, aufgrund von Unternehmensspezifika bzw. immateriellen Werten wie beispielsweise den Fähigkeiten des Personals, nur deutlich schlechter einschätzen und geht daher grundsätzlich von durchschnittlicher Qualität aus. Dies kann dazu führen, dass bestimmte Verträge nicht zustande kommen¹⁸ oder der Markt sogar zusammenbricht (Akerlof, 1970, S. 488 ff.). Derartige asymmetrische Ex-ante-Informationsverteilungen sind unter dem Begriff der Qualitätsunsicherheit bzw. „hidden characteristics“ bekannt (Furubotn & Richter, 1996, S. 165 und 236 ff.).

Grundsätzlich unterscheidet Piehler (2007) Indikatoren für hohe Qualitätsunsicherheit einerseits bezüglich „Weiterführung des bestehenden Geschäfts“ und andererseits bezüglich „Veränderungen des Geschäfts“ (S. 26). Die Unternehmenshistorie, die Marktvolatilität und die Abhängigkeit gegenüber weiteren Marktspielern betreffen beispielsweise die „Weiterführung des bestehenden Geschäfts“ – neue Produkte, Technologien oder Patente dagegen die „Veränderungen des Geschäfts“ (Piehler, S. 26).

¹⁶ Dies ist der Hauptgrund dafür, dass Unternehmen keine homogenen Güter darstellen, deren Preis bei gleicher Informationslage stets markträumend bzw. gleichgewichtig ist (Riedl, 2005, S. 5).

¹⁷ Zu Informationsasymmetrien nach einer Transaktion siehe Kapitel 4.3.1.

¹⁸ Das heißt, es findet eine adverse, nicht optimale Selektion statt.

Um das Problem der asymmetrischen Ex-ante-Informationsverteilung zu reduzieren und einer optimalen Lösung näher zu kommen, können, wie aus Abbildung 13 ersichtlich, verschiedene Maßnahmen ergriffen werden. Zu beachten ist allerdings, dass diese selbst Kosten, sogenannte „agency costs“, verursachen und daher auch per se nicht optimal sind (Piehler, 2007, S. 13–14).

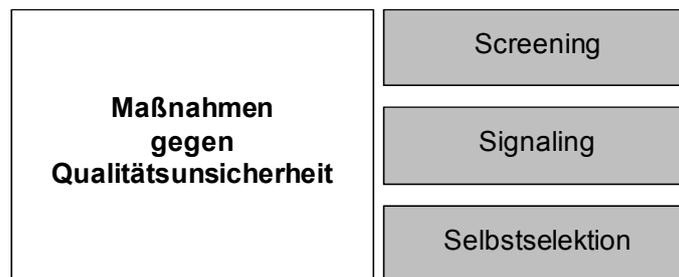


Abbildung 13: Maßnahmen gegen Qualitätsunsicherheit

Quelle: In Anlehnung an Strasser, 2000, S. 22 ff.

Beim Screening ergreift der Prinzipal Aktionen, um seine Informationslage zu verbessern (Piehler, 2007, S. 13). Als Beispiel für eine derart kostspielige Informationsbeschaffung ist bei Unternehmenskäufen die Due Dilligence, das heißt die detaillierte Analyse verschiedener Unternehmensinformationen, zu nennen.

Unter Signaling versteht man die Situation, wenn der Unternehmensverkäufer dem Unternehmenskäufer ein überzeugendes Signal sendet, das gute Qualität suggeriert (Piehler, 2007, S. 13). Ein derartiges Signal ist beispielsweise ausgezeichnete Reputation.

Die dritte Maßnahme zur Reduktion der Qualitätsunsicherheit ist die Selbstselektion. Hier sind die verschiedenen Verkäufer unterschiedlichen Gruppen zugeordnet: Verkäufer guter Qualität bieten beispielsweise Zusatzleistungen an und signalisieren damit, dass sie gute Qualität anbieten – im Gegensatz zu einem Verkäufer schlechter Qualität, für den diese Zu-

satzleistungen zu kostspielig sind. Es werden also ebenfalls Signale gesendet (Rothschild & Stiglitz, 1976, S. 629 ff.; Elschen, 1991, S. 1005). Bei Unternehmenskaufverträgen ist ein solches Selbstselektionssignal z. B. das Angebot des Verkäufers, bestimmte Garantien abzugeben. Hierzu wäre ein Verkäufer schlechterer Unternehmensqualität nicht im selben Umfang bereit.

2.2.2 Konzern-Sell-off-spezifisches Ex-ante-Informationsproblem aufgrund von Unselbständigkeiten

2.2.2.1 Einsatzmöglichkeit eines Kontingenzmodells zur Abbildung des Einflusses etwaiger Unselbständigkeiten auf die Informationstransparenz eines Konzern-Sell-offs

Um die Grundvoraussetzung für den Hauptteil dieser Arbeit zu legen, werden im Folgenden die bei Konzern-Sell-off-Transaktionen potentiell vorliegenden Unselbständigkeiten eines Kontingenzmodells beschrieben. Diese Unselbständigkeiten sind der Auslöser, warum es besonderen Sinn macht, sich mit Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften zu beschäftigen.

Kontingenzmodelle gehen dabei zurück auf Fiedler (1967), der ein Kontingenzmodell für Führungsstile entwarf. Vom englischen ‚contingency‘ kommend, das heißt der Bedingt- bzw. Abhängigkeit von bestimmten Situationen, werden Einflussfaktoren respektive Situationskriterien in einem Modell dargestellt, die, je nach Ausprägung, unterschiedlich auf ein Untersuchungsobjekt wirken können.

Im vorliegenden Fall ist das Untersuchungsobjekt die Informationstransparenz einer Konzerneinheit. Nach einer Analyse von verschiedensten Konzern-Sell-off-Transaktionen der Jahre 2006 bis 2009 wurden hierbei sechs zentrale Selbständigkeitsfaktoren einer Konzerneinheit identifiziert, die wesentlich zur Informationstransparenz einer Konzerneinheit beitragen.

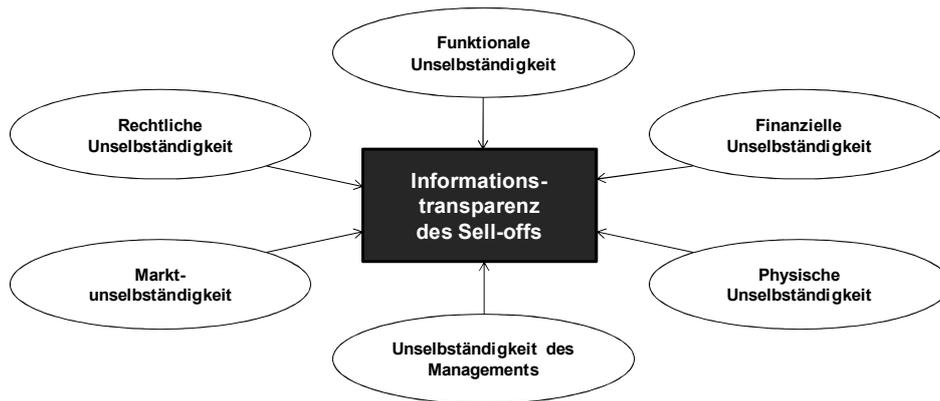


Abbildung 14: Übersicht des Kontingenzmodells

In dem in Abbildung 14 dargestellten Modell ist deutlich zu sehen, dass es sich bei den Einflussfaktoren für die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs um die folgenden handelt: die rechtliche, funktionale, finanzielle und physische Unselbständigkeit, die Marktunselbständigkeit sowie die Unselbständigkeit des Managements.

Das Modell soll außerdem verdeutlichen, dass das Vorliegen eines bestimmten Transparenzgrades stets von der jeweiligen Situation abhängt. Je nach Ausprägung der Einflussfaktoren ist die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs anders.

2.2.2.2 Darstellung möglicher Unselbständigkeiten als Einflussfaktoren für die Informationstransparenz eines Konzern-Sell-offs

2.2.2.2.1 Rechtliche Unselbständigkeit

Die Frage nach der rechtlichen Selbständigkeit ist im Rahmen der Transparenzanalyse eines Konzern-Sell-offs von großer Bedeutung. Hierbei lassen sich grundsätzlich die beiden Ausprägungen rechtlich selbständig und rechtlich nicht selbständig unterscheiden (u. a. Weber, 2006, S. 18–19).

Bei rechtlich unselbständigen Konzerneinheiten kommen insbesondere zu veräußernde Abteilungen, Divisionen oder Sparten in Betracht. Dabei kann es sich um alle denkbaren Ausprägungen handeln: von funktional einigermaßen selbständig funktionierenden Einheiten, die lediglich keine Rechtseinheit darstellen, bis hin zu einzelnen Produktionsstätten, die funktional stark von anderen Konzerneinheiten abhängig sind.¹⁹

Liegt andererseits rechtliche Selbständigkeit vor, das heißt, befindet sich die vom Konzern zu verkaufende Einheit in einer rechtlichen Hülle wie beispielsweise der GmbH oder AG, handelt es sich um Tochtergesellschaften.

Zentraler Unterschied zwischen rechtlich selbständigen und rechtlich nicht selbständigen Konzerneinheiten ist die Informationstransparenz: Rechtlich unselbständige Konzerneinheiten sind komplett in den Konzern eingebunden. Wie genau diese Einbindung dabei funktioniert, ist oft sehr intransparent. Dies liegt einerseits an der Möglichkeit, Leistungsbeziehungen zwischen der Konzerneinheit und anderen Konzerneinheiten vergleichsweise willkürlich zu gestalten.²⁰ Sie erfolgen oft nicht nach dem Prinzip „at arm's length“ (Gregoriou & Read, 2007, S. 149), das heißt, sie halten keinem Fremdvergleich stand. Andererseits fehlt bei rechtlicher Unselbständigkeit die Notwendigkeit, testierte Jahresabschlüsse bzw. ein externes Rechnungswesen zu erstellen.

Zusätzlich ist auch die Art, sich als Konzern von der Konzerneinheit zu trennen, eine andere: Besteht bei rechtlicher Selbständigkeit die Möglichkeit, die Anteile an der Tochtergesellschaft mittels eines sogenannten „Share Deals“ (Nickel, 2008, S. 1) zu veräußern, besteht bei rechtlicher Unselbständigkeit unmittelbar nur die Möglichkeit, bestimmtes Vermögen (Assets), bestimmte Mitarbeiter und bestimmte, wenn zuordenbare, Verbindlichkeiten zu übernehmen (Hitschler, 1990, S. 1881). In solchen Fällen spricht man von einem sogenannten Asset Deal (Nickel, 2008, S. 1), bei dem sich die Frage der Zuordnung von Vermögensgegenständen (und

¹⁹ Siehe Kapitel 2.2.2.2.2.

²⁰ Siehe auch Kapitel 2.2.2.2.2 und 2.2.2.2.4.

Mitarbeitern) zu dem zu übernehmenden Geschäft verstärkt stellt. Diese Einschätzung ist sowohl für den Verkäufer als insbesondere auch für den Käufer aufgrund von verschiedenen Konzernbeziehungen häufig äußerst schwierig. Darüber hinaus kann auch die anschließende Einbringung der Mitarbeiter in eine neue Gesellschaft schwieriger sein, da die Haftung des alten und neuen Arbeitgebers (in Deutschland gemäß § 613a BGB) zu regeln ist (Lange, 1993, S. 38) und Mitarbeiter bei derartigen Übergängen oft stark verunsichert werden. Ein reibungsloser Betriebsübergang ohne Widersprüche seitens der Mitarbeiter und daraus unter Umständen folgendem Know-how-Abfluss kann nicht immer gewährleistet werden. Generell kann ein Asset Deal gemäß Bournet (2003) daher komplizierter sein als ein Share Deal, da „jedes einzelne Bilanzaktivum“ (S. 83) übertragen werden muss, ein großer Aufwand notwendig ist und bestimmte Risiken des Betriebsübergangs, die die Leistung der Konzerneinheit nach Veräußerung beeinflussen können, teilweise unkalkulierbar sind.²¹

Es kann demnach konstatiert werden, dass rechtliche Unselbständigkeit – vorwiegend aufgrund fehlender testierter Jahresabschlüsse und sich bei der notwendigen Transaktionsstruktur ergebender Intransparenz bei der Zuordnung bzw. Übertragung von Bilanzpositionen und Mitarbeitern – zur Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs beiträgt.

2.2.2.2 Funktionale Unselbständigkeit

Bei Konzerneinheiten ist die funktionale Unselbständigkeit ein weiterer wichtiger Einflussfaktor für die Informationstransparenz. Unabhängig von der rechtlichen Selbständigkeit kann es sich um funktional sehr selbstän-

²¹ Um den Asset Deal zu vermeiden, das heißt insbesondere den Umfang des Transaktionsvertragswerks zu minimieren, kann zwar alternativ trotzdem ein Share Deal strukturiert werden, die Infragestellung der korrekten Zuordnung von Vermögensgegenständen (und Mitarbeitern) zu dem zu übernehmenden Geschäft ist jedoch die gleiche: Es müsste das zu dem auszugliedernden Geschäftsbereich gehörende Teilvermögen vom Verkäufer vor einer Transaktion „zunächst in ein rechtlich eigenständiges Unternehmen eingebracht“ werden (Linssen, 2002, S. 2). Anschließend besteht die Möglichkeit, die Anteile an dieser neuen Gesellschaft in einem Share Deal zu verkaufen (Knott, Mielke & Weidlich, 2001, S. 19).

dige oder von anderen Bereichen stark abhängige Einheiten handeln. Die Abhängigkeit entsteht dabei durch funktionale Interdependenzen²² zwischen der Konzerneinheit und anderen Teilen des Konzerns.

Der Extremfall ist die vollständige funktionale Selbständigkeit. In diesen Fällen besitzt die Konzerneinheit alle notwendigen Unternehmensfunktionen. Sie könnte jederzeit selbständig am Markt agieren. Dies ist häufig in Situationen der Fall, in denen eine rechtlich selbständige Konzerneinheit entweder nichts mit dem Kerngeschäft des Gesamtkonzerns zu tun hat²³, vom Konzern als Finanzbeteiligung gehalten wird und/oder der Konzern einen Verkauf bereits durch den Aufbau von ursprünglich fehlenden Funktionen vorbereitet hat.

Wenn eine klare Wertschöpfungskette in der Konzerneinheit selbst zu erkennen ist und damit die wesentlichen Wertschöpfungsstufen wie zumeist Einkauf, Produktion, Vertrieb, Logistik und Service in der Einheit vorhanden sind, spricht man von funktional relativ selbständigen Einheiten. Meist sind dann nur Funktionen (und damit auch Mitarbeiter), die dem Gemeinkostenbereich oder sogenannten Corporate Center (Goedhart, Koller & Wessels, 2005, S. 532) zuzurechnen sind, nicht als eigenständige Funktion in der Konzerneinheit selbst etabliert. Dies sind Funktionen wie beispielsweise Rechnungslegung, Personal oder Marketing, aber auch die gemeinsame Forschung und Entwicklung (Klein, 1982, S. 162), die gegen Entgelt von anderen Einheiten oder von extern bezogen werden müssen bzw. müssten. In rechtlich selbständigen Konzerneinheiten bzw. in Profit Centern werden interne Leistungen dabei grundsätzlich „at arm's length“ verrechnet (Caspari & Caspari, 2004, S. 313). Dies gewährleistet in einem solchen Fall häufig hohe Transparenz. Andererseits wird eine gegenseitige Leistungsanspruchnahme im Konzern oft allerdings auch gar nicht oder nicht zu Marktkonditionen verrechnet. Hier besteht teilweise zwar die Möglichkeit, mittels Schlüsselung und Kostenstellen- bzw. Kostenträger-

²² Unter Interdependenzen verstehen Gerbig (1976, S. 143) sowie Haspeslagh und Jemison (1992, S. 166) Wechselbeziehungen zwischen der betrachteten Konzerneinheit und den übrigen Konzerneinheiten.

²³ Damit ist die Realisierung von Synergien ausgeschlossen.

rechnung (Copeland, Koller & Murrin, 2002, S. 364 f.) eine Allokation auf die Konzerneinheit vorzunehmen (Goedhart et al., 2005, S. 532). Inwieweit die derart umgelegten Kosten jedoch den auch nach einer Transaktion entstehenden Kosten gleichen, ist für alle Parteien äußerst fraglich. In den meisten Fällen funktionaler Abhängigkeit, verbunden mit einer Veräußerung der Konzerneinheit, ist demnach ein hohes Maß an Intransparenz gegeben.

Wenn es sich beispielsweise nur um bestimmte Produktionsstätten oder andere Einheiten mit sehr beschränkter funktionaler Selbständigkeit – weil weitere zentrale Funktionen (über die den Gemeinkosten zuzurechnenden Bereiche hinaus) von anderen Konzernbereichen übernommen werden – handelt, spricht man von funktional sehr unselbständigen Einheiten. Hier gilt ebenfalls: Wenn und soweit die Leistungen ‚at arm’s length‘, das heißt zu marktgerechten Verrechnungspreisen (Pfleger, 1996, S. 632), veranschlagt werden, ist eine deutlich höhere Informationstransparenz gegeben als ohne marktnahe Verrechnung.

Neben diesen von Moxter (1961) als „aktive Verbundwirkungen“ bezeichneten Intransparenzerscheinungen sind zusätzlich die sogenannten „passiven Verbundwirkungen“ zu beachten (Meichelbeck, 2005, S. 444–445). Damit sind Verbund- und Synergieeffekte gemeint (Eisenführ, 1971, S. 467; Everling, 1963, S. 204; Küting, 1981, S. 175). Unabhängig davon, ob die Funktion Einkauf in der betrachteten Konzerneinheit vorzufinden ist, kann es, auch bei sonst vollständig selbständigen Einkaufsabteilungen, möglich sein, dass bestimmte Einkaufskonditionen bzw. -preise nur dadurch erzielt werden können, dass der Lieferant auch andere Konzerneinheiten beliefert oder der Konzerneinheit gar lediglich eine bessere Bonitätseinschätzung anmaßt, weil sie Teil des Konzerns ist (Geidner, 2009, S. 141). Gleiches gilt insbesondere vertriebs- bzw. kunden- oder auch finanzierungsseitig. Die Auswirkungen solch passiver Verbundwirkungen auf die Konzerneinheit können dabei von keiner Partei vollumfassend beurteilt werden.

Da es bei einem Konzern-Sell-off um eine Verselbständigung mit gleichzeitigem Verkauf geht, wird die Komplexität des Konzern-Sell-offs insbe-

sondere von der vorliegenden Informationstransparenz beeinflusst. Je mehr Funktionen von der Konzerneinheit selbst übernommen werden, je marktnäher die interne Leistungsverrechnung erfolgt und je geringer die nur äußerst schwer quantifizierbaren passiven Verbundwirkungen sind, desto höher ist die Informationstransparenz der betrachteten Konzerneinheit.

2.2.2.2.3 Finanzielle Unselbständigkeit

Eine in vielen Konzerneinheiten nicht vorhandene Gegebenheit ist die Selbständigkeit in Hinblick auf die Finanzierung – wobei eine Konzerneinheit grundsätzlich drei Arten von Finanzierung erhalten kann (Stein, 1998, S. 1102 ff.): konzernexterne Fremdfinanzierung (Steiner, 1998, S. 421–483; Maier-Reimer, 1998, S. 484–528), konzerninterne Eigenfinanzierung (Scheffler, 1998a, S. 236–240) oder konzerninterne Fremdfinanzierung (Scheffler, 1998b, S. 669–694; Hommelhoff & Kleindiek, 1998, S. 695–716).

Jegliche konzerninterne Finanzverflechtung oder Sicherheitenbereitstellung führt im hiesigen Kontext zu einer finanziellen Unselbständigkeit. Abhängig davon, ob die rechtliche Selbständigkeit²⁴ gegeben ist oder nicht, kann man, wie in Abbildung 15 ersichtlich, verschiedene Arten der finanziellen Unselbständigkeit unterscheiden:

²⁴ Siehe Kapitel 2.2.2.2.1.

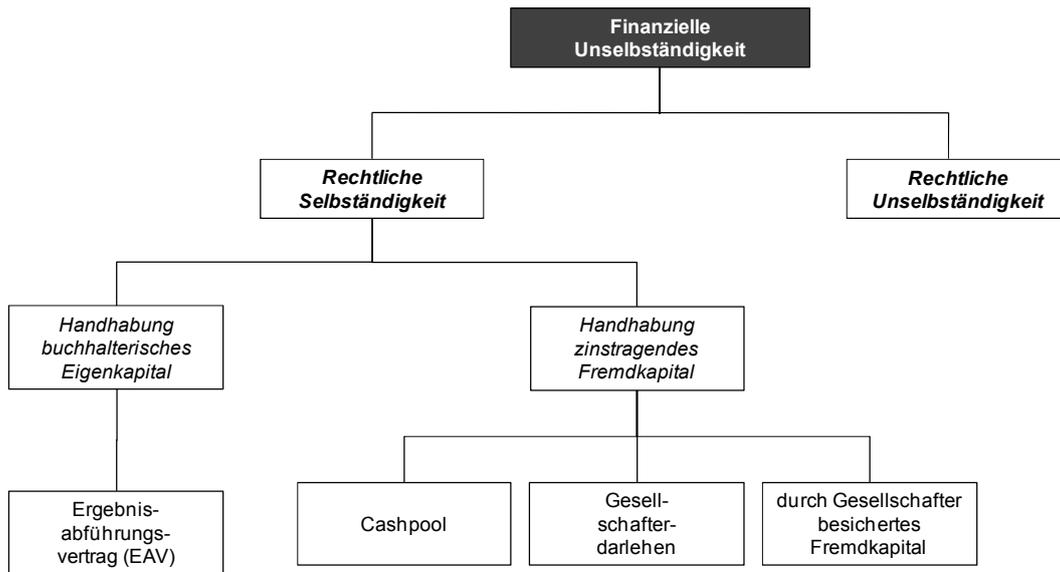


Abbildung 15: Differenzierung der finanziellen Unselbständigkeiten

Ist die Konzerneinheit nicht als eigenständige rechtliche Einheit strukturiert, ist finanzielle Abhängigkeit vollständig gegeben. Einerseits werden alle überschüssigen oder notwendigen Liquiditätsströme mit dem Gesamtkonzern oder einer größeren Einheit verrechnet. Kapital als Eigenkapital ist aufgrund der fehlenden buchhalterischen Gesamterfassung und Erstellung eines Jahresabschlusses der Einheit andererseits niemals direkt notwendig bzw. überschüssig.

Liegt rechtliche Selbständigkeit vor, muss man weiter unterteilen: Betrachtet man das buchhalterische Eigenkapital, liegt finanzielle Selbständigkeit vor, wenn die Gesellschaft sowohl Gewinne als auch Verluste in die Rücklagen einstellt und damit in diesem Zusammenhang nichts von der Verbindung zur Muttergesellschaft spürt. Weniger finanzielle Selbständigkeit liegt vor, wenn zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft ein sogenannter Ergebnisabführungsvertrag (EAV) besteht. Ein EAV bedeutet, dass Gewinne und Verluste durch die Muttergesellschaft ausgeglichen werden (Brück & Sinewe, 2008, S. 305). Die Gesellschaft hat damit theoretisch

stets ein konstantes Eigenkapital.²⁵ Sie kann sich keine Reserven aufbauen, muss jedoch bei Verlusten auch keine bilanzielle Überschuldung befürchten. Inwieweit die Leistung der Konzerneinheit ohne EAV derjenigen mit EAV entspricht, bleibt aufgrund der unmöglichen Überschuldung²⁶ – die allen Stakeholdern einen Vertrauensvorschuss gibt – unbekannt und erhöht die Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs für alle Parteien.²⁷

Andererseits lässt sich die Fremdkapitalsituation betrachten: Grundsätzlich kann eine rechtlich selbständige Konzerneinheit eigenständig Fremdkapital aufnehmen. Existiert kein EAV und besitzt die Tochtergesellschaft Fremdkapital, das nicht mit Sicherheiten der Muttergesellschaft hinterlegt ist, werden die Konditionen des Fremdkapitals – sofern keine passiven Verbundwirkungen²⁸ existieren – marktüblich sein. In diesem Punkt liegt sodann keine finanzielle Unselbständigkeit vor. Existiert jedoch ein EAV bzw. eine Sicherheitenzusage an die Tochtergesellschaft und verfügt diese über Fremdkapital in ihrer eigenen Bilanz, ist eine erhöhte Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs vorzufinden: Wie bereits angedeutet, macht der EAV eine Überschuldung unmöglich, wirkt für die Fremdkapitalgeber daher als Sicherheit²⁹ und lässt eine Fremdkapitalgewährung ohne EAV als äußerst fraglich erscheinen. Gleiches gilt, wenn die Muttergesellschaft den Fremdkapitalgebern eine andere, nicht der Konzerneinheit unmittelbar zuordenbare Sicherheitenzusage gegeben hat.

Des Weiteren gibt es, die Fremdkapitalsituation analysierend, bei rechtlicher Selbständigkeit die Möglichkeit, am sogenannten Cashpool (Goed-

²⁵ Sollte die Tochtergesellschaft nicht über genügend liquide Mittel verfügen, um eine Ausschüttung vorzunehmen, wird bei der Tochtergesellschaft eine Verbindlichkeit gegenüber der Muttergesellschaft bilanziert. Stellt die Muttergesellschaft der Tochtergesellschaft im Rahmen eines Verlustausgleichs keine Liquidität zur Verfügung, wird bei der Tochtergesellschaft eine Forderung gegenüber der Muttergesellschaft gebucht.

²⁶ Soweit die Muttergesellschaft solvent bleibt.

²⁷ Derartige Vorteile der Konzerneinheit werden ebenfalls als passive Verbundwirkungen bezeichnet.

²⁸ Hier ist beispielsweise eine höhere Bonitätseinschätzung nur aufgrund der Tatsache, dass die Einheit Teil des Gesamtkonzerns ist, denkbar. Auch wenn der Fremdkapitalgeber noch mit weiteren Konzerneinheiten Kundenbeziehungen führt, könnte die Fremdkapitalgewährung insgesamt anders aussehen.

²⁹ Bzw. wie eine Patronatserklärung.

hart et al., 2005, S. 534) der Muttergesellschaft angeschlossen zu sein. In diesem Fall wird, ähnlich wie beim EAV, jedoch nicht auf Eigenkapital, sondern auf Liquidität abzielend, dauernd ein Ausgleich der Geldmittel vorgenommen. Ist der Cashflow der Tochtergesellschaft positiv, wird dieser auf die Konti der Muttergesellschaft überwiesen. War der Cashflow negativ, bekommt die Tochtergesellschaft eine Gutschrift auf ihr Konto. Die Tochtergesellschaft hat damit theoretisch stets einen konstanten Betrag an Geldmitteln in der Bilanz.³⁰ Obwohl die rechtliche Selbständigkeit generell die Möglichkeit eröffnet, Fremdkapital aufzunehmen, ist dies bei einer Cashpool-Anbindung zumeist nicht erforderlich. Das Fremdkapital wird häufig ausschließlich über die Muttergesellschaft aufgenommen und über den Cashpool der Tochtergesellschaft zur Verfügung gestellt. Diese Cashpool-Anbindung, die einen Liquiditätsmangel der Konzerneinheit ausschließt³¹, gibt – wie der EAV – allen Stakeholdern dabei grundsätzlich einen Vertrauensvorsprung und lässt es für alle Parteien fraglich erscheinen, wie die Leistung der Konzerneinheit, neben der (Fremdkapital-)Finanzierbarkeit ohne derartiges Sicherheitensubstrat der Muttergesellschaft, ohne Cashpool-Anbindung (nach Transaktion) aussieht.

Als letzte finanzielle Verbindung im Bereich des Fremdkapitals ist das sogenannte Gesellschafterdarlehen zu nennen. Dieses kann als abgeschwächte Cashpool-Vereinbarung angesehen werden. Offiziell wird die Liquidität in diesen Fällen nicht dauernd abgeführt bzw. ausgeglichen. Sollte jedoch von der Tochtergesellschaft Liquidität benötigt werden, wird ein Gesellschafterdarlehen zur Verfügung gestellt – oft aus dem Grund, dass eine alleinige Fremdfinanzierung zu den gleichen Konditionen für die Tochtergesellschaft nicht möglich ist.

Neben den die Informationsintransparenz beeinflussenden finanziellen Unselbständigkeiten im Einzelnen kann darüber hinaus angemerkt werden, dass es ein zusätzliches Problem von EAV, Cashpool-Anbindung,

³⁰ Die Gutschriften bzw. Liquiditätsabführungen der Muttergesellschaft können jedoch bilanziell auch in Verbindlichkeiten bzw. Forderungen gegenüber der Muttergesellschaft erfasst sein.

³¹ Soweit die Muttergesellschaft solvent bleibt.

Gewährung von Gesellschafterdarlehen und Bereitstellung von Sicherheitensubstrat durch die Muttergesellschaft ist, dass sowohl Management als auch Mitarbeiter keine Kapital- und Liquiditätsdisziplin entwickeln können bzw. müssen. Auch dies wirkt sich auf die Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs aus, weil bestimmte wirtschaftliche Prozesse unter Kapital- und Liquiditätsdruck deutlich strenger untersucht werden.

Gesamthaft hat sich also gezeigt, dass die Eigenkapitalsituation betrachtend der EAV und die Fremdkapitalsituation analysierend darüber hinaus die Cashpool-Anbindung, die Gesellschafterdarlehen und die Bereitstellung von Sicherheitensubstrat durch die Muttergesellschaft sowohl die Leistungsfähigkeit als auch die Finanzierbarkeit nach einem Verkauf in Frage stellen können. Die Informationsintransparenz kann erhöht sein.

2.2.2.2.4 Marktunselbständigkeit

Handelte Kapitel 2.2.2.2 von der funktionalen Unselbständigkeit, kann andererseits auch die Marktunselbständigkeit als die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs beeinflussender Faktor genannt werden. Insbesondere ist hier das Vorliegen von externem, das heißt nicht zum Konzern gehörendem Umsatz, maßgebend (Geidner, 2009, S. 142). Konzern-einheiten, die ihre Leistungen frei am Markt verkaufen, sind hinsichtlich Markt- und Wettbewerbsfähigkeit auf selbständiger Basis für alle Parteien deutlich einfacher zu beurteilen als Einheiten, die (ausschließlich) Leistungen an andere Konzerneinheiten bzw. -gesellschaften verkaufen. In diesen Fällen liegt ein erheblicher Grad an Informationsintransparenz vor, da die Verrechnung von Leistungen an andere Konzerneinheiten bzw. Konzerngesellschaften nicht zwangsläufig überhaupt bzw. zu Marktkonditio-

nen erfolgt respektive die Marktfähigkeit der veräußerten Produkte oder des gezeigten Produktvolumens nicht abschließend bewiesen ist.³²

Wie schon bei der funktionalen Abhängigkeit in Kapitel 2.2.2.2.2 sind auch „passive Verbundwirkungen in Form von Synergieeffekten“ (Meichelbeck, 2005, S. 445) zu berücksichtigen. Insbesondere Namen, Marken, Lizenzen oder auch Patente, die einen Marktzugang ermöglichen, sind hier von entscheidender Bedeutung (u. a. Geidner, 2009, S. 88). Deren Nutzenquantifizierung für die Konzerneinheit ist jedoch für alle Beteiligten äußerst schwierig. Einige konzernexterne Kunden mögen potentiell nur Kunden sein bzw. bestimmte Konditionen offerieren, da die Konzerneinheit Teil des großen, vermeintlich zuverlässigeren Gesamtkonzerns ist.³³

Je mehr externer, das heißt nicht zum Konzern gehörender Umsatz von der Konzerneinheit erzielt wird, desto leichter ist eine Aussage über die Markt- und Wettbewerbsfähigkeit der Konzerneinheit möglich und desto geringer ist die Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs. Andererseits gilt auch, dass die Informationsintransparenz deutlich geringer ist, je geringer die Verbund- und Synergieeffekte (Meichelbeck, 2005, S. 445) bzw. passiven Verbundwirkungen sind.

2.2.2.2.5 Physische Unselbständigkeit

Auch die physische Unselbständigkeit spielt bei Konzern-Sell-offs eine Rolle. Es stellt sich generell die Frage, ob die Konzerneinheit in den Räumlichkeiten einer anderen, zum Konzern gehörenden Einheit wirt-

³² Als Pendant zur Marktunselbständigkeit ist in diesem Zusammenhang die Frage zu stellen, warum nicht auch eine Lieferantenunselbständigkeit einen wesentlichen Einflussfaktor auf die Informationstransparenz darstellt. Dies wurde vom Autor der vorliegenden Arbeit jedoch ebenfalls in Erwägung gezogen. Einerseits ist die Veräußerung einer nachgelagerten Funktion (z. B. einer Vertriebseinheit) für den Konzern allerdings zumeist nicht sinnvoll. Er würde sich damit unter Umständen einem Absatzkanal bzw. zentraler Kompetenz entledigen. Andererseits, und dies ist die Folge aus dem logischen, soeben dargelegten Grund, ist ein derartiger Konzern-Sell-off empirisch, zumindest in dem untersuchten Datensatz, keinesfalls von Relevanz.

³³ Dies spielt insbesondere bei Produkten mit anschließend zwingend notwendigen Folgeleistungen wie z. B. Service eine große Rolle.

schaftet und dafür Mietaufwendungen zurechenbar sind oder eine eigene Immobilie an einem separaten Standort besitzt oder mietet.

Einerseits ist die finanzielle Informationstransparenz bei eigenen Räumlichkeiten bzw. klarer Zurechenbarkeit von Mietaufwendungen dabei deutlich größer als ohne eigene Räumlichkeiten, bei denen Mietaufwendungen zwar teilweise zuordenbar, jedoch oft schwer vergleichbar sind. Auch Umzugskosten, die im Rahmen der Ausgliederung anfallen, müssen in der Erfolgsrechnung gegebenenfalls gedanklich berücksichtigt werden.

Andererseits ist die Einschätzbarkeit von Unternehmenskultur und Geschäftsprozessen bei Räumlichkeiten des Konzerns deutlich intransparenter. Wie die Mitarbeiter an einem vom Konzern vollständig getrennten Standort denken und arbeiten, ist für alle Parteien fraglich. Eine Einbettung in ein kulturelles Umfeld beim Mutterkonzern könnte dabei z. B. einerseits zu fehlender Motivation der Mitarbeiter aufgrund des vermeintlich sicheren Arbeitsplatzes oder andererseits möglicherweise zu einer erhöhten Motivation aufgrund von Wettbewerbsverhalten zwischen bestimmten Mitarbeitern führen. Die Quantifizierung solcher oft zwischenmenschlichen Charakteristika ist jedoch nicht genau möglich.

Somit beeinflusst die physische Unselbständigkeit aufgrund von teilweise nicht zurechenbarem Immobilieneigentum oder Mietaufwendungen und der fehlenden Einschätzbarkeit der Unternehmenskultur und Geschäftsprozesse die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs.

2.2.2.2.6 Unselbständigkeit des Managements

Sowohl das Vorhandensein von eigenem Management als auch die Intention des Managements sind für die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs von großer Bedeutung. Gleiches gilt für alle leitenden Mitarbeiter. Dies wird als Selbständigkeit des Managements bezeichnet.

Je kleiner die Konzerneinheit und je stärker die Einbindung der Konzerneinheit in den Konzernverbund, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit,

dass es für die zu veräußernde Einheit kein eigenes Management mit alleiniger Erfolgsverantwortung gibt bzw. keine ausschließlich der Konzerneinheit zuordenbaren leitenden Mitarbeiter existieren. In solchen Fällen stellt sich die Frage, inwieweit das Management die Profitabilität der Konzerneinheit – aufgrund von weiteren Verantwortlichkeiten außerhalb der zu veräußernden Konzerneinheit – bestmöglich steigern konnte. Auch ist in Konzern-Sell-offs stets fraglich, ob leitende Führungspersönlichkeiten und Mitarbeiter Interesse an einer Ausgliederung haben und damit für deren neuen Eigentümer versuchen, die maximale Transaktionstransparenz herzustellen und die Ausgliederung und Weiterentwicklung mit voranzutreiben, oder lieber weiterhin Mitarbeiter des Großteils als sicherer angesehenen, da bereits gewohnt, Konzerns verbleiben wollen. Dieses Risiko des Know-how-Abflusses ist für einen Käufer substantiell, da dieser die abwandernden Kompetenzen meist nicht unmittelbar ersetzen kann (Geidner, 2009, S. 89–90).

Je höher die Selbständigkeit des Managements und der leitenden Mitarbeiter und je stärker deren Wille, bei der Konzerneinheit zu verbleiben bzw. sich ihr vollständig anzugliedern, desto geringer ist die Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs.

2.2.2.3 Mangelnde Anwendbarkeit der Prinzipal-Agenten-Theorie aufgrund des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems

In Kapitel 2.2.1 wurde unter Informationsasymmetrien grundsätzlich verstanden, dass ein Agent, als ausführende Partei, Informationsvorsprünge gegenüber einem Prinzipal, als Auftraggeber, hat. Es wurde gezeigt, dass derartige Informationsasymmetrien zentraler Bestandteil der Prinzipal-Agenten-Theorie sind.

Im speziellen Fall von Konzern-Sell-offs hat sich in Kapitel 2.2.2 bisher jedoch gezeigt, dass verschärfte Informationsasymmetrien vorliegen, da der Konzern, als Agent, bei Transaktionsgesprächen, z. B. mit einer Beteili-

gungsgesellschaft als Prinzipal, in einigen Bereichen einen äußerst starken Informationsvorsprung haben kann. Außerdem wurde ersichtlich, dass nicht ausschließlich Informationsasymmetrien vorliegen. Auch Informationsmängel, die im besonderen Fall von Konzern-Sell-offs beide Parteien betreffen, da auch der sonst als Agent zu bezeichnende Verkäufer einige Informationen die Selbständigkeit der Konzerneinheit betreffend selber nicht vorliegen hat, können bei Konzern-Sell-off-Transaktionen auftreten.

Diese Problematik des Vorliegens bestimmter Unselbständigkeiten bzw. daraus resultierender Informationsintransparenzen, das heißt Informationsasymmetrien³⁴ bzw. -mängel³⁵, wird im Folgenden als Konzern-Sell-off-spezifisches Ex-ante-Informationsproblem verstanden.

Verschärfte Informationsasymmetrien bzw. insbesondere Informationsmängel können dabei nicht als Teil der Prinzipal-Agenten-Theorie angesehen und daher nicht durch diese erklärt werden. Das bei Konzern-Sell-offs vorliegende Informationsproblem geht also über in allen Unternehmenstransaktionen vorzufindende Informationsasymmetrien bzw. über die klassische Prinzipal-Agenten-Problematik hinaus. Für ein derartiges Ex-ante-Informationsproblem sind in der Literatur bislang entwickelte Modelle bzw. Ex-ante-Lösungsansätze (wie Signaling etc.) nicht entsprechend anwendbar. Es muss ein anderer Lösungsansatz für den Umgang mit dem Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblem erarbeitet werden. Zunächst wird im Folgenden allerdings die empirische Relevanz der Einflussfaktoren und damit des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems ergänzend bewiesen.

³⁴ Zum Beispiel bei Ressourcenverflechtungen mit Verrechnungspreismanipulation.

³⁵ Zum Beispiel im Hinblick auf Markterfahrungen der Produkte, falls von der Konzerneinheit (vor der Transaktion) kein konzernexterner Umsatz getätigt werden sollte.

2.2.2.4 Empirische Analyse der Relevanz der Unselbständigkeiten mittels eines Datensatzes einer ausgewählten Beteiligungsgesellschaft

2.2.2.4.1 Methode der Datenerhebung

Auf Basis der in Kapitel 2.2.2.2 dargestellten Einflussfaktoren auf die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs wird im Folgenden eine Praxiserhebung dargelegt: Das Ziel der Darstellung ist es, durch Analyse eines Praxisdatensatzes an dieser Stelle die Verbindung zur Praxis aufzuzeigen. Sämtliche Daten stammen von einer auf die Übernahme von Konzerneinheiten spezialisierten, ausgewählten Beteiligungsgesellschaft im deutschsprachigen Raum, deren Name an dieser Stelle nicht veröffentlicht werden soll.

Die Ausprägungen der rechtlichen, funktionalen, finanziellen, Markt- und physischen Unselbständigkeit sowie der Unselbständigkeit des Managements wurden aus von Konzernen bereitgestellten Verkaufsprospekten (Informationsmemorandums) von 80 Konzern-Sell-offs bzw., falls notwendig, vom Verkäufer auf Nachfrage bereitgestellten Ergänzungsunterlagen zusammengetragen und für die Analyse herangezogen. Im Speziellen erfolgte die Datenerhebung der 80 Konzerneinheiten, die sich ungefähr gleichmäßig über die Jahre 2006 bis 2009 verteilen und jeweils Jahresumsätze zwischen 10 Millionen Euro und 300 Millionen Euro erwirtschafteten, folgendermaßen:

Einflussfaktor	Ausprägung
Rechtliche Unselbständigkeit	0, falls die Konzerneinheit rechtlich nicht selbständig 1, falls die Konzerneinheit rechtlich selbständig
Funktionale Unselbständigkeit 1) <i>Wesentliche Wertschöpfungsstufen (insbesondere Einkauf, Produktion, Vertrieb o. Ä.)</i> 2) <i>Wesentliche Unterstützungsfunktionen (insbesondere Marketing, Rechnungswesen, Personal o. Ä.)</i> 1) + 2) Aggregierte funktionale Unselbständigkeit	0 bis 100% im Bereich der wesentlichen Wertschöpfungsstufen (0%, falls die Konzerneinheit keine wesentlichen Unternehmensfunktionen besitzt; 100%, falls die Konzerneinheit alle notwendigen Unternehmensfunktionen besitzt) 0 bis 100% im Bereich der Unterstützungsfunktionen (0%, falls die Konzerneinheit keine unterstützenden Unternehmensfunktionen besitzt; 100%, falls die Konzerneinheit alle unterstützenden Unternehmensfunktionen besitzt) 0, falls aggregierte Prozentzahl der wesentlichen Wertschöpfungsstufen und der Unterstützungsfunktionen kleiner oder gleich 150% 1, falls aggregierte Prozentzahl der wesentlichen Wertschöpfungsstufen und der Unterstützungsfunktionen größer 150%
Finanzielle Unselbständigkeit 1) <i>Ergebnisabführungsvertrag (EAV)</i> 2) <i>Cashpool-Vereinbarung</i> 3) <i>Gesellschafterdarlehen</i>	0, falls die Konzerneinheit keinen EAV besitzt 1, falls die Konzerneinheit einen EAV besitzt 0, falls die Konzerneinheit keine Cashpool-Anbindung besitzt 1, falls die Konzerneinheit eine Cashpool-Anbindung besitzt 0, falls die Konzerneinheit kein Gesellschafterdarlehen besitzt 1, falls die Konzerneinheit ein Gesellschafterdarlehen besitzt

<p>4) <i>Vorhandensein von durch die Muttergesellschaft besichertem Fremdkapital</i></p> <p>1) + 2) + 3) + 4) Aggregierte finanzielle Unselbständigkeit</p>	<p>0, falls die Konzerneinheit kein von der Muttergesellschaft besichertes Fremdkapital in der eigenen Bilanz besitzt 1, falls die Konzerneinheit von der Muttergesellschaft besichertes Fremdkapital in der eigenen Bilanz besitzt</p> <p>0, falls 1) + 2) + 3) + 4) größer oder gleich 1 1, falls 1) + 2) + 3) + 4) kleiner 1</p>
<p><i>Marktunselbständigkeit</i></p>	<p>0, falls konzernexterner Umsatz der Konzerneinheit kleiner oder gleich 80% des Gesamtumsatzes 1, falls konzernexterner Umsatz der Konzerneinheit größer 80% des Gesamtumsatzes</p>
<p><i>Physische Unselbständigkeit</i></p>	<p>0, falls die Konzerneinheit physisch nicht selbständig ist (keine eigene oder gemietete Immobilie oder eigene oder gemietete Immobilie mit Distanz zum Mutterkonzern kleiner oder gleich 10 Kilometer) 1, falls die Konzerneinheit physisch selbständig ist (eigene oder gemietete Immobilie mit Distanz zum Mutterkonzern größer 10 Kilometer)</p>
<p><i>Unselbständigkeit des Managements</i></p>	<p>0, falls das Management der Konzerneinheit nicht selbständig ist 1, falls das Management der Konzerneinheit selbständig ist</p>

Tabelle 2: Ausprägungsformen der Einflussfaktoren in der Datenerhebung

Aufgrund der begrenzten Ausprägungsformen in allen Einflussfaktoren und um die Vergleichbarkeit möglichst groß zu machen, werden alle Einflussfaktoren, wie aus Tabelle 2 ersichtlich, gesamthaft binär erhoben. Dies gilt auch für Faktoren, die grundsätzlich mehr als zwei Ausprägungsformen annehmen können. Dabei ist es in einzelnen Faktoren zusätzlich erforderlich, bestimmte subjektive Faktoren bzw. Schwellenwerte zu setzen.

Stünde die Datenerhebung im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit und würden daraus direkt zentrale Hypothesen bzw. Handlungsempfehlungen abgeleitet, wäre das hier durchgeführte binäre Erhebungsverfahren als nicht akzeptabel einzustufen – insbesondere, da das Ergebnis je nach Schwellenwert bzw. subjektiver Einschätzung potentiell anders aussehen könnte. In diesem Fall müssten bzw. sollten verschiedene Selbständig- bzw. Abhängigkeitsstufen ermittelt und im Detail analysiert werden. Das Problem einer detaillierteren Auswertung ist jedoch das deutlich größere Informationserfordernis. Da für die analysierten Konzern-Sell-offs aufgrund der Heterogenität der untersuchten Konzern-Sell-offs und der strengen Vertraulichkeit der Daten nicht derart detaillierte Informationen zur Verfügung stehen, ist eine solche Analyse nicht möglich.

Da das Ziel dieser Erhebung darin besteht, einen Überblick über die Ausprägungsformen zu bekommen, und die Datenerhebung lediglich ergänzend zur Verdeutlichung der Praxisrelevanz fungiert – und es nicht das Bestreben ist, bestimmte Daten mit maximaler Genauigkeit und statistischer Signifikanz zu erheben – soll und muss dies als ausreichend angesehen werden.

Rechtliche Unselbständigkeit

Bei der rechtlichen Unselbständigkeit erhält ein Unternehmen in der binären Skala eine 0, falls keine rechtliche Selbständigkeit vorliegt. Anders herum wird eine 1 gesetzt, sollte die Konzerneinheit rechtlich selbständig sein.

Funktionale Unselbständigkeit

Die funktionale Selbständigkeit wird, in Anlehnung an Porter (2008, S. 75), nach wesentlichen Wertschöpfungsstufen und Unterstützungsfunktionen unterteilt. Dies ist in Abbildung 16 ersichtlich:

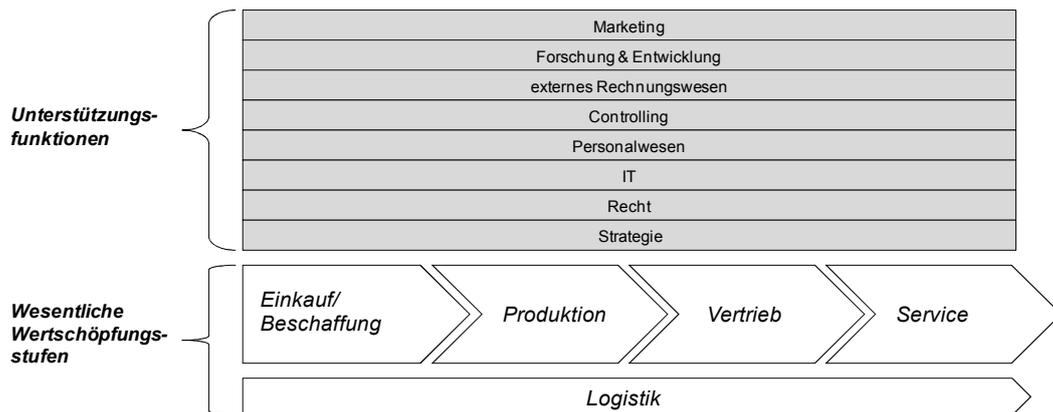


Abbildung 16: Wertschöpfungskette nach Porter

Quelle: In Anlehnung an Porter, 2008, S. 75.

Als wesentliche Wertschöpfungsstufen werden dabei Einkauf, Produktion, Vertrieb, Service und Logistik verstanden, soweit das Geschäftsmodell diese zentralen Wertschöpfungsstufen benötigt.³⁶ Abhängig von der Anzahl der vorhandenen wesentlichen Wertschöpfungsstufen und der vom Mutterkonzern für die Konzerneinheit übernommenen wesentlichen Wertschöpfungsstufen ergibt sich ein prozentualer Anteil der vorhandenen wesentlichen Wertschöpfungsstufen:

$$\frac{\text{Anzahl vorhandener wesentlicher WS-Stufen}}{\text{Anzahl vorhandener} + \text{vom Mutterkonzern übernommener wesentlicher WS-Stufen}} \quad (2-1)$$

³⁶ Als Beispiel, wo diese zentralen Wertschöpfungsstufen nicht derart notwendig sind, ist das Dienstleistungsgeschäft zu nennen. Beispielsweise in einer IT-Beratung sind lediglich die Produktion und der Vertrieb als wesentliche Wertschöpfungsstufen anzusehen.

Unterstützungsfunktionen sind insbesondere Marketing, Forschung & Entwicklung, externes Rechnungswesen, Controlling, Personalwesen, IT-Unterstützung sowie die Rechts- und Strategiefunktion. Die Ermittlung erfolgt analog der Ermittlung bei den wesentlichen Wertschöpfungsstufen:

$$\frac{\text{Anzahl vorhandener Unterstützungsfunktionen}}{\text{Anzahl vorhandener + vom Mutterkonzern übernommener Unterstützungsfunktionen}} \quad (2-2)$$

Sind die beiden prozentualen Anteile, das heißt für die wesentlichen Wertschöpfungsstufen und die Unterstützungsfunktionen, ermittelt, wird ein subjektiver Schwellenwert gesetzt: Ergeben die addierten prozentualen Anteile einen Wert größer 150 Prozent (von möglichen 200 Prozent), soll Selbständigkeit angenommen werden. Es wird eine 1 gesetzt. Ist die zusammengesetzte Größe kleiner oder gleich 150 Prozent, soll von funktionaler Unselbständigkeit gesprochen werden. In diesem Fall zeigt sich eine 0.

Wie schon weiter oben dargelegt, ist das Setzen eines solch subjektiven Schwellenwerts fraglich. Es kann stets die Frage gestellt werden, warum ein Konzern-Sell-off mit einem aggregierten Wert von 150 als unselbständig angesehen wird, verglichen mit einer Konzerneinheit, deren Addition der zwei Werte einen Wert von 151 ergibt. Diese Kritik ist berechtigt und kann nicht von der Hand gewiesen werden. Es soll jedoch nochmals darauf hingewiesen werden, dass die Datenerhebung lediglich die Praxisrelevanz von Konzern-Sell-off-Abhängigkeiten verdeutlichen soll. Es kann aufgrund der beschränkten, heterogenen Datenlage nicht erreicht werden, eine statistisch vollständig repräsentative Auswertung zu generieren.

Finanzielle Unselbständigkeit

Hinsichtlich finanzieller Unselbständigkeit werden in der Datenerhebung vier Kriterien abgefragt, die entweder vorhanden oder nicht vorhanden sein können. Wie schon bei der rechtlichen Unselbständigkeit kann das

Binärsystem daher als angemessen angesehen werden. Es zeigt sich keine Umrechnungsschwierigkeit wie bei der oben beschriebenen funktionalen Unselbständigkeit.

Die vier abgefragten Kriterien sind die Verbindung mit der Muttergesellschaft über einen EAV, eine Cashpool-Anbindung bei der Muttergesellschaft, etwaige Darlehen der Muttergesellschaft und die Fremdkapitaldeckung der Konzerneinheit über Sicherheiten der Muttergesellschaft. Die vier Kriterien können stets vorliegen (1) oder nicht (0).³⁷ Nur wenn in allen vier Kriterien eine 0 ersichtlich ist, kann von finanzieller Selbständigkeit gesprochen werden. In diesem Fall erhält der Konzern-Sell-off eine 1 für finanzielle Selbständigkeit.

Marktunselbständigkeit

Im Bereich Marktunselbständigkeit wird ebenfalls eine binäre Ausprägung ermittelt.³⁸ Die Berechnung geschieht dabei nach folgender Formel:

$$\frac{\text{Konzernexterner Umsatz des zuletzt abgeschlossenen Geschäftsjahrs}}{\text{Gesamtumsatz des zuletzt abgeschlossenen Geschäftsjahrs}} \quad (2-3)$$

Ist die dadurch ermittelte Prozentgröße größer 80 Prozent, soll Marktselbständigkeit vorliegen (1). Liegt die errechnete Größe bei kleiner oder gleich 80 Prozent, ist gemäß diesem Schwellenwert keine Marktselbständigkeit vorhanden (0).

³⁷ Eine Besonderheit bzw. lineare Abhängigkeit ist jedoch gegeben: Wenn keine rechtliche Selbständigkeit vorliegt, sind quasi immer ein EAV, eine Cashpool-Anbindung, möglicherweise ein Gesellschafterdarlehen und niemals von der Muttergesellschaft besichertes Fremdkapital vorhanden. Das Ergebnis der aggregierten finanziellen Unselbständigkeit ist bei fehlender rechtlicher Selbständigkeit daher immer 0.

³⁸ Da Details zum Eigentum von Namen, Marken, Lizenzen oder Patenten (siehe Kapitel 2.2.2.2.4), als die passiven Verbundwirkungen beeinflussende Faktoren, nicht für alle Konzerneinheiten des Datensatzes vorlagen, kann dies nicht ergänzend erhoben werden.

Ähnlich wie bei der funktionalen Unselbständigkeit ist auch dieser Schwellenwert von 80 Prozent subjektiv gewählt. Es scheint jedoch Sinn zu machen, dass dieser Schwellenwert vergleichsweise hoch angesetzt werden muss, wenn man die Wettbewerbs- und Marktfähigkeit des Konzern-Sell-offs beurteilen möchte. Auch hier kann die Kritik nicht abgewiesen werden, dass ein Konzern-Sell-off mit einem Wert von 80 Prozent nicht signifikant anders einzuschätzen ist als ein Konzern-Sell-off mit einem Wert von 81 Prozent. Um jedoch einen Überblick über die Marktunselbständigkeiten der untersuchten Konzern-Sell-offs zu bekommen, musste ein bestimmter Schwellenwert gesetzt werden. Für die ergänzend fungierende Datenanalyse soll bzw. muss diese Kritik akzeptiert und als Gegebenheit hingenommen werden.

Physische Unselbständigkeit

Die physische Unselbständigkeit ist ein schwer zu erhebendes Kriterium und daher auch mit einer willkürlichen Komponente behaftet. Dies liegt insbesondere daran, dass das Kriterium der physischen Unselbständigkeit erfassbare Größen wie Mietaufwendungen, Immobilieneigentum oder Distanz der Räumlichkeiten zu anderen Bereichen der Muttergesellschaft, aber auch nicht erfassbare Größen wie die der kulturellen Unselbständigkeit, die sich zum Teil aufgrund der Entfernung zum Mutterkonzern ergibt, beinhaltet.

Aufgrund dieser Situation wurde festgelegt, dass ein Konzern-Sell-off genau dann als physisch selbständig einzustufen ist (1 für physische Selbständigkeit), wenn er eine eigene Immobilie besitzt bzw. mietet und diese mehr als zehn Kilometer vom nächstgelegenen Standort der Muttergesellschaft entfernt ist. In allen anderen Fällen wird eine 0 für physische Unselbständigkeit vermerkt. Dies ist eine fragliche, scharf zu kritisierende Festlegung, wird jedoch als die das Kriterium der physischen Unselbständigkeit am allumfassendsten aufnehmende Festlegung angesehen. Aufgrund der lediglich komplementären Funktion der Datenerhebung für die vorliegende Arbeit soll diese Kritik ebenfalls vernachlässigt werden.

Unselbständigkeit des Managements

Die Unselbständigkeit des Managements ist gegeben, wenn zwei Kriterien erfüllt sind: Erstens müssen die für die Konzerneinheit verantwortlichen Führungspersonen (vor einem möglichen Verkauf) ausschließlich für die Leitung der Konzerneinheit verantwortlich sein. Führungspersonen, die beispielsweise mehrere Konzerneinheiten gleichzeitig verantworten, werden nicht als selbständig angesehen. Zweitens muss für einen potentiellen Käufer die Möglichkeit bestehen, das selbständige Management mit zu erwerben bzw. mit diesem auch nach einer Transaktion weiter zu arbeiten. Sind beide objektiv gegeben, jedoch subjektiv (und daher kritisierbar) zusammengeführten Tatbestände vorzufinden, soll im Rahmen der Datenerhebung bzw. -analyse von Selbständigkeit des Managements (1) gesprochen werden. In anderen Fällen ist keine Selbständigkeit des Managements vorliegend, was einer 0 entspricht.

Die Erhebung gemäß den in Tabelle 2 dargestellten Kriterien bzw. Ausprägungsformen führte zu dem im Folgenden in Abbildung 17 dargestellten Datensatz:

Datenerhebung

Zielobjekt	Einflussfaktoren Zielobjekt												
	Rechtliche Unselbständigkeit	Funktionale Unselbständigkeit			Finanzielle Unselbständigkeit					Markt- unselbständigkeit		Physische Unselbständigkeit	Unselbständigkeit Management
		Konzern-Sell-off (anonymisiert)	vorhandene WS-Stufen (%)	vorhandene Overhead-Stufen (%)	AGGREGIERT: (WS+Overhead > 150%)? (0/1)	1: EAV? (0/1)	2: Cashpool? (0/1)	3: Gesellschafter- darlehen? (0/1)	4: Besichertes FK vorhanden? (0/1)	AGGREGIERT: (1+2+3+4) < 1? (0/1)	Konzernexterne Umsätze (%)	TRANSFORMIERT: (Umsatz > 80%)? (0/1)	Distanz zur Mutter größer als 10 km? (0/1)
1	1	75%	43%	0	1	1	0	0	0	96%	1	1	1
2	1	100%	100%	1	0	0	1	0	0	91%	1	0	1
3	1	100%	75%	1	0	1	1	0	0	100%	1	1	1
4	1	100%	88%	1	0	0	0	0	1	94%	1	1	1
5	1	66%	0%	0	0	1	1	0	0	100%	1	1	0
6	0	80%	38%	0	1	1	1	0	0	46%	0	0	0
7	1	100%	100%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	0
8	1	100%	88%	1	0	1	1	1	0	100%	1	1	1
9	1	80%	50%	0	0	0	1	0	0	79%	0	1	0
10	0	50%	0%	0	1	1	1	0	0	0%	0	0	1
11	1	100%	71%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
12	0	66%	0%	0	1	1	1	0	0	100%	1	0	1
13	1	80%	29%	0	1	1	1	0	0	75%	0	1	1
14	1	100%	88%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
15	1	100%	75%	1	0	0	0	0	1	100%	1	1	0
16	1	100%	100%	1	0	0	1	0	0	88%	1	1	1
17	1	100%	50%	0	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
18	1	80%	50%	0	0	0	0	1	0	70%	0	1	1
19	1	100%	88%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
20	0	80%	29%	0	1	1	1	0	0	79%	0	0	1
21	0	80%	50%	0	1	1	1	0	0	100%	1	1	1
22	1	100%	100%	1	0	0	0	1	0	100%	1	1	1
23	1	100%	50%	0	0	1	1	0	0	66%	0	1	1
24	1	100%	88%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
25	0	100%	50%	0	1	1	1	0	0	48%	0	0	1
26	0	66%	29%	0	1	1	1	0	0	94%	1	0	1
27	0	100%	75%	1	1	1	1	0	0	100%	1	0	1
28	1	100%	100%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	0
29	0	50%	50%	0	1	1	1	0	0	73%	0	0	1
30	1	100%	75%	1	1	1	1	0	0	78%	0	1	0
31	1	100%	86%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
32	1	80%	88%	1	0	0	0	1	0	100%	1	1	1
33	0	50%	25%	0	1	1	1	0	0	100%	1	1	1
34	1	66%	50%	0	0	0	1	0	0	100%	1	1	0
35	0	50%	50%	0	1	1	1	0	0	72%	0	0	1
36	0	80%	25%	0	1	1	1	0	0	100%	1	0	1
37	1	100%	86%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
38	0	25%	0%	0	1	1	1	0	0	11%	0	0	1
39	1	100%	100%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
40	0	80%	14%	0	1	1	1	0	0	69%	0	0	1

Datenerhebung

Zielobjekt	Einflussfaktoren Zielobjekt												
	Rechtliche Unselbständigkeit	Funktionale Unselbständigkeit			Finanzielle Unselbständigkeit					Markt-unselbständigkeit		Physische Unselbständigkeit	Unselbständigkeit Management
	Konzern-Sell-off (anonymisiert)	vorhandene WS-Stufen (%)	vorhandene Overhead-Stufen (%)	AGGREGIERT: (WS+Overhead > 150%)? (0/1)	1: EAV? (0/1)	2: Cashpool? (0/1)	3: Gesellschafter-darlehen? (0/1)	4: Besichertes FK vorhanden? (0/1)	AGGREGIERT: (1+2+3+4) < 1? (0/1)	Konzernexterne Umsätze (%)	TRANSFORMIERT: (Umsatz > 80%)? (0/1)	Distanz zur Mutter größer als 10 km? (0/1)	Management selbständig? (0/1)
41	1	60%	57%	0	0	0	1	1	0	80%	0	1	1
42	0	100%	88%	1	1	1	1	0	0	90%	1	0	1
43	1	60%	43%	0	1	1	1	0	0	12%	0	1	1
44	1	100%	71%	1	0	1	1	0	0	19%	0	1	1
45	0	33%	13%	0	1	1	1	1	0	0%	0	0	0
46	1	100%	63%	1	0	0	1	0	0	77%	0	1	1
47	0	75%	25%	0	1	1	1	1	0	94%	1	0	1
48	1	100%	88%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
49	0	80%	75%	1	1	1	1	0	0	77%	0	0	1
50	0	100%	50%	0	1	1	1	0	0	100%	1	1	1
51	1	100%	100%	1	0	0	0	0	1	84%	1	1	1
52	1	100%	100%	1	0	0	0	0	1	100%	1	1	1
53	1	100%	100%	1	0	0	0	0	1	100%	1	1	1
54	1	100%	100%	1	0	0	0	0	1	100%	1	1	1
55	0	80%	57%	0	1	1	1	0	0	100%	1	1	0
56	1	100%	88%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
57	1	100%	100%	1	0	1	1	0	0	100%	1	1	0
58	1	100%	100%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
59	0	100%	43%	0	1	1	1	0	0	98%	1	1	0
60	1	100%	75%	1	0	0	0	0	1	100%	1	1	1
61	1	100%	71%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
62	1	100%	88%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
63	1	33%	50%	0	1	1	0	0	0	100%	1	1	0
64	1	80%	50%	0	1	1	0	1	0	100%	1	1	1
65	0	80%	50%	0	1	1	1	0	0	0%	0	0	1
66	1	80%	86%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	1
67	0	50%	0%	0	1	1	1	0	0	29%	0	0	1
68	1	66%	14%	0	0	0	0	0	1	48%	0	0	1
69	1	80%	50%	0	1	1	1	0	0	100%	1	0	1
70	1	100%	50%	0	1	1	0	0	0	100%	1	1	1
71	1	100%	75%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
72	0	33%	0%	0	1	1	1	0	0	0%	0	1	1
73	1	100%	88%	1	0	0	1	0	0	61%	0	1	1
74	1	100%	100%	1	0	0	1	1	0	100%	1	1	1
75	1	80%	71%	1	1	1	0	0	0	76%	0	0	1
76	1	100%	88%	1	0	1	0	0	0	100%	1	0	1
77	1	100%	86%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	0
78	1	100%	88%	1	0	0	1	0	0	100%	1	1	0
79	1	100%	75%	1	0	0	1	0	0	100%	1	0	1
80	1	100%	100%	1	0	0	1	0	0	55%	0	1	1

Abbildung 17: Übersicht der Erhebung bzw. des Datensatzes

2.2.2.4.2 Deskriptive Statistik der Daten einer ausgewählten Beteiligungsgesellschaft

Um die erhobenen Daten für den Leser anschaulich aufzuarbeiten, zeigt dieses Kapitel einige deskriptive Statistiken. Dabei steht die Darstellung der aggregierten Unselbständigkeit pro Einflussfaktor im Vordergrund.

Häufigkeitsverteilungen in den einzelnen Einflussfaktoren



Abbildung 18: Statistische Verteilung der rechtlichen Unselbständigkeit

Bezogen auf das Einflusskriterium der rechtlichen Unselbständigkeit hat die Datenerhebung ergeben, dass ca. 70 Prozent der untersuchten Konzern-Sell-offs rechtlich selbständig waren.³⁹ Der überwiegende Teil an Konzern-Sell-offs wurde demnach als (direkte oder indirekte⁴⁰) Tochtergesellschaft des veräußernden Konzerns, zumeist in Form der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), haftungsbeschränkter Kommanditgesellschaft (GmbH & Co. KG) oder Aktiengesellschaft (AG), geführt. Für die übrigen ca. 30 Prozent gilt, dass es sich um Abteilungen oder andere

³⁹ Siehe Abbildung 18.

⁴⁰ Oft sind in derartigen Konzernen komplexe Holdingstrukturen vorzufinden.

rechtlich nicht selbständige Divisionen, Geschäftsbereiche bzw. Einheiten des veräußernden Konzerns handelte.

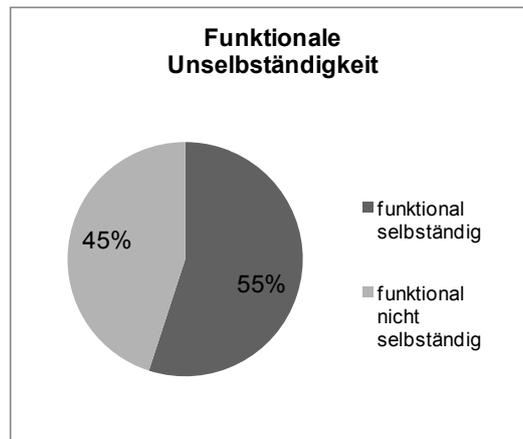


Abbildung 19: Statistische Verteilung der funktionalen Unselbständigkeit

Wie in Abbildung 19 zu sehen, konnte ca. die Hälfte (bzw. 55 Prozent) aller untersuchten 80 Konzern-Sell-offs funktionale Selbständigkeit vorweisen. Dies bedeutet, dass lediglich knapp die Hälfte der untersuchten Transaktionen im Bereich der wesentlichen (insbesondere Einkauf, Produktion, Vertrieb o. Ä.) und unterstützenden Unternehmensfunktionen⁴¹ (vor allem Marketing, Rechnungswesen, Personal o. Ä.) derart ausgestattet ist, dass von einer funktionalen Selbständigkeit gesprochen werden kann.

Durchschnittlich waren bei den analysierten Konzern-Sell-offs dabei 86 Prozent der wesentlichen Wertschöpfungsstufen und 63 Prozent der unterstützenden Unternehmensfunktionen vorhanden. Nimmt man diese Durchschnittswerte und beurteilt sie in Kombination, wäre ein Konzern-Sell-off mit derartigen Charakteristika im Bereich der vorhandenen Unternehmensfunktionen als funktional nicht selbständig einzustufen.⁴²

⁴¹ Siehe Tabelle 2.

⁴² Die Addition von 86 Prozent im Bereich der wesentlichen Wertschöpfungsstufen und 63 Prozent im Bereich der unterstützenden Wertschöpfungsstufen ergibt einen Wert von 149 (von möglichen 200). Der Maßstab für funktional selbständige Einheiten liegt – wie in Tabelle 2 beschrieben – bei > 150.



Abbildung 20: Statistische Verteilung der finanziellen Unselbständigkeit

Im Bereich der finanziellen Unselbständigkeit waren nur rund 10 Prozent der untersuchten Transaktionen als eigenständig zu bezeichnen.⁴³ Der Großteil bzw. 72 der 80 analysierten Konzern-Sell-offs ist damit finanziell vom veräußernden Mutterkonzern abhängig. Dies resultiert aus der Tatsache, dass 41 Prozent der untersuchten Konzern-Sell-offs über einen EAV mit der Muttergesellschaft verbunden waren, 50 Prozent an den Cashpool der Muttergesellschaft angeschlossen waren, 79 Prozent generell über Gesellschafterdarlehen der Muttergesellschaft finanziert wurden und 21 Prozent zur externen Fremdkapitalaufnahme Sicherheitssubstrat der Muttergesellschaft zur Verfügung gestellt bekamen.

Da lediglich von finanzieller Selbständigkeit ausgegangen werden kann, wenn keine der erwähnten finanziellen Verflechtungen bzw. Zusammenhänge zum Mutterkonzern vorzufinden sind⁴⁴, ist die Zahl der finanziellen Selbständigkeit mit 10 Prozent entsprechend gering.

⁴³ Siehe Abbildung 20.

⁴⁴ Siehe Tabelle 2.

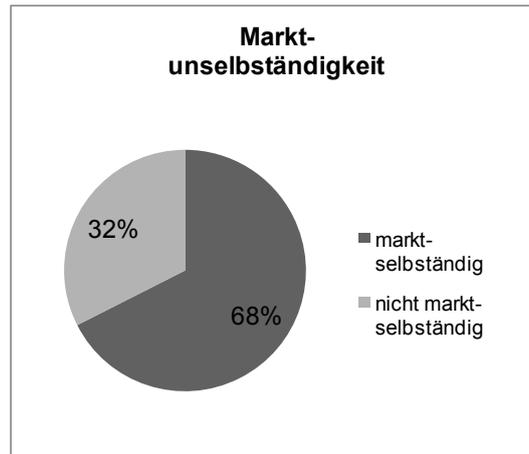


Abbildung 21: Statistische Verteilung der Marktunselbständigkeit

Betrachtet man, wie in Abbildung 21 dargelegt, konzernexterne Umsätze und leitet daraus die Marktunselbständigkeit ab, kann man erkennen, dass in den 80 untersuchten Konzern-Sell-offs ca. 68 Prozent als marktselbständig bezeichnet werden können.⁴⁵ Das bedeutet, dass in ungefähr zwei Drittel der Fälle der konzernexterne Umsatz bzw. die über den freien Markt abgesetzten Leistungen größer als 80 Prozent⁴⁶ waren.

In den übrigen 32 Prozent der analysierten Konzern-Sell-offs wird zumindest ein bedeutender Anteil der Leistungen vom Mutterkonzern bezogen bzw. nicht frei am Markt veräußert. Das Resultat ist demnach, dass die Marktunselbständigkeit deutlich geringer ist als in Fällen, in denen die Leistungen überwiegend den Marktkräften und damit zumeist auch dem Wettbewerb ausgesetzt sind.

⁴⁵ Nicht berücksichtigt werden konnten allerdings passive Verbundwirkungen (siehe Kapitel 2.2.2.2.4).

⁴⁶ Siehe Tabelle 2.

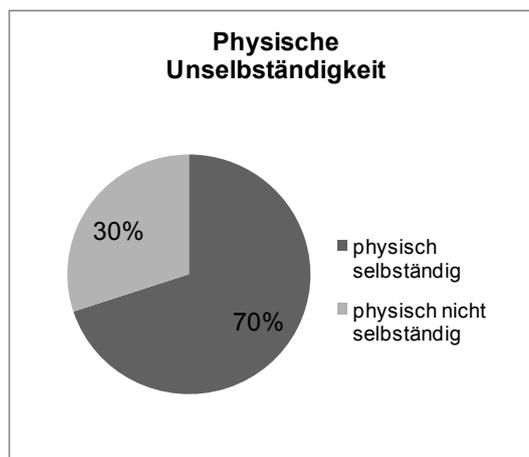


Abbildung 22: Statistische Verteilung der physischen Unselbständigkeit

Von den 80 untersuchten Konzern-Sell-offs sind ca. 70 Prozent als physisch (und damit indirekt auch kulturell) selbständig zu klassifizieren.⁴⁷ Mehr als zwei Drittel befanden sich damit in einem eigenen oder gemieteten Gebäude mit einer räumlichen Distanz von mehr als zehn Kilometern zum Mutterkonzern und erfüllen daher das Kriterium der physischen Selbständigkeit. In diesen Fällen ist davon auszugehen, dass sowohl in finanzieller Hinsicht, das heißt bezüglich Miete oder Eigentum des jeweiligen Konzern-Sell-offs, als auch in kultureller Hinsicht, sprich eigenständigem Denken der Mitarbeiter, von Selbständigkeit im weitesten Sinne gesprochen werden kann.

Die nicht als physisch selbständig einzustufenden 30 Prozent der analysierten Konzern-Sell-offs können dabei sowohl finanziell als auch kulturell als intransparent und unselbständig bezeichnet werden.

⁴⁷ Siehe Abbildung 22.



Abbildung 23: Statistische Verteilung der Unselbständigkeit des Managements

Aus Abbildung 23 wird ersichtlich, dass das Management in 82 Prozent der analysierten Konzern-Sell-offs derart selbständig war, dass es ausschließlich für die Konzerneinheit verantwortlich ist, Teil der Transaktion sein sollte bzw. der Konzerneinheit, wenn vom Käufer gewollt, auch nach Übernahme zur Verfügung steht. Es kann demnach die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die meisten veräußerten Konzerneinheiten über ein autonomes, im Konzernverbund lediglich für die Konzerneinheit verantwortliches Management verfügen, das auch einem potentiellen Käufer – wenn von diesem gewollt – bei einer Veräußerung zur Verfügung steht. Verantwortliche Manager werden in diesen Fällen folglich versuchen, den Transaktionsprozess möglichst transparent und zielführend zu unterstützen.

In 18 Prozent der untersuchten Konzern-Sell-off-Transaktionen dagegen kann nicht von einem selbständigen Management gesprochen werden. In diesen Fällen besitzt die jeweilige Konzerneinheit kein eigenes, lediglich für sie zuständiges, auch nach einer Transaktion potentiell weiter dabei-bleibendes Führungspersonal.

Häufigkeitsverteilungen gesamt

Betrachtet man die Häufigkeitsverteilungen der untersuchten Konzern-Sell-off-Transaktionen, lassen sich 21 verschiedene, unterschiedlich häufig vorzufindende Kombinationen der sechs Einflussfaktoren beobachten. Dies ist in Abbildung 24 ersichtlich:

Absolute Häufigkeiten						
Rechtliche Unselbständigkeit	Funktionale Unselbständigkeit	Finanzielle Unselbständigkeit	Markt-unselbständigkeit	Physische Unselbständigkeit	Unselbständigkeit Management	Absolute Häufigkeit
1	1	0	1	1	1	20
0	0	0	0	0	1	9
1	1	1	1	1	1	6
1	0	0	0	1	1	5
1	1	0	0	1	1	5
1	1	0	1	1	0	5
1	0	0	1	1	1	4
0	0	0	1	0	1	4
1	0	0	1	1	0	3
0	0	0	1	1	1	3
1	1	0	1	0	1	3
0	0	0	0	0	0	2
0	0	0	1	1	0	2
0	1	0	1	0	1	2
1	0	0	0	1	0	1
0	0	0	0	1	1	1
0	1	0	0	0	1	1
1	0	1	0	0	1	1
1	1	0	0	0	1	1
1	0	0	1	0	1	1
1	1	1	1	1	0	1

80

Abbildung 24: Häufigkeitsverteilungen des Datensatzes⁴⁸

Betrachtet man die Häufigkeitsverteilungen, wird ersichtlich, dass in 20 Konzern-Sell-offs bis auf die finanzielle Komponente alle Einflussfaktoren als selbständig vorliegen. In sechs Fällen – dies entspricht der dritthäufigsten Ausprägung in der durchgeführten Datenerhebung – ist darüber hinaus jeder der sechs Einflussfaktoren als selbständig zu klassifizieren.

Am zweithäufigsten sind diejenigen Konzern-Sell-offs, die – lediglich mit Ausnahme der Unselbständigkeit des Managements – in allen Faktoren

⁴⁸ Dabei steht in den Einflussfaktoren eine 0 für Unselbständigkeit und 1 für Selbständigkeit.

als unselbständig einzustufen sind. Dies ist in 9 der 80 untersuchten Konzern-Sell-offs der Fall. Die Situation, in der alle Faktoren – ohne Ausnahme – als unselbständig zu bezeichnen sind, kommt absolut gesehen zweimal im analysierten Datensatz vor.

Die weiteren 43 untersuchten Konzern-Sell-offs weisen andere, unterschiedlich häufig vorkommende Kombinationen von Unselbständigkeiten in den einzelnen Faktoren auf. Zu beobachten ist jedoch, dass folgende Kombinationen, mit jeweils 5 von 80 Konzern-Sell-offs, noch vergleichsweise häufig vorkommen: Dabei handelt es sich erstens um die Kombination aus rechtlicher, physischer und Management-Selbständigkeit bzw. finanzieller, funktionaler und Markt-Unselbständigkeit. Außerdem ist eine Häufigkeit von fünf bei Konzern-Sell-offs, die lediglich in den Einflussfaktoren finanzielle Unselbständigkeit und Marktunselbständigkeit bzw. finanzielle Unselbständigkeit und Unselbständigkeit des Managements als unselbständig klassifiziert und jeweils in den anderen vier Einflussfaktoren als selbständig eingestuft wurden, vorzufinden.

Korrelationen zwischen den Einflussfaktoren

Die folgende Abbildung 25 stellt die Korrelationsmatrix zwischen den sechs Einflussfaktoren in dem oben aufgezeigten Datensatz der Konzern-Sell-off-Transaktionen der Jahre 2006 bis 2009 dar:

Korrelationsmatrix	Rechtliche Unselbständigkeit	Funktionale Unselbständigkeit	Finanzielle Unselbständigkeit	Markt-unselbständigkeit	Physische Unselbständigkeit	Unselbständigkeit Management
Rechtliche Unselbständigkeit	1,00	0,56	0,22	0,30	0,64	-0,01
Funktionale Unselbständigkeit	0,56	1,00	0,22	0,39	0,34	0,11
Finanzielle Unselbständigkeit	0,22	0,22	1,00	0,14	0,13	0,04
Markt-unselbständigkeit	0,30	0,39	0,14	1,00	0,36	-0,11
Physische Unselbständigkeit	0,64	0,34	0,13	0,36	1,00	-0,16
Unselbständigkeit Management	-0,01	0,11	0,04	-0,11	-0,16	1,00

Abbildung 25: Korrelationsmatrix der Einflussfaktoren

Es wird ersichtlich, dass die stärkste Korrelation⁴⁹ zwischen der rechtlichen und physischen Unselbständigkeit besteht. Oft ist daher entweder die Situation vorzufinden, dass eine rechtlich selbständige Einheit auch das Charakteristikum der physischen Selbständigkeit erfüllt oder ein rechtlich nicht selbständiger Konzern-Sell-off auch physisch nicht selbständig ist.

Eine ähnlich starke Korrelation⁵⁰ lässt sich zwischen der rechtlichen und funktionalen Unselbständigkeit vorfinden: Rechtlich nicht selbständige Produktionsstätten beispielsweise weisen naturgemäß lediglich eine Produktion auf und zentrale sowie unterstützende Wertschöpfungsstufen werden von der Muttergesellschaft durchgeführt.

Weitere bedeutende, jedoch deutlich schwächere Korrelationen sind diejenigen zwischen funktionaler Unselbständigkeit und Marktunselbständigkeit⁵¹, zwischen physischer Unselbständigkeit und Marktunselbständigkeit⁵² sowie zwischen physischer und funktionaler Unselbständigkeit⁵³.

Die übrigen Korrelationen sind aufgrund ihres eher geringen Korrelationsgrades⁵⁴ weniger bedeutend.

⁴⁹ Korrelationskoeffizient von 0,64.

⁵⁰ Korrelationskoeffizient von 0,56.

⁵¹ Korrelationskoeffizient von 0,39.

⁵² Korrelationskoeffizient von 0,36.

⁵³ Korrelationskoeffizient von 0,34.

⁵⁴ Korrelationskoeffizienten zwischen -0,16 und 0,30.

3 Problem der Unternehmensbewertung bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

3.1 Grundlagen bei Investitionen durch Beteiligungs- bzw. Private-Equity-Gesellschaften

3.1.1 Kernmerkmale von Private-Equity-Investitionen

Seit den 1990er Jahren, ausgenommen einen kurzzeitigen Einbruch aufgrund von „übertriebenen Erwartungen“ (Stein, 2004, S. 1) zu Beginn des Jahrtausends, genießt die alternative Anlagekategorie Private Equity ein sehr starkes Wachstum, so dass das 2006 in Private-Equity-Fonds investierte Vermögen fast sechsmal höher war als noch im Jahr 1997 (EVCA, ohne Datum).

Fragt man sich, was dabei unter Private Equity zu verstehen ist, fällt auf, dass in der bestehenden Literatur die beiden Begriffe Private Equity und Venture Capital oft vermischt werden. Tatsache ist, dass es sich bei beiden Konstrukten um Eigenkapital für nicht-börsennotierte Unternehmen handelt, das auf einem Markt angeboten und nachgefragt wird (Frommann & Leopold, 1998, S. 8). Unterscheiden muss man beide Begriffe jedoch hinsichtlich der Art des Eigenkapitaleinsatzes.

Der BVK bezeichnet in seinem Glossar (ohne Datum) und als sogenannte Hintergrundinformation (2007) Private Equity als „Beteiligungskapital im weitesten Sinne“ und als „Oberbegriff für alle Eigenkapital-Anlageformen: Venture Capital, Buy-outs und Mezzanine“.⁵⁵ Die Definition für Venture Capital lautet im gleichen Glossar dagegen: Beteiligungskapital für „Early Stage, Expansion, Later Stage – nicht aber Buy-outs und Mezzanine“. In Anlehnung an diese Begriffsauslegung des BVK bilden Dahmann und Frommann (2005, S. 6) Private Equity und Venture Capital gemäß Abbildung 26 ab:

⁵⁵ Zum Verständnis der Finanzierungsstufen siehe Folgekapitel 3.1.3.

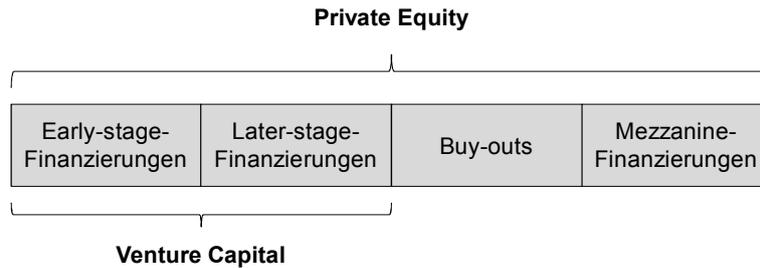


Abbildung 26: Terminologie von Beteiligungskapital

Quelle: In Anlehnung an Dahmann & Frommann, 2005, S. 6.

Auch Amann et al. (2005) sowie Bader (1996) subsumieren Venture Capital als Teil von Private Equity. Wie in Abbildung 27 zu sehen (Amann et al., 2005, S. 14), setzt sich Private Equity aus Venture Capital, Finanzierung für Special Situations und Buy-outs zusammen.

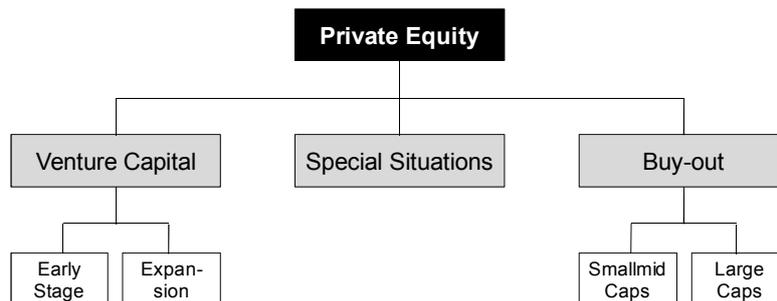


Abbildung 27: Übersicht von Private-Equity-Finanzierungen

Quelle: In Anlehnung an Amann et al., 2005, S. 14.

Da sich die vorliegende Abhandlung mit Konzern-Sell-offs befasst und die Finanzierung des Konzern-Sell-offs nicht zur Thematik Venture Capital gehört, ist folglich die Definition von Private Equity für diese Arbeit relevant.⁵⁶ Die komplettesten und für diese Ausarbeitung adäquatesten Definitionen liefern Bader (1996) sowie Dahmann und Frommann (2005):

⁵⁶ Um die ausgegliederte Einheit aufzubauen, wird zwar eine Art Wachstumsfinanzierung benötigt, diese ist jedoch aufgrund des fortgeschrittenen Status im Lebenszyklus der Einheit nicht als Venture Capital zu klassifizieren.

„Private Equity‘ ist eine Finanzierungsart, bei welcher nicht kotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung, ohne ausreichende Sicherheiten, mittel- bis langfristig Kapital und, bei Bedarf, Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird. Zur Realisierung eines dem Risiko entsprechenden Gewinnes besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern“ (Bader, 1996, S. 10).

Ähnlich wie Bader (1996) fassen auch Dahmann und Frommann (2005, S. 8) Private Equity auf. Sie nennen drei wesentliche Bestandteile bzw. Merkmale von Private Equity:

1. „Private Equity ist risikotragendes Beteiligungskapital/Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente, die einem Unternehmen auf dem Weg der Außenfinanzierung zur Verfügung gestellt werden. Es stellt haftendes, wirtschaftliches Eigenkapital dar, welches ohne sonst übliche Kreditsicherheiten vergeben wird und das unternehmerische Risiko voll mitträgt.
2. Private Equity beinhaltet darüber hinaus eine im Einzelfall mehr oder weniger intensive Betreuung und Beratung des zu finanzierenden Unternehmens in Abhängigkeit von seinem Entwicklungsstand und seiner künftigen Strategie.
3. Private Equity-Investitionen zielen auf eine Partizipation am langfristigen Wertzuwachs der Zielunternehmen ab. Der Gewinn aus den Investitionen wird zum Zeitpunkt der Veräußerung der Unternehmensanteile realisiert“ (Dahmann & Frommann, 2005, S. 8).

3.1.2 Typen von Private-Equity-Investitionen

Das vorliegende Kapitel beschäftigt sich im Folgenden mit den drei bedeutendsten Typen von Private-Equity-Investitionen: Private-Equity-Fonds-Investitionen, Fund-of-Funds-Investitionen und Direktinvestitionen.

Die dabei oft auftauchende Managementgesellschaft, die die Investitionen für sich selbst oder Investoren durchführt, ist die sogenannte Private-Equity- bzw. Beteiligungsgesellschaft (Hackl & Jandl, 2004, S. 196). Unabhängig vom Investitionstyp ist die rechtliche Struktur dieser Private-Equity-Gesellschaften relativ frei wählbar. In den USA beispielsweise dominieren sogenannte Limited Partnerships, wobei die Gründer und Manager der Gesellschaft – die in der Regel selbst als Investoren auftreten – als General Partner und die Investoren als Limited Partner bezeichnet werden (Kraft, 2001, S. 39; Povaly, 2006, S. 30).

Investition in Private-Equity-Fonds

Eine Möglichkeit, privates Eigenkapital (Private Equity) zu investieren, besteht für den Investor durch die Kapitalanlage in Fonds.⁵⁷ Dafür stehen den Investoren Private-Equity-Gesellschaften zur Verfügung, die diese Fonds auflegen (Kraft, 2001, S. 40).

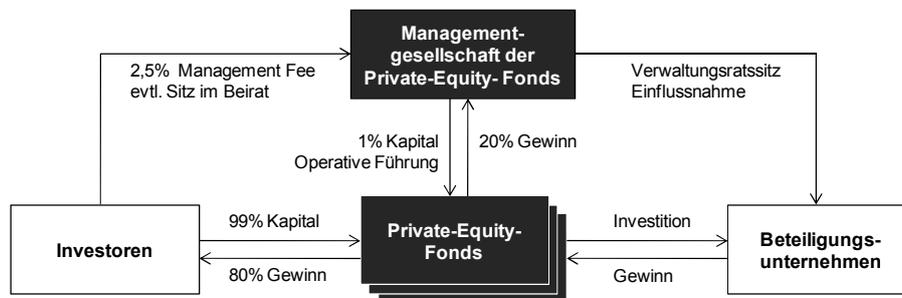


Abbildung 28: Übersicht des Fondskonzepts

Quelle: In Anlehnung an Bader, 1996, S. 156.

⁵⁷ Zumeist sind für die Fonds bestimmte Investitionsstrategien (Branche, Umsatz, Unternehmenssituation, Finanzierungsstufe, Entwicklungsvorhaben o. Ä.) (siehe Kapitel 3.1.4) festgelegt.

Wie aus Abbildung 28 ersichtlich, stellen die Investoren den Fonds ihr Kapital zur Verfügung (Hackl & Jandl, 2004, S. 194–195). Die Fonds werden sodann von der Private-Equity- bzw. Managementgesellschaft für eine sogenannte Management Fee (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 929) beaufichtigt bzw. bearbeitet und beteiligen sich zumeist an mehreren, zu ihrer Gesamtinvestitionsstrategie passenden Unternehmen (Kraft, 2001, S. 40–41). Gewöhnlich sind die Fonds mit einer Laufzeitbegrenzung versehen, um den Investoren, meist nach ca. zehn Jahren, das investierte Kapital, inklusive des anteiligen Gewinns aus den Beteiligungen, abzüglich etwaiger Management und Performance Fees⁵⁸, zurückzuzahlen (Kraft, 2001, S. 41).

Investition in Fund-of-Funds

Um das eigene Portfolio noch breiter zu streuen und professionell managen zu lassen (Bilo, 2002, S. 23), kann der Investor auch in sogenannte Fund-of-Funds⁵⁹ investieren. Dies sind wiederum Fonds, die ein „Portfolio aus Anteilen mehrerer Private Equity-Fonds aufbauen“ (Kraft, 2001, S. 38) und von einer Managementgesellschaft überwacht und geführt werden. Sie sind darauf spezialisiert, geeignete Private-Equity-Fonds auszuwählen und zu überwachen (Kraft, S. 38).⁶⁰ Auch beim Fund-of-Funds fallen eine Management Fee und eine Performance Fee für den Investor an (Davidson, 2005, S. 32).

⁵⁸ Performance Fees sind vom Investor zu zahlende Gebühren, die von der finanziellen Performance des Fonds abhängen.

⁵⁹ Siehe Abbildung 29.

⁶⁰ Der Fund-of-Funds verfolgt eine eigene Investitionsstrategie (Atkins & Giannini, 2004, S. 215). Die ausgewählten Private-Equity-Fonds, unterscheidbar anhand ihrer Investitionsstrategien, sollten zur übergeordneten Strategie passen.

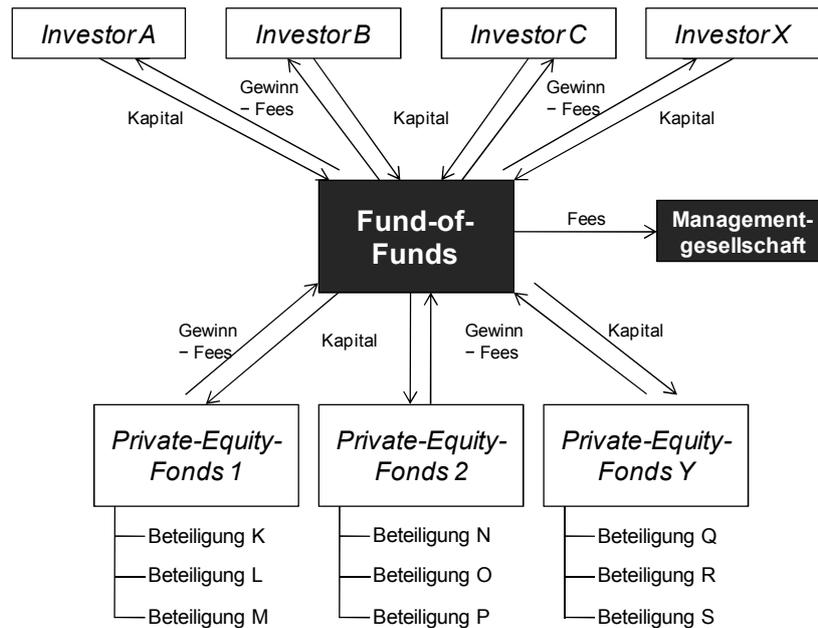


Abbildung 29: Übersicht des Fund-of-Funds-Konzepts

Direktinvestition

Die unüblichste Form, privates Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, ist über Direktinvestitionen in Unternehmen. Der in der wissenschaftlichen Literatur genannte Grund für die geringe Anzahl an Direktinvestitionen ist, dass der mit Finanzierungsstrukturierung, Betreuung, Realisierung der Desinvestition und übergeordnet dem Portfoliomanagement verbundene Aufwand zu groß ist (Bader, 1996, S. 115). Nur für „einige wenige Großinvestoren“ sei diese Art der Investition zu empfehlen (Bader, S. 115).

Die Fonds auflegenden Private-Equity-Gesellschaften haben diesen Aufwand, den der Investor in Form der Zahlung einer Management Fee vergütet, selbstverständlich ebenfalls. Der Investor alleine hat jedoch beispielsweise keine Möglichkeit, Economies of Scale⁶¹ zu realisieren. Dies könnte die Direktinvestition, auch im Sinne von Opportunitäts- oder Kontrollkosten, teurer machen lassen als über einen Fonds.

⁶¹ Economies of Scale oder auch Skaleneffekte meinen die Senkung der Stückkosten aufgrund einer höheren Produktionsmenge (Balz, 2003, S. 22).

Trotzdem gibt es auch Private-Equity-Gesellschaften, die ohne einen Fonds operierend Direktinvestitionen tätigen. Die partizipierenden Investoren stellen ihr Kapital der Private-Equity-Gesellschaft dabei direkt zur Verfügung. Sie beteiligen sich an den die Zielgesellschaft übernehmenden Erwerbsgesellschaften, die von der Private-Equity-Gesellschaft in jedem Fall neu gegründet und beraten werden, und partizipieren in vollem Umfang ihres Anteils am Veräußerungsgewinn. Im Gegenzug wird von der Private-Equity-Gesellschaft erwartet, dass die Investoren aktiv mitarbeiten und einen Teil des Aufwands⁶², der für Finanzierungsstrukturierung, Betreuung, Realisierung der Desinvestition und Portfoliomanagement anfällt (Bader, 1996, S. 115), übernehmen. Aufwand und Risiko des Eigenkapitaleinsatzes sind für den Investor zwar deutlich höher, die Renditechance aber auch entsprechend groß.⁶³ Gleiches gilt für die Private-Equity-Gesellschaft, deren General Partner selbst an den Investitionen in großem Umfang beteiligt sind und sich so ebenfalls ihren Teil des Aufwands vergüten lassen.

3.1.3 Finanzierungsstufen von Private-Equity-Investitionen

Wie schon in Kapitel 3.1.1 in der Private-Equity- und Venture-Capital-Definition vom BVK (ohne Datum, 2007) gesehen, tauchen im Private Equity immer wieder sogenannte Finanzierungsstufen auf. Der Grund hierfür ist, dass man versucht, das Verhalten von Private-Equity-Gesellschaften anhand der Geschäftssituation, in die investiert wird, zu kategorisieren (Kraft, 2001, S. 42) und für jede Finanzierungsstufe charakteristische Merkmale zu identifizieren (Bader, 1996, S. 103).

⁶² Ohne Fonds ist das zu investierende Kapital in der Regel deutlich geringer. Als Folge können weniger große Transaktionen durchgeführt und damit weniger Economies of Scale realisiert werden. Der Aufwand pro Transaktion ist entsprechend groß und muss aufgeteilt werden.

⁶³ Der Investor partizipiert (im Umfang seines Anteils) voll am Veräußerungsgewinn. Management und Performance Fees gibt es in diesem Modell nicht.

Eine einheitliche Einteilung in Stufen ist in den verschiedenen Publikationen zu Private Equity oft nicht zu erkennen. Dies ist gemäß Kraft (2001) „ein Ausdruck der schnellen Entwicklung und Veränderung des Private Equity-Geschäftes in den letzten Jahren“ (S. 42).

Im Folgenden soll dennoch ein Überblick über zwei sehr ähnliche, jedoch unterschiedlich abgebildete Klassifizierungen gegeben werden. Zu Beginn wird der Ansatz von Kraft (2001) dargestellt, der eine Einteilung – orientiert am Lebenszykluskonzept der Unternehmung – für seine Arbeit zugrunde legt (S. 43–45). Dieser Ansatz ist in vielen weiteren Publikationen vorzufinden und „in Theorie und Praxis weit verbreitet“ (Kraft, 2001, S. 43).

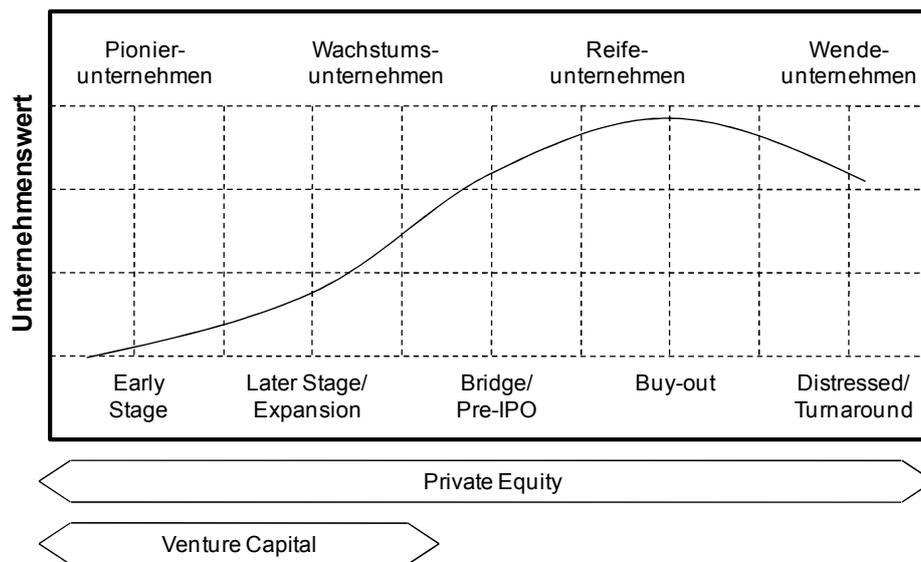


Abbildung 30: Finanzierungsstufen im Private-Equity-Geschäft

Quelle: In Anlehnung an Kraft, 2001, S. 45.

Wie in Abbildung 30 deutlich zu erkennen, wird in fünf verschiedene Finanzierungsstufen unterteilt. Jede Finanzierungsstufe resultiert dabei in einem unterschiedlichen Unternehmenswert.

Beginnend mit der Early Stage wird eine Phase dargestellt, in der Finanzierungsquellen „zur Entwicklung einer Produkt- oder Geschäftsidee sowie Mittel zur Unternehmensgründung“ benötigt werden (Kraft, 2001, S. 45). Das Kapital der investierenden Private-Equity-Gesellschaft hilft also beim ersten Aufbau des Geschäfts, der Umsetzung des Businessplans (Geidner, 2009, S. 171) und damit der Schaffung eines ersten Unternehmenswerts. Wie auch die folgende Later Stage / Expansion ist diese Art von investiertem Private Equity unter dem Begriff Venture Capital subsumiert.⁶⁴ In der Later Stage / Expansion wird dabei das Venture Capital genutzt, um die Wachstumsstrategie umzusetzen bzw. das noch junge Unternehmen bei der Expansion und der Erhöhung des Unternehmenswerts zu fördern.

Befindet sich das Unternehmen auf der Stufe Bridge/Pre-IPO, ist gemäß Kraft (2001, S. 45) die „letzte Stufe vor dem Börsengang (IPO)“ erreicht. Das Kapital der Private-Equity-Gesellschaft wird benötigt, um einen Börsengang vorzubereiten.

In der als Buy-out klassifizierten Finanzierungsstufe subsumiert Kraft (2001) alle Möglichkeiten der Übernahme des Unternehmens durch das bestehende Management, einen Management-Buy-out (MBO), oder durch ein externes Management, einen Management-Buy-in (MBI) (Jansen, 2001, S. 54; Mertens, 2004, S. 83; Picot, 2004, S. 213). Wird dabei ein Großteil des Kaufpreises mit Fremdkapital finanziert (Bohnenkamp, 1999, S. 126; Gaughan, 1999, S. 291 ff.; Hölter, 2005, S. 30), spricht man gemäß Kraft (2001) von einem Leveraged Buy-out (LBO).

Zuletzt meint Distressed/Turnaround die Unterstützung des finanziell, operativ oder rechtlich angeschlagenen Unternehmens. Befindet sich das Unternehmen in einer solchen „Krisensituation“ (Kraft, 2001, S. 45), wird das Kapital der Private-Equity-Gesellschaft dazu verwendet, die Schwierigkeiten zu beseitigen und das Unternehmen beispielsweise vor einer Liquidation oder Insolvenz zu bewahren.

⁶⁴ Siehe auch Kapitel 3.1.1.

Der zweite im Rahmen dieses Kapitels beschriebene Ansatz ist der von Kitzmann (2005). Sie erweitert das Modell von Schefczyk (2000, S. 24) und unterteilt die Finanzierung eines Unternehmens in vier große Phasen (Kitzmann, S. 44): Early Stage, Later Stage, Buy-outs/Mezzanine und Divesting Stage – ebenfalls am Lebenszyklus des Unternehmens orientiert. Im Unterschied zu Kraft (2001) misst sie die Phasen jedoch nicht an der Höhe bzw. Entwicklung des Unternehmenswerts, sondern zeigt auf, welche Risikoausprägung, welchen Kapitalzuführungsbedarf und welchen Gewinn bzw. Verlust eine Finanzierungsphase kennzeichnet. Außerdem zeigt Abbildung 31, welche Finanzierungsquellen in welcher Phase zur Verfügung stehen. Diesbezüglich ist das Modell von Kitzmann (2005) folglich deutlich detaillierter als das von Kraft (2001).

Finanzierungsphasen	Early Stage		Later Stage (Expansion, Replacement, Turnaround, Bridge)	Buy-outs/ Mezzanine	Divesting Stage
	Seed	Start-up			
Unternehmensphasen	<ul style="list-style-type: none"> • Produkt-konzept • Unternehmens-konzeption • F&E 	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmens-gründung • Produktions-beginn • Marktein-führung 	<ul style="list-style-type: none"> • Marktdurch-dringung • Ausbau des Vertriebs • Vorbereitung Börsengang • Konsolidierung • Akquisitionen 	<ul style="list-style-type: none"> • Spin-off • MBO • MBI • ... 	<ul style="list-style-type: none"> • IPO • Trade Sale • Secondary Buy-out • Liquidation
Finanzierungsquellen	<p>→ Eigene Mittel →</p> <p>→ Öffentliche Fördermittel →</p>		<p>← Mezzanine ←</p> <p>← Private Equity ←</p>	<p>← Fremdfinanzierung ←</p> <p>← Börse ←</p>	

Abbildung 31: Finanzierungsphasen im Private-Equity-Geschäft

Quelle: In Anlehnung an Kitzmann, 2005, S. 44.

Die erste Phase Early Stage, unterteilbar in Seed und Start-up, entspricht weitgehend der Phase Early Stage von Kraft (2001). Der Aufbau des jungen Unternehmens steht hier im Vordergrund. Das unternehmerische Risiko ist sehr hoch und das finanzielle Ergebnis aufgrund von notwendigen Anfangsinvestitionen eher schlecht. Die drei Stufen Later Stage / Expansion, Bridge/Pre-IPO und Distressed/Turnaround von Kraft (2001) scheint Kitzmann (2005) unter der Phase Later Stage zusammenzufassen (S. 44). Dies sollte damit zusammenhängen, dass sie der Auffassung ist, in diesen drei Stufen seien Risiko, Kapitalzuführungsbedarf und Gewinn bzw. Verlust zumindest ähnlich – auch wenn der Unternehmenswert nach Kraft (2001) in den einzelnen Stufen unterschiedlich sein mag.

Im Anschluss folgt bei Kitzmann (2005) die Phase Buy-outs/Mezzanine (S. 44), die wiederum grob der Finanzierungsstufe Buy-out bei Kraft (2001) entspricht. Auch hier gleicht ein Buy-out einem Auskauf der bisherigen Unternehmenseigentümer. Der Spin-off, der dem für diese Arbeit besonders relevanten Konzern-Sell-off sehr ähnlich ist⁶⁵, wird explizit genannt. Außerdem versucht Kitzmann mittels der Unterkategorie „...“ aufzuzeigen, dass es in dieser Stufe noch weitere, nicht explizit genannte Ausprägungen gibt.

Als letzte Finanzierungsphase führt Kitzmann (2005, S. 44) die Divesting Stage auf. Sie nennt die möglichen Exit- bzw. Verkaufsvarianten, die in Kapitel 3.1.5 detaillierter erläutert werden. Diese Phase taucht bei Kraft (2001) in der Form nicht auf.

Betrachtet man die Darstellungsweise von Kitzmann (2005), ist das Themengebiet der vorliegenden Arbeit, der Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften, der Finanzierungsstufe Buy-out/Mezzanine zuzuordnen.⁶⁶ Im Modell von Kraft (2001) passt der Konzern-Sell-off nicht unmittelbar zu einer Phase. In der Phase Buy-out führt Kraft lediglich den

⁶⁵ Siehe Kapitel 2.1.3.

⁶⁶ Die Divesting Stage ist hier weniger passend, da sich die Exit-Kanäle auf das Gesamtunternehmen beziehen. Wird lediglich eine Unternehmenseinheit an Dritte veräußert, ist, da auch der dem Sell-off ähnliche Spin-off (siehe Kapitel 2.1.3) explizit erwähnt wird, eher die Phase Buy-outs/Mezzanine zweckmäßig.

MBO, MBI und LBO als mögliche Buy-out-Ausprägungen auf und nennt keine Möglichkeit, das Unternehmen bzw. Teile davon über andere Buy-out-Arten zu veräußern. Die Investition der Private-Equity-Gesellschaft ist allerdings nicht zwangsläufig durch das alte Management initiiert (MBO), nicht unbedingt mit dem Zweck des aktiven Managements verbunden (MBI) und muss nicht mit Fremdkapitaleinsatz vollzogen werden (LBO). Das Modell von Kitzmann (2005) ist diesbezüglich folglich vollständiger. Sie führt den Fall des Spin-offs und weitere Ausprägungen durch „...“ in der Phase Buy-out explizit auf.

Auch im Glossar des BVK (ohne Datum) ist die Definition von Buy-out nicht derart eng wie bei Kraft (2001): Hier spricht man generell von einer Unternehmensübernahme durch Eigenkapitalinvestoren und Management. Dies macht deutlich, dass es sich bei einem Konzern-Sell-off durch eine Private-Equity-Gesellschaft, die sich in die Unternehmenseinheit als neue Gesellschafterin einkauft, also definitiv um eine Art Buy-out aus dem Konzern handelt.

Geht man von der Konzernperspektive über zur Perspektive der übernommenen Einheit, kann nicht von vornherein gesagt werden, in welcher Stufe des Lebenszyklus eines Unternehmens sich die Konzerneinheit befindet. Dies ist von Fall zu Fall zu unterscheiden.

3.1.4 Merkmale ausgewählter Private-Equity-Investitions- und Entwicklungsstrategien

Unabhängig davon, ob man das Modell von Kraft (2001) oder von Kitzmann (2005) betrachtet, kann man sagen, dass sich Private-Equity-Gesellschaften meistens auf bestimmte Finanzierungsstufen spezialisieren. Diese Spezialisierung ist Teil der Investitionsstrategie der Private-Equity-Gesellschaft.

Zur Gesamtinvestitionsstrategie gehören neben der Auswahl bestimmter Finanzierungsstufen ebenfalls Festlegungen, in welche Branchen und Umsatzgrößen investiert werden soll und wie mit dem erworbenen Unternehmen verfahren werden soll (sogenannte Entwicklungsstrategie).

Da somit unzählige Gesamtinvestitionsstrategien existieren, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht auf alle im Detail eingegangen werden. Es dient jedoch dem Gesamtverständnis der vorliegenden Thematik, sich für den speziellen Fall der Übernahme von Konzerneinheiten die für die Gesamtinvestitionsstrategie⁶⁷ wichtigen und in der Praxis am häufigsten vorkommenden Entwicklungsstrategien anzusehen.

Abbildung 32 zeigt die drei bedeutendsten Entwicklungsstrategien, die jeweils separat, gleichzeitig oder zeitlich verlagert verfolgt werden können. Auf diese soll im Folgenden eingegangen werden.

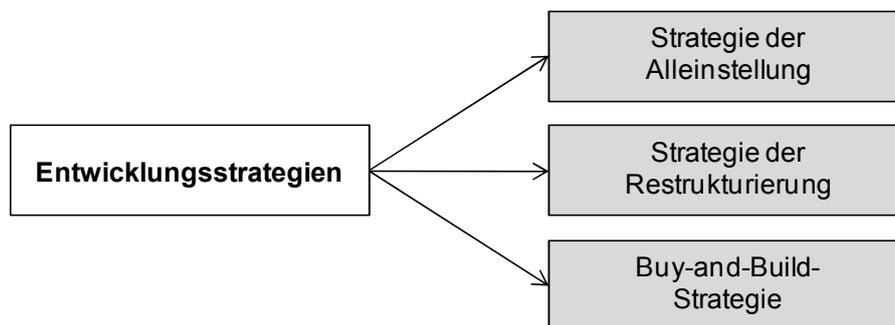


Abbildung 32: Entwicklungsstrategien bei der Übernahme von Konzerneinheiten durch Beteiligungsgesellschaften

⁶⁷ Gegeben die Annahme, die Gesamtinvestitionsstrategie ermöglicht die Übernahme von Konzerneinheiten.

Strategie der Alleinstellung

Die Strategie der Alleinstellung ist nur anwendbar beim Erwerb einer nicht vollständig selbständigen Einheit. Es handelt sich also um eine Strategie, die nur für die Thematik der vorliegenden Arbeit, den Erwerb von Konzerneinheiten, Gültigkeit besitzt.

Alleinstellung heißt, dass die Private-Equity-Gesellschaft eine Konzerneinheit, die bisher nicht vollständig selbständig operierte, übernimmt und komplett verselbständigt. Der Grund für die Notwendigkeit der Alleinstellung nach dem Erwerb ist, dass Einheiten, die Teil eines Ganzen waren, zumeist bestimmte Dienstleistungen⁶⁸ vom Konzern bezogen haben. Oft liefen beispielsweise der Einkauf, die Buchhaltung, der Vertrieb und/oder andere grundlegende Funktionen über eine zentrale Stelle im Konzern.⁶⁹

Nach der Übernahme durch eine Private-Equity-Gesellschaft bedeutet dies, dass zentrale Funktionen unter Umständen neu errichtet werden müssen, bevor das Unternehmen selbständig überlebensfähig und am Markt konkurrenzfähig ist. Diese Alleinstellung ist oft schon mit einer hohen Wertsteigerung verbunden. Theoretisch könnte die Private-Equity-Gesellschaft nach dieser Alleinstellung bereits einen Exit realisieren. Ohne eine Alleinstellung bzw. Verselbständigung andererseits ist ein erfolgreicher Exit nicht denkbar.

Strategie der Restrukturierung

Private-Equity-Gesellschaften wenden die Strategie der Restrukturierung auf die unterschiedlichsten Unternehmen an. Es kann sich dabei um einen großen Konzern als Ganzes, wiederum um eine nicht vollständig selbständige Konzerneinheit oder um eine andere Art von Unternehmen, das Restrukturierungspotential aufweist, handeln. Selbständige, zu restrukturierende Unternehmen sind oft in finanziellen Schwierigkeiten. Die Private-

⁶⁸ Siehe auch Kapitel 2.2.2.2.2.

⁶⁹ Der Grund sind Synergien, die im Konzernverbund größtmöglich realisiert werden sollen.

Equity-Gesellschaft hat dann das Ziel, Kapital für neue Investitionen zur Verfügung zu stellen und operative Prozesse zu optimieren, um den Unternehmenswert erneut zu steigern. Bei nicht vollständig selbständigen Konzerneinheiten, die von Private-Equity-Gesellschaften erworben werden, wird im Zuge der Alleinstellung meist ebenfalls auf eine optimale Ausrichtung der Prozesse geachtet und damit eine Restrukturierung betrieben. Die Restrukturierung ist mit der Alleinstellung in diesem Fall folglich oft einhergehend, um den Unternehmenswert der verselbständigten Einheit zu maximieren. Der Grad an notwendiger Restrukturierung ist jedoch von Fall zu Fall zu unterscheiden.

Buy-and-Build-Strategie

Die Thematik von Buy-and-Build ist in der wissenschaftlichen Literatur noch relativ jung. Der BVK (ohne Datum) hat die Definition der Buy-and-Build-Strategie jedoch in sein Glossar aufgenommen. Hier wird die Strategie definiert als „Zukauf von mehreren Unternehmen zwecks Aufbau einer größeren Gruppe/Holding“.

Die Praxis streitet dabei darüber, in welcher Branche diese „Zukäufe“ sein dürfen, um die Strategie als Buy-and-Build zu klassifizieren. Im Rahmen dieser Arbeit wird – entgegen der allgemeinen Definition des BVK (ohne Datum) – davon ausgegangen, dass alle Zusatzakquisitionen im gleichen Bereich sind wie die Erstinvestition bzw. Plattform, die durch Zukäufe ergänzt wird. Dies unterstützt auch Burkhardt (2008), der von gezielten Übernahmen von Wettbewerbern (S. 167) spricht.

Eine Private-Equity-Gesellschaft, die diese Strategie umzusetzen versucht, tätigt im Prinzip eine Wachstumsfinanzierung. Dies kann für jegliche Form von Unternehmen gelten. Deutlich zu unterscheiden ist diese Art der Wachstumsfinanzierung jedoch von der Phase Expansion bei Kraft (2001) bzw. Later Stage bei Kitzmann (2005): Bei Buy-and-Build wird primär externes und kein internes Wachstum durch die Private-Equity-Gesellschaft finanziert.

Die Buy-and-Build-Strategie kann ebenfalls gut in Kombination mit anderen Strategien verwendet werden. Nach einer Alleinstellung und/oder einer Restrukturierung besteht beispielsweise die Möglichkeit, mittels Buy-and-Build die Wertsteigerung zu erhöhen. Selbstverständlich bedarf es für diese Strategie jedoch anderer Kompetenzen und Ressourcen als für eine Alleinstellung oder eine Restrukturierung.

3.1.5 Mögliche Varianten von Exit-Kanälen

Wie in Kapitel 3.1.1 deutlich gesehen, gehört der Exit zu jeder Private-Equity-Investition (siehe u. a. die Definition von Bader, 1996, S. 10), da auf diesem Weg der Gewinn realisiert und das Kapital an die Investoren zurückgezahlt wird. Sollte die Private-Equity-Gesellschaft als Fondsmanagementgesellschaft organisiert sein, steht im Vertrag mit den investierenden Anlegern sogar, dass die Beteiligung mit „möglichst hohem Kapitalgewinn“ zu veräußern ist (Lenoir, 2003, S. 239). Um den Veräußerungsgewinn dabei zu maximieren, müssen Risikogesellschaften „ihr Engagement ‚vom Ende her‘ planen“ (Kühl, 2003, S. 21).

Dieses Kapitel soll einen generellen Überblick darüber geben, welche Exit-Varianten einer Private-Equity-Gesellschaft grundsätzlich zur Verfügung stehen. Die in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vorzufindenden Publikationen sind sich dabei einig, dass es fünf verschiedene Exit-Alternativen gibt (u. a. Schefczyk, 2000, S. 29): Initial Public Offering, Trade Sale, Secondary Sale⁷⁰, Buy-back oder Liquidation. Das Ziel ist es stets, die illiquiden Anteile in Bargeld bzw. liquide Wertpapiere zu konvertieren (Eckermann, 2006, S. 63). Einen Überblick über die fünf Exit-Alternativen gibt Abbildung 33:

⁷⁰ Der Trade Sale und der Secondary Sale werden gemeinsam auch ‚acquisition exits‘ genannt.

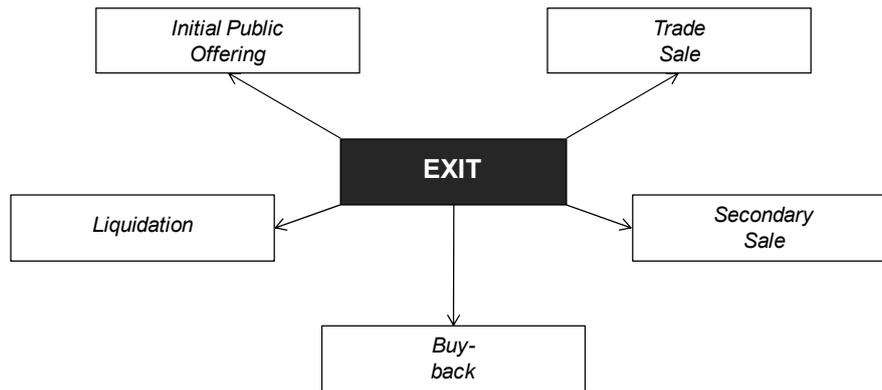


Abbildung 33: Überblick möglicher Exit-Optionen

Börsengang (Initial Public Offering)

Unter einem Initial Public Offering (IPO) versteht man eine Publikumsöffnung bzw. einen Börsengang. Die Anteile bzw. Aktien des Unternehmens, (zumindest teilweise) durch die Private-Equity-Gesellschaft gehalten, sind ab dem Datum der Börsennotierung öffentlich handelbar. Aufgrund der Liquidität der Kapitalmärkte besteht für alle Anteilseigner, und damit auch für die Private-Equity-Gesellschaft, die Möglichkeit, die Anteile über den Kapitalmarkt zu veräußern.

Bader (1996) bezeichnet den Börsengang als „Traum-Exit“ (S. 138), Bygrave und Timmons (1992) als „Golden Harvest“ (S. 169). Der Grund dafür ist, dass der Börsengang für eine Private-Equity-Gesellschaft die attraktivste Form sei, aus einer Beteiligung auszusteigen (Povaly, 2006, S. 122). Gemäß Bader (1996) zeigen empirische Untersuchungen bei Börsengängen einen fünfmal höheren Verkaufserlös als bei dem nachfolgend behandelten Exit des Trade Sales (S. 138).⁷¹ Diese Attraktivität führt dazu, dass der IPO in der wissenschaftlichen Literatur breit diskutiert wird. Dem Vorteil des hohen Veräußerungsgewinns stehen allerdings ebenso erhebliche Nachteile gegenüber. Einer davon ist die „gesetzliche bzw. regulatorische Verkaufsrestriktion“ bzw. die Lock-up-Periode, die es für die Pri-

⁷¹ Der im Durchschnitt höhere Verkaufspreis resultiert Kraft (2001) zufolge aus dem Vorteil der Liquidität des Kapitalmarkts und der gesteigerten Transparenz (S. 264).

vate-Equity-Gesellschaft teilweise unmöglich macht, sich sofort nach dem Börsengang vollständig von der Beteiligung zu trennen (Ivanova & Tzvetkova, 2001, S. 177). Zudem sei die Vorbereitung eines Börsengangs nicht nur teuer (Hardymon & Lerner, 2002, S. 335), sondern auch deutlich zeit- und ressourcenaufwendiger als eine andere Exit-Variante.

Laut Kitzmann (2005) ist der Erfolg eines IPOs außerdem stark an die derzeitige Börsenverfassung gebunden (S. 243) und nach Stein (2004) steigt „die Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs mit der Größe, der Profitabilität und dem Potential sowie den Fähigkeiten des Managements des Portfoliounternehmens“ an (S. 156). Dies unterstreicht auch Bader (1996), der sagt, der Börsengang stehe nur den „absolut besten Unternehmen“ zur Verfügung (S. 138).

Veräußerung an strategischen Investor (Trade Sale)

Der Trade Sale bezeichnet den „Verkauf der Beteiligung an ein anderes Unternehmen“ (Bader, 1996, S. 147). Gemeint sind alle Arten von strategischen Investoren – zumeist Konkurrenten, Lieferanten oder auch Kunden. Die Anteile werden bei diesem ‚acquisition exit‘ direkt an den Käufer übertragen.⁷²

Wie schon erwähnt, ist der Trade Sale nach Bader (1996) zwar nicht immer die attraktivste Verkaufsvariante, jedoch diejenige mit der höchsten Bedeutung, wie die Untersuchung von Kraft (2001) zeigt. Sollten die IPO-Verkaufsvorstellungen aufgrund der Börsensituation oder anderer Gründe nicht realisiert werden können, wird zumeist der Trade Sale gewählt (Kitzmann, 2005, S. 243). Dies ist dabei nicht immer nur die zweitbeste Lösung (Povaly, 2006, S. 122). Bader (1996) zeigt deutlich, dass der Verkaufspreis für eine spezifische Unternehmung über einen Trade Sale durchaus auch höher sein kann als bei einem IPO (S. 147). Dies resultiert u. a. aus Synergiepotentialen mit dem bestehenden Geschäft des strate-

⁷² Und nicht erst an der Börse platziert.

gischen Käufers, die in die Unternehmensbewertung einfließen und den Kaufpreis erhöhen. Zudem fließt dem Unternehmen im Verkaufszeitpunkt der Erlös von 100 Prozent der Anteile zu – was u. a. durch den Lock-up beim IPO verhindert werden kann (Kitzmann, 2005, S. 243).

Veräußerung an Finanzinvestor (Secondary Sale)

Unter einem Secondary Sale versteht man den „Verkauf der Anteile an eine andere Beteiligungsgesellschaft“ (Ivanova & Tzvetkova, 2001, S. 189) bzw. einen anderen Finanzinvestor. Betrachtet man die Transaktionscharakteristika, sind diese dem Trade Sale sehr ähnlich. Da der andere Finanzinvestor jedoch keine Synergien mit anderen Unternehmen realisieren kann – wie der strategische Investor, der das erworbene Unternehmen meist in seinen bestehenden Unternehmensverbund einbindet – und Private-Equity-Gesellschaften sehr hohe Renditeforderungen stellen, sind die Unternehmensbewertung und damit der Verkaufserlös in der Regel geringer als beim Trade Sale und Initial Public Offering (Kraft, 2001, S. 270; Bohnenkamp, 1999, S. 204). Gemäß Daniels (2004) sind die sogenannten Secondaries folglich die „drittbeste Exit-Option“ (S. 52). In Zeiten eines schwachen Börsenumfelds sei der Anteil an Secondaries jedoch trotzdem deutlich gestiegen (Kitzmann, 2005, S. 244).

Veräußerung an Alteigentümer bzw. Management (Buy-back)

Wird das in Händen der Private-Equity-Gesellschaft gehaltene Unternehmen an die Altgesellschafter veräußert, spricht man von einem Buy-back. Er stellt also einen Wiedererwerb der von der Private-Equity-Gesellschaft gehaltenen Anteile „durch das Unternehmen oder den Unternehmer“ (Bader, 1996, S. 148) dar. Im Fall, dass die Altgesellschafter dem Management entsprechen und die Anteile wieder übernehmen, handelt es sich um einen Management-Buy-out (MBO) (Bader, 1996, S. 149) bzw. Management-Buy-back. Spricht man von Konzernabsplattungen, wäre der Konzern

der Altgesellschafter, der das Unternehmen von der Private-Equity-Gesellschaft nach einer gewissen Zeit wieder zurückkauft.

In der wissenschaftlichen Literatur und auch der Praxis werden die weiter oben bereits dargestellten Exit-Optionen bevorzugt. Ein Grund dafür könnte sein, dass die Informationsasymmetrie zwischen Altgesellschafter (insbesondere beim Management) und Private-Equity-Gesellschaft in diesem Fall von großer Bedeutung ist und Einfluss auf den Verkaufserlös der Private-Equity-Gesellschaft hat (Daniels, 2004, S. 53).

Liquidation

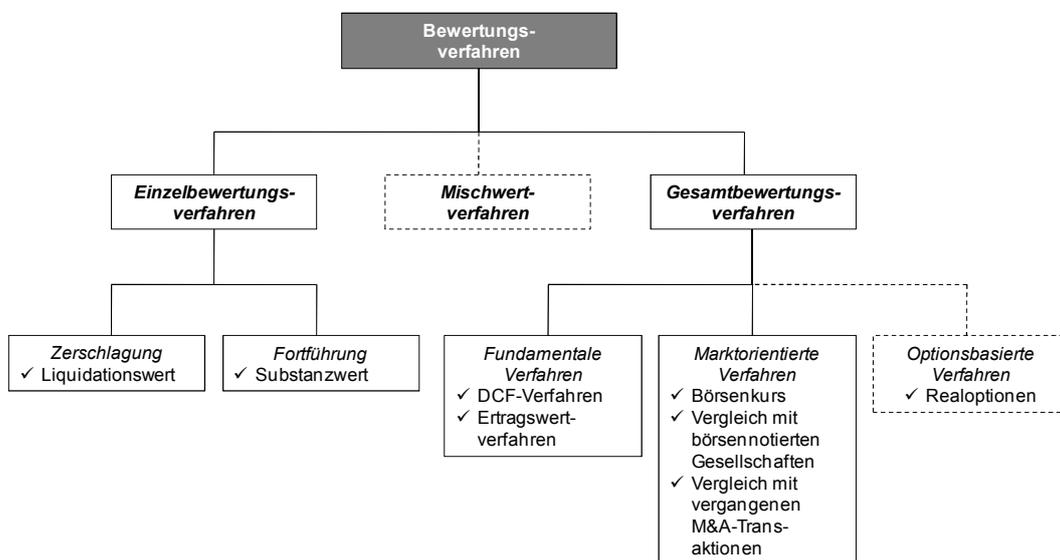
Die weitaus schlechteste Variante für eine Private-Equity-Gesellschaft ist die Liquidation. Bader (1996) stellt dar, dass dieser Exit eintritt, wenn das Unternehmen „tot mehr wert ist als lebendig“ (S. 150). Das Unternehmen wird geschlossen und die vorhandenen Aktiva der Bilanz werden verkauft (Kraft, 2001, S. 272). Aufgrund des Erlöses aus der Veräußerung der Aktiva ist die Liquidation allerdings nicht immer gleichbedeutend mit einem Totalverlust, sondern erwirkt „durchschnittlich nur einen Kapitalverlust von 34 Prozent“ (Bader, 1996, S. 150).

3.2 Darstellung klassischer Unternehmensbewertungsverfahren

3.2.1 Systematisierung möglicher Verfahren der Unternehmensbewertung

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur existieren unzählige Veröffentlichungen zu Unternehmensbewertungen. Über die letzten Jahrzehnte kamen dabei stets neue Erkenntnisse und auch Verfahren der Unternehmensbewertung, auch als Vorteilhaftigkeitsanalysen von Investitionen bezeichnet (Piehler, 2007, S. 10; Ansoff, 1966, S. 203 ff.), zum Vorschein.

Eine Übersicht gibt die Systematisierung nach Achleitner (2000, S. 170), die durch den Autor der vorliegenden Arbeit um Mischwertverfahren nach Dolezych (2003) und Ernst, Schneider und Thielen (2003) sowie optionsbasierte Unternehmensbewertungsverfahren ergänzt wurde. Dies ist in der folgenden Abbildung 34 dargestellt:



- Systematisierung Achleitner (2000)
- - - - Ergänzung Dolezych (2003), Ernst et al. (2003) und durch den Autor

Abbildung 34: Systematisierung möglicher Verfahren der Unternehmensbewertung

Quelle: In Anlehnung an Achleitner, 2000, S. 170; Dolezych, 2003; Ernst et al., 2003.

Achleitner (2000) zeigt in ihrer Übersicht einerseits die Einzelbewertungsverfahren, die nach Zerschlagung und Fortführung unterteilbar sind. Bei diesen ist zu beachten, dass sie den Wert eines fortzuführenden Unternehmens nicht unbedingt korrekt angeben, da Werte „aus dem kombinativen Einsatz der Objekte“ (Leuner, 1998, S. 12)⁷³ bzw. die Ertragskraft des Unternehmens (Meuli, 1996, S. 43) nicht berücksichtigt werden. Auch immaterielle Vermögensgegenstände, die schwierig oder gar nicht bewertet werden können, werden oft nur unzureichend berücksichtigt (Born, 1995, S. 26). Dies sind Gründe, warum die Einzelbewertungsverfahren in der modernen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur sehr kritisiert sowie als unvollständig und aufgrund der Bilanzbasis als statisch und vergangenheitsorientiert (Meuli, 1996, S. 43) angesehen werden.

Als Folge wurde der Fokus in der modernen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und in der Praxis auf die Anwendung von sogenannten Gesamtbewertungsverfahren gelegt. Diese zeigt Achleitner (2000) unterteilt nach fundamentalen und marktorientierten Verfahren und werden durch den Autor der vorliegenden Arbeit ergänzt um die optionsbasierten Verfahren. Die fundamentalen Verfahren sind die in der Praxis heutzutage am häufigsten vorkommenden Verfahren der Unternehmensbewertung.⁷⁴ Sie werden meist als Basis für eine Unternehmensbewertung genommen und dann mit den Ergebnissen anderer Bewertungsverfahren, wie insbesondere marktorientierten Verfahren⁷⁵, verglichen oder um optionsbasierte Ergebnisse⁷⁶ ergänzt.

Der Vollständigkeit halber wird die Systematisierung nach Achleitner (2000) durch den Autor dieser Arbeit zusätzlich um die sogenannten Mischwertverfahren (Dolezych, 2003; Ernst et al., 2003) erweitert. Die Mischwertverfahren, die grundsätzlich lediglich eine Verknüpfung der Wertergebnisse aus Einzelbewertungs- und Gesamtbewertungsverfahren

⁷³ Das heißt nicht bilanzierte Aktiv- bzw. Passivpositionen.

⁷⁴ Insbesondere das sogenannte Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren aus Kapitel 3.2.3.1.2.

⁷⁵ Siehe Kapitel 3.2.3.2.

⁷⁶ Siehe Kapitel 3.2.3.3.

darstellen (Dolezych, 2003; Ernst et al., 2003)⁷⁷ und auch in der Praxis wenig vorzufinden sind, werden im Rahmen dieser Abhandlung allerdings nicht weiter verfolgt. Ihre Anwendbarkeit auf Konzerneinheiten beim Verkauf an Beteiligungsgesellschaften lässt sich automatisch beurteilen, wenn die Anwendbarkeit der Einzel- bzw. Gesamtwertverfahren eingeschätzt wurde.⁷⁸

Zu beachten ist im Folgenden stets, dass ein zentraler Unterschied zwischen Wert und Preis liegt. Der vom Käufer und Verkäufer mittels der Unternehmensbewertung ermittelte Wert stellt dabei lediglich eine „Entscheidungsgrundlage für die Preisgestaltung“ (Meuli, 1996, S. 30) bzw. keinen objektiven Wert dar. Der Preis andererseits ist derjenige (subjektive) Wert, auf den sich Verkäufer und Käufer geeinigt haben und der daher auch bezahlt wird.

3.2.2 Ausgewählte Verfahren der Einzelbewertung

Zunächst wird der linke Teil der Systematisierung nach Achleitner (2000, S. 170), durch den Autor der vorliegenden Arbeit ergänzt um Mischwertverfahren nach Dolezych (2003) und Ernst et al. (2003) sowie optionsbasierte Unternehmensbewertungsverfahren, die sogenannten Einzelbewertungsverfahren, thematisiert:

Hierbei wird „nicht das Unternehmen als Einheit“ (Achleitner, 2000, S. 170), sondern die „Summe der einzelnen Unternehmensbestandteile (Vermögensgegenstände und Schulden)“ (Ernst et al., 2003, S. 2) betrachtet. Grundsätzlich unterscheidet man die „Zerschlagung“, die den Li-

⁷⁷ Mischverfahren „resultieren aus der Erkenntnis, nicht nur die Substanz eines Unternehmens, sondern auch dessen Ertragskraft in die Unternehmensbewertung einzubeziehen“ (Ernst et al., 2003, S. 5). Insbesondere werden das Mittelwertverfahren (gemäß Dolezych (2003) ergibt sich der Unternehmenswert als arithmetisches Mittel von Substanzwert (Fortführung) und Ertragswert) und das Übergewinnverfahren (Unternehmenswert = Substanzwert + „Barwert der zukünftig über einer angemessenen Verzinsung des Substanzwertes liegenden Periodengewinne“ (Dolezych, 2003, S. 8)) unterschieden.

⁷⁸ Siehe Kapitel 3.3.

quidationswert ermittelt, und die „Fortführung“, welche sich auf die Ermittlung des sogenannten Substanzwerts richtet (Achleitner, 2000, S. 170).

Zerschlagungswert

Der Zerschlagungswert wird auch als Liquidationswert bezeichnet. Es handelt sich demnach um den „Wert, der sich bei Aufgabe der Geschäftstätigkeit durch Veräußerung des Vermögens und der Schulden ergeben würde, wobei anfallende Liquidationskosten zu berücksichtigen sind“ (Achleitner, 2000, S. 171). Ausgangspunkt der Liquidationswertermittlung sollte das Inventar sein (Leuner, 1998, S. 13).

Diese Art der Unternehmensbewertung sollte gemäß Ernst et al. (2003) stets dann angewendet werden, wenn „die Liquidation eines Unternehmens einen höheren Wert als die Weiterführung des Unternehmens ergibt“ (S. 4–5).

Fortführungswert

Im Gegensatz zum Zerschlagungswert geht der Fortführungs- oder Substanzwert „von der Fortführung des Geschäftsbetriebs aus“ (Achleitner, 2000, S. 171).

Um das Jahr 1920 machte man die vereinfachende Annahme, dass der Unternehmenswert mit dem Buchwert des Unternehmens übereinstimme, das heißt, das bilanzierte Vermögen abzüglich von bilanzierten Schulden ergibt das „aus der Bilanz abzulesende Reinvermögen“ (Spremann, 2002, S. 141). In der Praxis betrachtet man jedoch weniger die Buchwerte, sondern es wird der „Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände und Schulden“ (Achleitner, 2000, S. 171) bestimmt. Ausgangspunkt der Wertermittlung sollte auch hier das Inventar sein (Leuner, 1998, S. 14). Man versucht demnach, das gegebene „Unternehmen zu reproduzieren und die dabei entstehenden Kosten als Wertansatz heranzuziehen“ (Ernst et al., 2003, S. 3). Zum Reproduktionswert des

betriebsnotwendigen Vermögens (Maltry & Sieben, 2005, S. 381) wird der Liquidationswert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens addiert und der Wert der Schulden subtrahiert, um zum Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten zu gelangen (Ernst et al., 2003, S. 3).

3.2.3 Ausgewählte Verfahren der Gesamtbewertung

3.2.3.1 Kennzeichnung fundamentaler Bewertungsverfahren

3.2.3.1.1 Ertragswertverfahren als ausgewähltes fundamentales Bewertungsverfahren

Die Ertragswertverfahren gehen ursprünglich auf den amerikanischen Professor Benjamin Graham (1894-1976) zurück. Er hat versucht, von der reinen, vergangenheitsorientierten Substanzbewertung⁷⁹ wegzukommen und einen „Kompromiss zwischen Zukunft (der Wert ist als Ertragswert zu verstehen, mithin als Barwert zukünftiger Ergebnisse) und Vergangenheit (die Grundlage für die Erwartungsbildung bilden einerseits die Zahlen des Jahresabschlusses, andererseits tatsächlich vorliegende Fakten)“ gefunden (Spremann, 2002, S. 148). Dieser Kompromiss wurde als Ertragswertverfahren bekannt und war aufgrund der Vorschrift, dass Wirtschaftsprüfer in Deutschland Ertragswertverfahren „in ihrer Funktion als neutrale Gutachter“ (Ernst et al., 2003, S. 11) zu verwenden hatten, in Deutschland lange verbreitet.

Ertragswertverfahren betrachten grundsätzlich Aufwendungen und Erträge, das heißt, sie orientieren sich am externen Rechnungswesen (Achleitner, 2000, S. 173) bzw. dem Jahresabschluss. Diese Aufwendungen und Erträge werden auf Basis von Vergangenheitsdaten (z. B. letzter Jahresüberschuss oder durchschnittlicher Jahresabschluss der letzten drei Jahre) in die Zukunft prognostiziert (Mandl & Rabel, 2005, S. 37) und anschließend auf den Tag bzw. den Monat oder das Jahr abdiskontiert, zu dem bewertet werden soll. Als Abdiskontierungsfaktor wird grundsätzlich

⁷⁹ Siehe Kapitel 3.2.2.

ein Zinssatz inklusive eines subjektiven Risikozuschlags verwendet (Achleitner, 2000, S. 173; Dolezych, 2003, S. 14). Er dient dazu, die Zeitkomponente der zukünftigen Erträge und Aufwendungen mit zu berücksichtigen und „Entscheidungsalternativen vergleichbar zu machen“ (Leuner, 1998, S. 21).

Wird kein Wachstum angenommen, kann der Unternehmenswert demnach folgendermaßen dargestellt werden (Spremann, 2002, S. 148):

$$\begin{aligned} \text{Wert} &= && (3-1) \\ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{G}{(1+r)^t} &= \frac{G}{1+r} + \frac{G}{(1+r)^2} + \frac{G}{(1+r)^3} + \dots + \frac{G}{(1+r)^{\infty}} = \\ &= \frac{G}{r} = m \times G \end{aligned}$$

Dabei ist der Gewinn mit G bezeichnet und der Diskontierungssatz mit r. Das Ergebnis dieser ewigen Rente ist, dass der Gewinn dividiert durch den Diskontierungssatz, bzw. der Gewinn multipliziert mit einem Multiplikator m respektive dem Kehrwert des Diskontierungssatzes, den Unternehmenswert ergibt.

Im sogenannten „Gordon Growth Model“ wurde das Wachstum später explizit mit aufgenommen (Spremann, 2002, S. 148), was eine Erweiterung der damaligen Innovation von Graham durch Myron J. Gordon (Gordon, 1959; Gordon & Shaprio, 1956) darstellte. Diese Erweiterung wandte Gordon unter anderem in seinem Dividend Discount Model (DDM) an: Statt sich ausschließlich auf reine Jahresabschlussgewinne zu konzentrieren, berücksichtigt Gordon dabei Geldbeträge, das heißt Dividenden, die an die Investoren zurückgehen (Spremann, S. 156). Seine Überlegungen beinhalten in diesem Fall demnach implizit die sogenannte Payout-Ratio, das heißt den Teil der Gewinne, der ausgeschüttet wird. Dabei führt eine hohe Payout-Ratio zu anfänglich hohen Dividenden, durch weniger reinvestierte Mittel und daher geringeres zukünftiges Wachstum jedoch später

zu niedrigeren Dividenden (Spremann, S. 157).⁸⁰ Dies zeigt das Erfordernis, das Wachstum ebenfalls explizit zu berücksichtigen.

Durch diese Unternehmensbewertung werden demnach „die am Bewertungsstichtag für die Zukunft erwarteten Nettoausschüttungen des Betriebs an die Eigentümer“ (Leuner, 1998, S. 15) abgebildet.

Die Formel gemäß dem Dividend Discount Model (Spremann, 2002, S. 158–159) stellt sich wie folgt dar (d_1 steht für die Dividende in einem Jahr, d_2 für die Dividende in zwei Jahren, etc.):

$$\begin{aligned}
 \text{Wert} &= && (3-2) \\
 &= \frac{d_1}{1+r} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_\infty}{(1+r)^\infty} = \\
 &= \frac{d_1}{1+r} + \frac{d_1 \times (1+g)}{(1+r)^2} + \frac{d_1 \times (1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_1 \times (1+g)^{\infty-1}}{(1+r)^\infty} = \\
 &= \frac{1}{r-g} \times d_1 = m \times d_1
 \end{aligned}$$

Unterstellt man eine konstante⁸¹ Wachstumsrate g der Dividenden bzw. der Dividende d_1 , ergibt sich als Unternehmenswert die Erstjahresdividende dividiert durch die Differenz aus Diskontierungssatz und konstanter Wachstumsrate. Auch im Fall der Berücksichtigung von Dividenden und des Wachstums kann der Wert also als Basisgröße multipliziert mit einem Multiplikator m ermittelt werden.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Ertragswertverfahren grundsätzlich durch zwei Hauptkomponenten charakterisiert werden kön-

⁸⁰ Unter bestimmten Voraussetzungen wie der Ausklammerung von Steuern, Reinvestitionsmöglichkeiten zu gleicher Rendite etc. ist die Dividendenpolitik für die Unternehmensbewertung gemäß Modigliani-Miller jedoch irrelevant (Dividendenhöhe und Wachstum sowie deren positive bzw. negative Auswirkungen auf zukünftige Zahlungen gleichen sich aus) (Spremann, 2005, S. 138 ff.).

⁸¹ Das einfache Gordon Growth Model mit konstantem Wachstum wurde zu einem späteren Zeitpunkt zu Modellen mit unterschiedlichen Wachstumsraten etc. weiterentwickelt (insbesondere das zwei- bzw. mehrstufige Modell). Für den Hauptteil bzw. die Beantwortung der Forschungsfragen der vorliegenden Arbeit ist eine Detaillierung dieser Weiterentwicklungen jedoch nicht notwendig.

nen: die Überschusserträge bzw. Dividenden und den Kapitalisierungszinsfuß (Born, 1995, S. 24). Das Verfahren nach Graham knüpft wie gesehen direkt an der Rechnungslegung (Achleitner, 2000, S. 173) an und unterstellt die Ausschüttung des gesamten (nicht wachsenden) Jahresüberschusses. Gordon dagegen widmet sich tatsächlich ausschüttbaren Dividenden und Wachstum. Dies scheint deutlich realistischer als die Verwendung von Aufwendungen und Erträgen und fiktiv ausgeschütteten Jahresüberschüssen, da, aufgrund von Investitionen, die für Wachstum notwendig sind, selten der gesamte Jahresüberschuss einem Eigentümer zu Gute kommen kann. Modigliani-Miller⁸² haben allerdings gezeigt, dass es unter bestimmten Annahmen für die Unternehmensbewertung keine Rolle spielt, ob man von tatsächlich möglichen Ausschüttungen oder fiktiven Ausschüttungen in der Zukunft ausgeht. Der Ausgleichsfaktor beider Arten der Unternehmensbewertung entsteht über das Wachstum bzw. den Wachstumsfaktor g .

3.2.3.1.2 Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren als ausgewähltes fundamentales Bewertungsverfahren

3.2.3.1.2.1 Grundlagen des Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahrens

Kapitel 3.2.3.1.1 hat gezeigt, dass es unter gewissen Annahmen keine Rolle spielt, ob tatsächliche oder fiktive Ausschüttungen (z. B. der gesamte Jahresüberschuss) zur Unternehmensbewertung verwendet werden. Eine weitere Methode der Unternehmensbewertung – die als Spezialform des Dividend Discount Model (DDM) angesehen werden kann und ebenfalls von fiktiven Größen ausgeht, jedoch deutlich detaillierter ist und Investitionen im Gegensatz zur Verwendung fiktiv ausgeschütteter Größen basierend auf Daten der Rechnungslegung (insbesondere Jahresüberschüsse) schon direkt und Abschreibungen bewusst nicht berücksichtigt – ist das Discounted-Cash-Flow- bzw. DCF-Verfahren. Dieses gewann im Anschluss an Rappaports Veröffentlichung „Creating Shareholder Value“

⁸² Siehe Fußnote 80.

(Rappaport, 1986) und der daraus populär bzw. zum Ideal gewordenen Maximierung des Aktionärsvermögens (Ballwieser, 2000, S. 160–166) an Bedeutung. Die Methode sei der „Königsweg“ (Lorson, 1999, S. 57) zur Ermittlung des Shareholder Value (Dinstuhl, 2002, S. 6).

Gegenüber den Ertragswertverfahren hat die DCF-Methode den Vorteil, dass sie direkt an der Entstehung des Wirtschaftsergebnisses (Spremann, 2005, S. 158) ansetzt und mehr Qualität und Genauigkeit bezüglich der Höhe der möglichen Ausschüttungen und des Ausmaßes des Wachstums bietet⁸³ – auch wenn sie unter bestimmten Voraussetzungen das gleiche Ergebnis hervorbringt wie die Ertragswertverfahren und auch sie der Fiktion folgt, dass die Cashflows vollständig ausgeschüttet werden.⁸⁴ Aufgrund dieser Vorteile hat die DCF-Methode in der Praxis eine dominante Rolle im Rahmen von Unternehmensbewertungen erlangt. Als Nachteil ist der Detaillierungsgrad zu nennen, der für die DCF-Methode notwendig ist. Für einen bestimmten Planungszeithorizont (Kunowski & Peemöller, 2005, S. 230) müssen die Cashflows einzeln prognostiziert werden (hier wird nicht einfach von einem konstanten Wachstum ausgegangen): Dafür wird ein auf Basis von Daten zu vergangenen Ertragsentwicklungen aufgestellter Businessplan herangezogen, der – unter bestimmten Annahmen bezüglich der zukünftigen Ertragsentwicklung – die Cashflows für die ersten kommenden Monate bzw. Jahre (zumeist Prognosejahr eins bis fünf oder zehn, abhängig vom Planungshorizont) sehr genau zu prognostizieren versucht und anschließend eine vereinfachte Entwicklung, z. B. die der ewigen Rente, das heißt gemäß Gordon Growth Model, aufzeigt.

Es zeigt sich, dass sich auch die Berechnung der Cashflows an Größen der Rechnungslegung orientieren kann. Dort entnommene Größen werden jedoch um bilanzpolitisch (z. B. Abschreibungspolitik) beeinflussende

⁸³ Insbesondere ist der Cashflow erstens oft genauer prognostizierbar als Gewinne. Zweitens ist beispielsweise die Abschreibungspolitik nur ein Einflussfaktor für die Gewinne, nicht aber die Cashflows. Dies ist der Vorteil, wenn nicht an der (manipulierbaren) Rechnungslegung, sondern direkt an der Entstehung des Wirtschaftsergebnisses angesetzt wird (Spremann, 2005, S. 158–159).

⁸⁴ Gemäß Spremann (2004) ist das DCF-Verfahren besser geeignet, Investitionen zu bewerten. Das Gordon Growth Model allerdings sei besser für tatsächliche hohe Ausschüttungen einer Unternehmung (S. 175).

Themen bereinigt, um von einer Rechnungswesen-Betrachtung zu einer Zahlungsstrom-Betrachtung zu gelangen (Damodaran, 1997, S. 197).

Cashflows

Bei der DCF-Methode wird zumeist von sogenannten freien Cashflows ausgegangen, wobei der freie Cashflow definiert ist als operativer Cashflow minus investiver Cashflow und im Ergebnis den für Ausschüttungen potentiell zur Verfügung stehenden Geldbetrag (in einer komplett eigenkapitalfinanzierten Unternehmung) aufzeigt⁸⁵. Um diesen auch Free Cashflow bezeichneten Cashflow zu errechnen, kann man entweder direkt an Zahlungsströmen, das heißt Einzahlungen und Auszahlungen, anknüpfen oder indirekt, und das ist oft die einfachere Methode, wenn Jahresabschlussdaten vorliegen, an Größen der Rechnungslegung ansetzen. In Anlehnung⁸⁶ an Sundaram (2005a, S. 2) ist der operative Cashflow definiert als:

$$\begin{aligned} \text{Operativer Cashflow} &= && (3-3) \\ &= EBIT \times (1 - \text{Steuersatz}) + \\ &+ \text{Abschreibungen} \\ &- \Delta \text{Nichtflüssiges Umlaufvermögen} + \\ &+ \Delta \text{Nichtverzinsliche kurzfristige Verbindlichkeiten} \end{aligned}$$

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) wird um die zu zahlenden Steuern und die ergebnis-, aber nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen korrigiert (Sundaram, 2005a, S. 2). Zusätzlich werden die Verände-

⁸⁵ Dies ist nicht immer ganz korrekt, da, Substanzdividenden vernachlässigend, „in Kapitalgesellschaften höchstens der Gewinn ausgeschüttet werden darf“ (Spremann, 2005, S. 159). Auch wenn allerdings nur ein Teil tatsächlich ausgeschüttet wird, nimmt man an, dass der restliche Teil des Free Cashflows „im Sinne der Investoren angelegt wird“ und daher als „Substitut zu tatsächlichen Ausschüttungen“ zu sehen ist (Spremann, S. 159).

⁸⁶ Sundaram definiert den operativen Cashflow lediglich aus EBIT, Steuern und Abschreibungen. Die Veränderung im Umlaufvermögen und in den kurzfristigen Verbindlichkeiten nennt er separat. Dies ist jedoch in deutschsprachigen Raum nicht üblich.

rungen im Nettoumlaufvermögen⁸⁷ berücksichtigt – Veränderungen, die liquiditäts-, jedoch nicht erfolgswirksam sind und daher nicht schon im Ergebnis berücksichtigt sind (Damodaran, 1997, S. 197).

Da der Free Cashflow von einer vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmung ausgeht, stellt das I für Interest keine Relevanz dar. Es wird sich jedoch zeigen, dass auch im Fall von Fremdfinanzierung der operative Cashflow derart errechnet wird. Der Tatsache der Fremdfinanzierung und etwaiger Steuerauswirkungen wird anders Rechnung getragen.

Der investive Cashflow beinhaltet im Wesentlichen Investitionen ins Anlagevermögen:

$$\begin{aligned} \textit{Investiver Cashflow} &= & (3-4) \\ &= \textit{Investitionen} \end{aligned}$$

Möchte man vom operativen und investiven Cashflow zum Free Cashflow gelangen, ergibt sich somit folgende Formel (Sundaram, 2005a, S. 2):

$$\begin{aligned} \textit{Free Cashflow} &= & (3-5) \\ &= \textit{Operativer Cashflow} - \textit{Investiver Cashflow} \end{aligned}$$

bzw.

⁸⁷ Nichtflüssiges Nettoumlaufvermögen setzt sich gemäß Damodaran (1997) insbesondere aus Vorräten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen abzüglich Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und Steuerverbindlichkeiten zusammen (S. 207).

$$\begin{aligned} \text{Free Cashflow} &= && (3-6) \\ &= EBIT \times (1 - \text{Steuersatz}) + \\ &+ \text{Abschreibungen} - \\ &- \Delta \text{Nichtflüssiges Umlaufvermögen} + \\ &+ \Delta \text{Nichtverzinsliche kurzfristige Verbindlichkeiten} - \\ &- \text{Investitionen} \end{aligned}$$

Bei diesem Free Cashflow handelt es sich um den Zahlungsstrom, der Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung steht (Keuleneer & Verhoog, 2003, S. 9). Es ist also möglich, den Unternehmenswert als Ganzes (so genannter Enterprise oder Entity Value) zu bestimmen.

Kapitalkosten

Zusätzlich hat man mit der Entwicklung des DCF-Verfahrens begonnen, sich die Frage nach dem passenden Diskontierungssatz genauer zu stellen. Es wurde versucht, die Kapitalkosten deutlich kapitalmarktnäher zu bestimmen – und nicht, wie noch bei Graham (siehe u. a. Spremann, 2002, S. 148), lediglich als Summe aus risikolosem Zinssatz plus subjektivem Risikozuschlag.

Kapitalkosten sind dabei als Opportunitätskosten (Damodaran, 1997, S. 212) identifiziert worden, das heißt diejenige Rendite, die Investoren bei einer Kapitalanlage erwarten – verglichen mit risikoäquivalenten Anlagen im Kapitalmarkt (Rödl, 2002, S. 92). Auf der Grundlage, dass Investoren

1. einen Euro jetzt gegenüber einem Euro morgen (Zeitpräferenz),
2. mehr Vermögen gegenüber weniger Vermögen (Höhenpräferenz) und
3. weniger Risiko gegenüber mehr Risiko (Risikopräferenz)

bevorzugen, wurde in der Finanzierungstheorie das sogenannte Capital Asset Pricing Model respektive CAPM entwickelt. Dieses besagt, dass die erwartete Rendite einer Risikoanlage i ($E(r_i)$) dem risikofreien Zinssatz (r_f) plus einem Risikoaufschlag für die Investition in die Risikoanlage entsprechen muss (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 282; Sundaram, 2006, S. 4):

$$E(r_i) = r_f + \text{Risikoprämie} \quad (3-7)$$

Nur wenn das CAPM Gültigkeit besitzt, ist der Kapitalmarkt im Gleichgewicht (Copeland et al., 2005, S. 147 ff.).

Die weitergehende Analyse des Kapitalmarkts und dessen Gleichgewicht haben sodann gezeigt, dass diese Gleichung folgendermaßen verfeinert werden muss (Sudarsanam, 1995, S. 152):

$$E(r_i) = r_f + \beta \times \text{Marktrisikoprämie} = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (3-8)$$

Die Risikoprämie ergibt sich aus dem den Grad des systematischen, das heißt nicht durch Diversifizierung eliminierbaren Risikos darstellenden Faktors β , multipliziert mit dem Renditeaufschlag des Marktportfolios über dem risikofreien Zins ($r_m - r_f$). Der risikofreie Zinssatz r_f (z. B. 30-jährige Staatsanleihe der Bundesrepublik Deutschland) und die Marktrendite r_m (z. B. die durchschnittliche Rendite des DAX der letzten Jahre bzw. Jahrzehnte) sind dabei weitestgehend direkt aus Kapitalmarktinformationen ablesbar (Sundaram, 2006, S. 9–10). Das β muss über eine vergangenheitsbezogene Regression der Unternehmensrenditen auf die Marktrenditen ermittelt werden (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 285–286).⁸⁸

⁸⁸ Das zu analysierende Unternehmen muss dafür an der Börse gelistet sein. Bei nicht-börsennotierten Unternehmen sind das β bzw. die Kapitalkosten anders zu schätzen (Damodaran, 1997, S. 648). Siehe auch Kapitel 3.3.

Die Prämissen, damit das CAPM korrekte Ergebnisse liefert, sind die folgenden (Dinstuhl, 2002, S. 25; Callahan & Mohr, 1989, S. 158):

- (1) Der Kapitalmarkt ist vollständig (alle Marktteilnehmer sind Preisnehmer, Informationen sind kostenlos und allen zugänglich, keine Steuern und Transaktionskosten, unendliche Teilbarkeit von Aktiva).
- (2) Die Marktteilnehmer sind einperiodige, risikoscheue Vermögensmaximierer.
- (3) Kapital zum risikofreien Zinssatz ist unbegrenzt verfügbar.
- (4) Investitionsentscheidungen erfolgen stets auf Basis von Erwartungswert und Standardabweichung (quadratische Nutzenfunktion oder multivariate Normalverteilung der erwarteten Renditen).
- (5) Homogene Erwartungen der Investoren bezüglich Erwartungswert und Standardabweichung möglicher Portfolios.
- (6) Der Zeithorizont aller Investoren ist gleich.

Werden diese Prämissen eingehalten, erhält man durch Anwendung des einperiodigen⁸⁹ CAPM die erwartete Rendite der untersuchten Anlage i ($E(r_i)$). Diese auch als Eigenkapitalkosten r_{EK} bezeichnete Rendite stellt den korrekten Diskontierungsfaktor der Free Cashflows einer vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmung dar.

3.2.3.1.2.2 Grundfunktionsweise des Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahrens

Nachdem die Grundlagen und beiden zentralen Einflussgrößen für die Discounted-Cash-Flow- bzw. DCF-Methode allgemein erläutert wurden, kann auf die Methode zunächst in allgemeiner Form eingegangen werden.

Dabei wird für die DCF-Methode ein auf Basis von Daten zu vergangenen Ertragsentwicklungen aufgestellter Businessplan – unter bestimmten Annahmen bezüglich der zukünftigen Ertragsentwicklung – das heißt eine

⁸⁹ Einige wissenschaftliche Arbeiten, wie beispielsweise Brennan (1973), verallgemeinerten das CAPM zu einem mehrperiodigen Modell. Ziel war es, Unternehmenswerte bei starker Unsicherheit besser modellieren zu können.

Prognose für Erfolgsrechnung und Bilanz, für einen bestimmten Planungshorizont (meist fünf bis zehn Jahre) herangezogen. Mittels dieser Erfolgsrechnung und Bilanz lassen sich die Cashflows (CF)⁹⁰ für den Planungshorizont ebenfalls genau prognostizieren.

Anschließend lässt sich durch Verwendung der folgenden allgemeinen Present-Value-Formel (u. a. Gitman, Megginson & Smart, 2003, S. 115; Myers, 2001, S. 96)

$$\begin{aligned}
 \text{Present Value des Planungshorizontes } T &= & (3-9) \\
 &= \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} = \\
 &= \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t}
 \end{aligned}$$

der Barwert der Cashflows für den Planungshorizont T feststellen. Gemäß dem Gordon Growth Model werden für den Zeitraum nach dem Planungshorizont eine ewige Rente bzw. Cashflows wachsend mit einer bestimmten Wachstumsrate g angenommen (Sundaram, 2005c, S. 2–3). Dieser sich für das sogenannte Terminal Year, das heißt Jahr nach dem Planungshorizont, als Restwert bzw. Terminal Value errechnende Wert ergibt sich aus:

$$\text{Terminal Value} = \frac{1}{r-g} \times CF_{T+1} . \quad (3-10)$$

Eine kritische, den Gesamtwert stark beeinflussende Größe ist dabei der Wachstumsfaktor g (Damodaran, 1997, S. 621–628). Dieser sollte kleiner als r (r > g im Nenner) und z. B. gemäß dem zu erwartenden langfristigen

⁹⁰ Da die DCF-Methode an dieser Stelle zunächst allgemein vorgestellt wird, geht das Verfahren nicht, wie weiter oben, von dem Free Cashflow, der dem Cashflow einer vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmung entspricht, aus.

Wirtschaftswachstum gewählt werden. Langfristig ist es keiner Unternehmung möglich, stärker als die Gesamtwirtschaft zu wachsen.

Insgesamt lässt sich daher durch die Formel (Damodaran, 1997, S. 621)

$$\begin{aligned}
 \text{Present Value} &= & (3-11) \\
 &= \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} + \\
 &+ \frac{1}{r-g} \times CF_{T+1} \times \frac{1}{(1+r)^T}
 \end{aligned}$$

der Unternehmenswert als Ganzes (sogenannter Enterprise oder Entity Value) errechnen. Möchte man von dort ausgehend den Wert für Eigen- oder Fremdkapitalgeber (Equity- oder Debt-Value) separat bestimmen, lässt sich folgende Formel verwenden (Rödl, 2002, S. 164; Spremann, 2004, S. 194):

$$\begin{aligned}
 \text{Wert des Eigenkapitals} &= & (3-12) \\
 &= \text{Gesamtunternehmenswert} - \\
 &- \text{zinstragendes Fremdkapital} + \\
 &+ \text{Cash}
 \end{aligned}$$

Ist es das Ziel, den Net Present Value, das heißt den Wert für eine Investition in das Unternehmen zum Preis von X, zu errechnen, muss vom oben errechneten Gesamtunternehmenswert (Enterprise Present Value) noch die Summe aus ursprünglicher Eigenkapital- plus Fremdkapitalinvestition abgezogen werden. Geht man vom errechneten Wert des Eigenkapitals (Equity Present Value) aus, muss lediglich die ursprüngliche Eigenkapitalinvestition in Abzug gebracht werden.

3.2.3.1.2.3 Typen von Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren

Im Speziellen lassen sich gemäß Sundaram (2005b) die drei verschiedenen, in Abbildung 35 dargestellten Discounted-Cash-Flow- bzw. DCF-Methoden unterscheiden (S. 4):

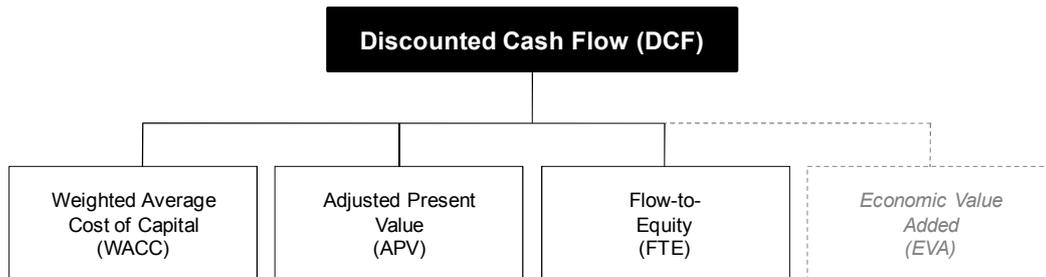


Abbildung 35: Übersicht Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren

Insbesondere handelt es sich dabei um die Cashflow-Diskontierung mit den die Kapitalstruktur direkt berücksichtigenden Kapitalkosten des sogenannten Weighted Average Cost of Capital (WACC), die Kapitalstruktur nach Diskontierung berücksichtigende Adjusted-Present-Value- bzw. APV-Methode sowie die Cashflows der Eigentümer statt Free Cashflows heranziehende Flow-to-Equity- oder FTE-Methode. Ein Sonderfall stellt zusätzlich die Anwendung des Economic-Value-Added- respektive EVA-Verfahrens dar. Als einzige der vier Methoden basiert die Ermittlung des Net Present bzw. Present Value in diesem Fall nicht auf Grundlage eines Cashflows.⁹¹ In diesem Sinne ordnet Sundaram (2005b) den Economic Value Added, als abzuzinsende Periodengröße, bzw. das EVA-Verfahren

⁹¹ Als Basisgröße wird der sogenannte Economic Value Added (EVA) herangezogen. Dieser stellt die Übergewinne bzw. die Betriebsgewinne (EBIAT bzw. Earnings Before Interest After Taxes) nach Abzug etwaiger Zinsen (WACC) auf den Kapitaleinsatz dar. Ausgehend vom Economic Value Added (EVA) wird der Net Present Value, das heißt abzüglich des gebundenen Kapitals des Investors (Barker, 2001, S. 185 ff.; Stern, 2001, S. 140; Stewart, 1991), über eine Diskontierung der einzelnen EVAs mit den gewichteten Kapitalkosten (WACC) errechnet. Die Investition ist genau dann vorteilhaft, wenn der Net Present Value einen positiven Wert aufweist (Bieg & Kußmaul, 2000, S. 116 ff.; Richter & Timmreck, 2003, S. 245).

fälschlicherweise den DCF-Methoden zu. Er begründet die Zuordnung jedoch mit der gleichen Funktionsweise und dem, ceteris paribus, gleichen Endergebnis.

Weighted-Average-Cost-of-Capital-(WACC-)Methode

Bei der Weighted-Average-Cost-of-Capital- oder WACC-Methode wird als Grundlage der Cashflow der vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmung, das heißt der Free Cashflow wie in Kapitel 3.2.3.1.2.1 dargestellt, herangezogen (Sudarsanam, 1995, S. 153). Falls es sich jedoch um eine nicht vollständig eigenkapitalfinanzierte Unternehmung handelt, muss der Tatsache, dass Zinszahlungen in vielen Ländern steuermindernd wirken, über die Kapitalkosten Rechnung getragen werden (Ballwieser, 2005, S. 368). Statt, wie in einer vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmung lediglich die über das CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten für die Diskontierung zu verwenden, wird der folgende Diskontierungssatz verwendet (Sundaram, 2005b, S. 5):

$$\begin{aligned}
 WACC &= & (3-13) \\
 &= r_{EK} \times \frac{EK}{(EK+FK)} + r_{FK} \times \frac{FK}{(EK+FK)} \times (1 - \text{Steuersatz})
 \end{aligned}$$

Dieser gewichtete Diskontierungssatz ergibt sich aus den mittels CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten r_{EK} multipliziert mit der Eigenkapitalquote⁹² der Unternehmung plus den Fremdkapitalkosten r_{FK} , das heißt denjenigen Zinsen, die das Unternehmen für Fremdkapital⁹³ zu zahlen hat, multipliziert mit der Fremdkapitalquote und einem Korrekturfaktor von $(1 - \text{Steuersatz})$ (Jaffe et al., 2008, S. 491). Der zuletzt erwähnte Korrekturfaktor sorgt dabei für den oben bereits beschriebenen Steuervorteil des Fremdkapitals in der Unternehmensbewertung.

⁹² Eigenkapital dividiert durch Gesamtkapital, bestehend aus Eigen- und Fremdkapital.

⁹³ Mit dem Ausdruck Fremdkapital sind stets zinstragende Verbindlichkeiten gemeint.

Die WACC-Methode ist ein Verfahren zur Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts (Drukarczyk, 2003, S. 200). Ausgehend von diesem Gesamtunternehmenswert lassen sich der Wert des Eigenkapitals und auch der Net Present Value bestimmen.

Adjusted-Present-Value-(APV-)Methode

Bei der Adjusted-Present-Value- respektive APV-Methode wird die Unternehmung zunächst so bewertet, als ob sie zu 100 Prozent eigenkapitalfinanziert wäre (Richter, 2002, S. 132 ff.) – das heißt, es wird mit den oben beschriebenen Free Cashflows und durch das CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten gerechnet (Sundaram, 2005b, S. 4).

Zusätzlich wird ein Present Value errechnet, der lediglich die Steuervorteile bzw. Zinsabzugsfähigkeit des Fremdkapitals berücksichtigt (Jaffe et al., 2008, S. 488; Sundaram, 2005b, S. 5). Nimmt man vereinfachend an, dass die Höhe des zinstragenden Fremdkapitals über die Zeit hinweg konstant bleibt⁹⁴, ergibt sich ein sogenanntes „Tax Shield Benefit (TSB)“ (Baetge, Kümmel & Niemeyer, 2005, S. 275–276) von

$$TSB = \frac{\text{Steuersatz} \times r_{FK} \times FK}{r_{FK}} = \text{Steuersatz} \times FK, \quad (3-14)$$

das heißt dem Wert aus Steuersatz multipliziert mit dem Fremdkapital (Sundaram, 2005b, S. 5).

Insgesamt lässt sich der Gesamtunternehmenswert daher folgendermaßen darstellen (Sundaram, 2005b, S. 4):

⁹⁴ In diesem Fall kann die Formel zur Berechnung der ewigen Rente herangezogen werden.

$$\begin{aligned} \text{Gesamtunternehmenswert} &= & (3-15) \\ &= \text{Wert}_{100\% \text{ Eigenkapitalfinanzierung}} + \text{Wert}_{\text{Steuervorteil FK}} \end{aligned}$$

Auch die APV-Methode ermittelt den Gesamtunternehmenswert (Drukarczyk, 2003, S. 200). Der Wert des Eigenkapitals kann im Anschluss direkt bestimmt werden. Sowohl vom Gesamtunternehmenswert als auch vom Wert des Eigenkapitals ausgehend kann zusätzlich der Net Present Value (durch Abzug der ursprünglichen Eigen- und Fremdkapitalinvestition bzw. Eigenkapitalinvestition) ausgerechnet werden.

Flow-to-Equity-(FTE-)Methode

Sowohl WACC- als auch APV-Methode ermitteln den Gesamtunternehmenswert. Mit der sogenannten Flow-to-Equity- bzw. FTE-Methode ist es möglich, den Wert des Eigenkapitals direkt zu bestimmen. Durch Abzug der ursprünglichen Eigenkapitalinvestition gelangt man anschließend vom Present Value zum Net Present Value.

Zentraler Unterschied zu den anderen genannten Methoden ist jedoch, dass der oben beschriebene Free Cashflow nicht mehr direkt zur Diskontierung verwendet wird. Stattdessen muss der Equity Cashflow errechnet werden (Sundaram, 2005a, S. 4–5). Dieser lässt sich indirekt aus dem Free Cashflow über die Formel (Dolezych, 2003, S. 14)

$$\begin{aligned} \text{Equity Cashflow} &= & (3-16) \\ &= \text{Free Cashflow} - \\ &\quad - r_{FK} \times \text{Fremdkapital} + \\ &\quad + \text{Steuersatz} \times r_{FK} \times \text{Fremdkapital} + \\ &\quad + \text{Aufnahme bzw. - Tilgung von verzinslichem Fremdkapital} \end{aligned}$$

oder wie folgt direkt ermitteln (Sundaram, 2005a, S. 4–5):

$$\begin{aligned} \text{Equity Cashflow} &= && (3-17) \\ &= \text{Jahresüberschuss} + \\ &+ \text{Abschreibungen} - \\ &- \Delta \text{Nichtflüssiges Umlaufvermögen} + \\ &+ \Delta \text{Nichtverzinsliche kurzfristige Verbindlichkeiten} - \\ &- \text{Investitionen} + \\ &+ \text{Neuaufnahme Fremdkapital} - \\ &- \text{Rückzahlung Fremdkapital} \end{aligned}$$

Verwendet man diese Equity Cashflows und als Diskontierungsfaktor die Eigenkapitalkosten r_{EK} , erhält man den Wert des Eigenkapitals. Um von dort aus zum Gesamtunternehmenswert zu kommen, kann andersherum der Wert des Fremdkapitals addiert und das Cash abgezogen werden.

Zusammenfassung

Mittels der WACC-, der APV- und auch der von Sundaram (2005b) den DCF-Verfahren nicht korrekt zugeordneten EVA-Methode gelangt man jeweils zum Gesamtunternehmenswert. Nach Abzug von zinstragenden Verbindlichkeiten und Addition von Cash erhält man den Wert des Eigenkapitals bzw. Equity oder Shareholder Value. Über die FTE-Methode erhält man diesen direkt.⁹⁵

⁹⁵ Siehe Abbildung 36.

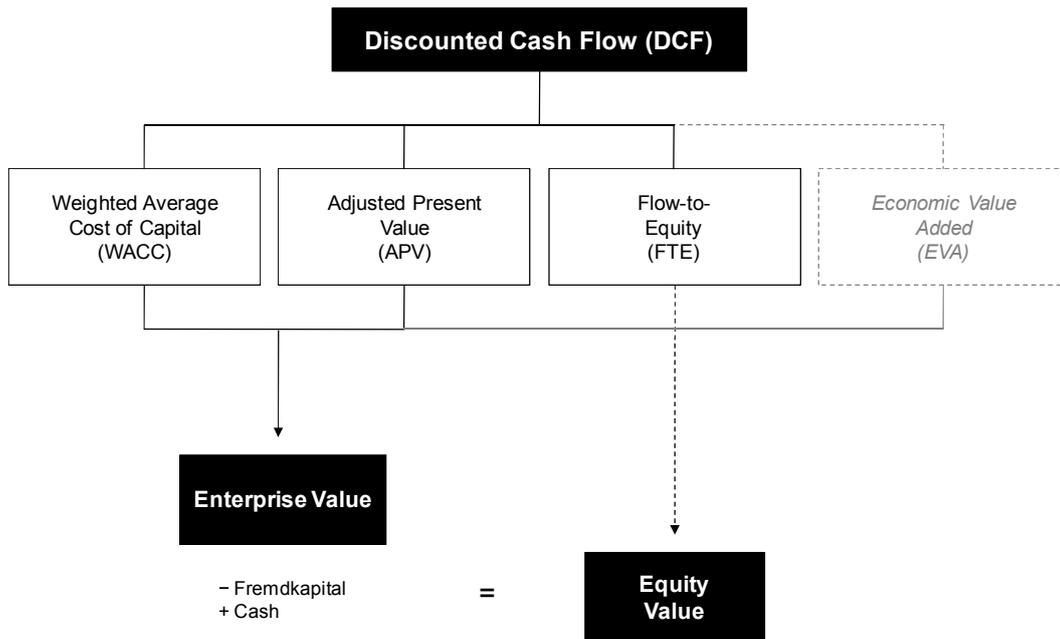


Abbildung 36: Zusammenfassung Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren

Quelle: In Anlehnung an Dinstuhl, 2002, S. 7; Drukarczyk, 2001, S. 204 ff.; Steiner & Wallmeier, 1999, S. 3.

Errechnet man für alle vier Methoden den Net Present Value, basierend auf den gleichen Daten und Annahmen, kommen – über verschiedene Wege – alle zum gleichen Ergebnis (Sundaram, 2005b, S. 5).

3.2.3.2 Kennzeichnung marktorientierter Bewertungsverfahren

Verwendung des Börsenkurses als direkte Wertindikation

Der Aktien- oder Börsenkurs ist der am Kapitalmarkt gehandelte Preis für eine Aktie eines gelisteten Unternehmens. Ein Unternehmen hat dabei die Möglichkeit, sich als Aktiengesellschaft am Kapitalmarkt listen zu lassen, sofern bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Hierzu gehören unter anderem eine gewisse Mindestgröße, ein ausreichend großes Emissionsvolumen oder beispielsweise ein entsprechend börsenfähiges Rechnungswesen.

Sind die Unternehmensanteile einmal am Kapitalmarkt bzw. der Börse handelbar, wird der Börsenkurs durch Angebot und Nachfrage der am Kapitalmarkt agierenden Investoren gebildet (Achleitner, 2000, S. 174). Der an der Börse gehandelte Kurs eines Wertpapiers entspricht dabei dann dem korrekten Preis bzw. Wert eines Unternehmens, wenn der Finanzmarkt arbitragefrei und informationseffizient ist (Spremann, 2005, S. 23). Geht man von derart effizienten Kapitalmärkten aus, gibt der Kapitalmarkt – aufgrund des effizienten Zusammenführens von Angebot und Nachfrage – die bestmögliche Werteinschätzung für ein Unternehmen bzw. dessen Anteile ab.

Vergleichsmultiplikatoren börsennotierter Gesellschaften

Das Ziel des Vergleichs mit börsennotierten Gesellschaften ist es, „Ansätze für den Wert eines nicht notierten Transaktionsobjekts“ abzuleiten (Achleitner, 2000, S. 174). Man arbeitet dabei mit sogenannten Multiplikatoren oder Multiples^{96.97}. Voraussetzung ist jedoch, dass entsprechend ähnliche Unternehmen⁹⁸ im Kapitalmarkt existieren und diese als solche identifiziert werden (Achleitner, S. 174). Zusätzlich nimmt man an, dass „ähnliche Unternehmen ähnlich bewertet werden“ können (Ernst et al., 2003, S. 12) und der Markt Unternehmen korrekt bepreist (Damodaran, 1994, S. 15).

Im Rahmen dieser Unternehmensbewertung geht man folgendermaßen vor: Man untersucht möglichst viele hinsichtlich Potential, Branche, Größe und Geographie ähnliche börsennotierte Unternehmen und ermittelt für diese sogenannte Multiplikatoren. Dabei sind Multiplikatoren nichts anderes als Kennziffern, die zentrale Größen des börsennotierten Unternehmens ins Verhältnis setzen. Am häufigsten wird im Zähler die Kennziffer Marktkapitalisierung verwendet. In Bezug dazu, das heißt im Nenner, wer-

⁹⁶ Sogenannte „Trading-Multiplikatoren“ (Ernst et al., 2003, S. 12).

⁹⁷ Siehe auch Kapitel 3.2.3.1.1.

⁹⁸ Insbesondere hinsichtlich Potential, Branche, Größe und Geographie.

den sodann Größen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Cashflow oder Reingewinn benutzt.

Nachdem man diese Kenngrößen oder Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen⁹⁹ errechnet hat, multipliziert man den jeweiligen Multiplikator mit der jeweils im Nenner berücksichtigten Kenngröße¹⁰⁰ des zu bewertenden Unternehmens (Rödl, 2002, S. 210). Unter der Annahme, dass die über börsennotierte Vergleichsunternehmen errechneten Multiplikatoren auch für das zu bewertende Unternehmen gelten, besteht dadurch die Möglichkeit, eine Wertindikation zu bekommen.

Die Berechnung dieser Multiplikatoren ist ein einfacher Weg, um schnell zu einer Bandbreite für den tatsächlichen Unternehmenswert zu gelangen (Padberg & Padberg, 2006, S. 23). Da jedes Unternehmen jedoch seine Eigenheiten besitzt (Damodaran, 1997, S. 651), sollte diese Art der Unternehmensbewertung sorgfältig durchdacht und gegebenenfalls ausschließlich ergänzend zu anderen Verfahren der Unternehmensbewertung herangezogen werden.

Vergleichsmultiplikatoren vergangener M&A-Transaktionen

Ähnlich wie beim Vergleich mit börsennotierten Gesellschaften aus dem vorherigen Abschnitt tauchen auch beim Vergleich mit vergangenen M&A-Transaktionen Multiplikatoren¹⁰¹ auf. In diesem Fall versucht man, über vergangene Unternehmenskäufe und -verkäufe vergleichbarer Unternehmen eine Wertindikation für das zu bewertende Unternehmen zu bekommen. Auch hier nimmt man vereinfachend an, dass „ähnliche Transaktionen ähnlich bewertet werden“ können (Ernst et al., 2003, S. 12). Die Verhältnisbildung erfolgt in analoger Weise: Im Nenner betrachtet man Größen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Cashflow oder Reingewinn der Unternehmen aus vergleichbaren M&A-Transaktionen. Im Zähler setzt man den

⁹⁹ Bzw. einen Durchschnitt dieser Unternehmen (Bernard, Healy & Palepu, 2004, Abschnitt 7-6).

¹⁰⁰ Insbesondere Umsatz, EBITDA, EBIT, Cashflow oder Reingewinn.

¹⁰¹ Sogenannte „Transaction-Multiplikatoren“ (Ernst et al., 2003, S. 12).

bezahlten Gesamtunternehmenswert ein, um im Ergebnis wiederum verschiedene Multiplikatoren, wenn möglich verschiedener ähnlicher M&A-Transaktionen, für Vergleichszwecke vorliegend zu haben (Böckmann & Löhnert, 2005, S. 414 ff.).

Im Anschluss werden diese Multiplikatoren wieder auf die Kenngrößen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Cashflow oder Reingewinn des zu bewertenden Unternehmens angewandt. Dadurch gelangt man auch hierbei zu einer Wertindikation – unter der Annahme, die Multiplikatoren lassen sich im gegebenen Marktumfeld und in dieser konkreten Transaktion ebenfalls realisieren.

Wiederum stellt sich die Analyse von Vergleichstransaktionen recht einfach dar. Problematisch ist jedoch ebenfalls nicht nur die Individualität jedes Unternehmens, sondern auch die Spezifität jeder Transaktion. Abhängig vom Käufer¹⁰² und dem Marktumfeld¹⁰³ können auch theoretisch gleiche Transaktionen zu unterschiedlichen Multiplikatoren verkauft werden.

3.2.3.3 Kennzeichnung optionsbasierter Bewertungsverfahren

Grundlagen der Realoptionsbewertung

In den fundamentalen Verfahren der Unternehmensbewertung in Kapitel 3.2.3.1.1 und 3.2.3.1.2 war es stets das Ziel, den sogenannten Net Present Value zu errechnen, das heißt die zukünftig resultierenden Vorteile einer Investition abdiskontiert auf den Zeitpunkt der Unternehmensbewertung minus die Investition selbst (Damodaran, 2003, S. 89). Dabei wird allerdings ignoriert, dass es, nachdem man sich für die Investition ins Unternehmen entschieden hat, bestimmte Optionen gibt, die die erwarteten Cashflows deutlich anders aussehen lassen können (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 373).

¹⁰² Synergieeffekte, Kontrollprämien etc. (Achleitner, 2000, S. 175).

¹⁰³ Konjunkturelle Lage, Konkurrenz etc.

An der Börse gehandelte Call- und Put-Optionen beinhalten grundsätzlich das Recht, jedoch nicht die Verpflichtung, die zugrunde gelegte Bezugsgröße¹⁰⁴ je nach Entwicklung zu kaufen oder zu verkaufen (Sundaram, 2004, S. 1). Aus der kapitalmarktbezogenen Optionstheorie kommend hat man sich Mitte der 1980er Jahre daher die Frage gestellt, inwieweit die für diese Optionen entwickelte Entscheidungs- bzw. Bewertungstheorie nicht auch für die Unternehmensbewertung relevant sein könnte (Borison & Triantis, 2003, S. 106). So entstand der Realloptionsansatz, der „Handlungsflexibilitäten des Managements“ bzw. monetäre Vorteile erfasst, die sich durch die Möglichkeit ergeben, „über zukünftige Investitionen und Desinvestitionen auf Basis in Zukunft zufließender Informationen“ entscheiden zu können (Ernst et al., 2003, S. 12).

Baecker und Hommel (2003) definieren Realloptionen dabei als „realwirtschaftliche Entsprechung der Finanzoptionen, nämlich das Recht, unternehmerische Handlungsstrategien an sich verändernde wirtschaftliche Rahmenbedingungen anzupassen“ (S. 197). Eine derartige Investition in eine nicht am Kapitalmarkt handelbare Anlage (Damodaran, 1997, S. 743) mit Realloptionen wird dabei stets durch drei Merkmale charakterisiert: Unsicherheit aufgrund allgemein unbekannter Zukunftsentwicklungen, Irreversibilität, das heißt Nichtumkehrbarkeit der Grundentscheidung, sowie Flexibilität, da – eine bestimmte zukünftige Entwicklung vorausgesetzt – bestimmte Alternativen gewählt werden können. Dies ist aus Abbildung 37 ersichtlich:

¹⁰⁴ Die Bezugsgröße wird als sogenanntes Underlying (z. B. eine Aktie) bezeichnet.

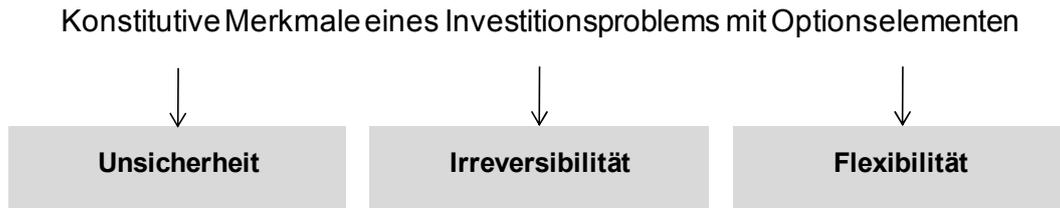


Abbildung 37: Drei konstitutive Merkmale eines Investitionsproblems mit Optionselementen

Quelle: In Anlehnung an Baecker & Hommel, 2003, S. 197.

Grundsätzlich basiert der Realloptionsansatz auf der DCF-Methode, „berechnet aber den Wert von Handlungsmöglichkeiten über spezifische Optionspreismodelle der Finanzwirtschaft“ (Ernst et al., 2003, S. 13) mit ein. Bei Unternehmen mit erwartungsgemäß geringen Cashflows und vergleichsweise hohem Risiko („Financial Distress“) rät Spremann (2006) allerdings dazu, die Optionsbewertung – statt die DCF-Methode – in den Vordergrund zu stellen (S. 167).¹⁰⁵

Bei diesen finanzwirtschaftlichen Bewertungsmodellen handelt es sich um zeitdiskrete oder zeitstetige Modellierungen bzw. Bewertungsverfahren (Ernst et al., 2003, S. 13). Bei den zeitdiskreten Verfahren erfolgt die Unternehmensbewertung dabei so, dass stets ein gutes und ein schlechtes Szenario bei der Aufstellung des Geschäftsplans des sogenannten Underlyings abgebildet werden. Damit verbunden sind somit dichotome Zahlungen (Spremann, 2006, S. 167). Das Resultat ist ein Entscheidungs- bzw. Entwicklungsbaum in der Form, die Abbildung 38 zeigt (Spremann, 2005, S. 356):

¹⁰⁵ In diesem Spezialfall des Financial Distress kann die klassische Abdiskontierung mittels DCF-Methode zu Bewertungsfehlern führen (Spremann, 2006, S. 171).

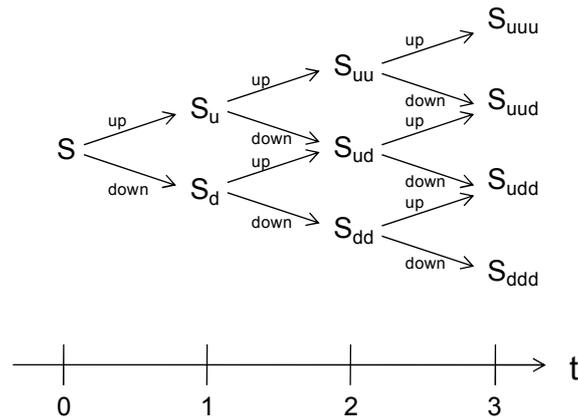


Abbildung 38: Beispiel eines Entscheidungsbaums über drei Zeitintervalle

Quelle: In Anlehnung an Spremann, 2005, S. 356.

Nun kann die Optionsbewertung erstens über die Bildung eines Replikationsportfolios, bestehend aus einer sicheren Anlage und dem die Wirtschaftsentwicklung beschreibenden Underlying, das zu jedem Zeitpunkt im Entscheidungsbaum genau die gleichen Zahlungen erfasst wie die Optionswerte, erfolgen. Nimmt man Arbitragefreiheit im Markt an, muss das Replikationsportfolio den gleichen Wert aufweisen wie die Option. Zweitens besteht die Möglichkeit der Bewertung mit einem Binomial-Modell: Nachdem das Underlying wie in Abbildung 38 dargestellt diskretisiert und der Baum aufgestellt wurde, müssen die zwei Faktoren u („up“)¹⁰⁶ und d („down“)¹⁰⁷ kalibriert und damit die sogenannten risikoneutralen Wahrscheinlichkeiten¹⁰⁸ errechnet werden (Spremann, 2005, S. 370). Anschließend kann rückwärts, das heißt vom Ende des Entscheidungsbaums kommend, der Wert der Option berechnet werden (Spremann, 2005, S. 369).¹⁰⁹

¹⁰⁶ Underlying entwickelt sich nach oben.

¹⁰⁷ Underlying entwickelt sich nach unten.

¹⁰⁸ Risikoneutrale Wahrscheinlichkeiten sind zwei aus „up“ und „down“ bestehende Pseudowahrscheinlichkeiten, die wie effektive Wahrscheinlichkeiten immer zwischen 0 und 1 liegen und zusammenaddiert, wie Wahrscheinlichkeit und Gegenwahrscheinlichkeit, 1 ergeben (Spremann, 2005, S. 348).

¹⁰⁹ Für eine detaillierte Beschreibung der Funktionsweise der Optionsbewertung wird auf Spremann (2005) verwiesen.

Als zeitstetiges Verfahren haben Black und Scholes in den Jahren 1972 bzw. 1973 darauf aufbauend eine „analytische Formel für den Wert einer europäischen¹¹⁰ Call-Option gefunden“ (Spremann, 2005, S. 370), ebenfalls basierend auf dem Replikationsportfolio bestehend aus dem Underlying und der risikofreien Anlage, das die gleichen Cashflows aufweist wie die Option (Damodaran, 2003, S. 91). Diese sieht folgendermaßen aus:

$$\begin{aligned} \text{Wert des Calls} &= & (3-18) \\ &= S \times N(b_1) - K \times e^{-r_f t} \times N(b_2) \end{aligned}$$

mit

$$b_1 = \frac{\left[\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(\frac{r_f + \sigma^2}{2}\right) \times t \right]}{\sigma \times \sqrt{t}} \quad (3-19)$$

$$b_2 = b_1 - \sigma \times \sqrt{t} \quad (3-20)$$

mit

S	=	Wert des Underlyings zum Zeitpunkt t = 0
t	=	Zeit bis zum Fälligkeitszeitpunkt / Verfall der Option
r _f	=	risikoloser Zinssatz
K	=	Ausübungspreis der Option
K × e ^{-r_ft}	=	Ausübungspreis der Option zum Zeitpunkt t = 0
σ ²	=	Varianz des Underlyings
σ	=	Standardabweichung des Underlyings
N(...)	=	kumulative Normalverteilung (...)

¹¹⁰ Man unterscheidet europäische und amerikanische Optionen. Amerikanische Optionen können jederzeit bis zum Fälligkeitszeitpunkt ausgeübt werden, europäische dagegen nur am Fälligkeitszeitpunkt (Sundaram, 2004, S. 1).

Arten von Realoptionen in der Unternehmensbewertung

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur (u. a. Damodaran, 2003, S. 92–105; Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 373–375; Jaffe et al., 2008, S. 241–245) werden insbesondere die in Abbildung 39 dargestellten drei Arten von Realoptionen unterschieden: Verzögerung/Timing, Ausweitung und Abbruch.

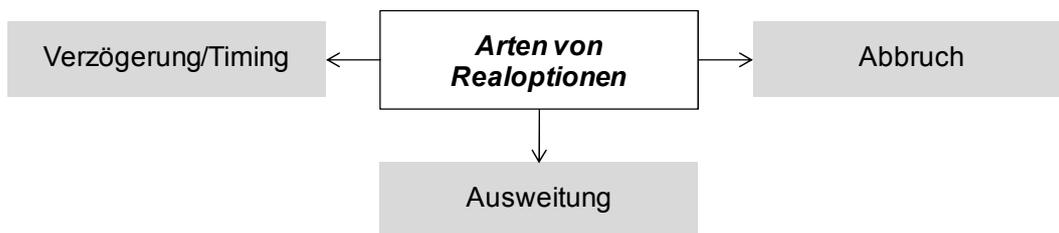


Abbildung 39: Drei Arten von Realoptionen

Die Option Verzögerung/Timing hat dann einen Wert, wenn bestimmte Handlungen verschoben werden können (Damodaran, 2003, S. 92). So kann ein Projekt beispielsweise zum heutigen Zeitpunkt einen negativen Net Present Value aufweisen, jedoch aufgrund einer Veränderung in mindestens einer der beiden zentralen Einflussgrößen der DCF-Methode, dem Cashflow bzw. der Diskontierungsrate, im Laufe der Zeit positiv werden. Nur das Recht und damit die Chance zu erwerben, dass sich Cashflow oder Diskontierungsrate aufgrund veränderter wirtschaftlicher Umweltbedingungen positiv entwickeln, hat einen gewissen Wert (Jaffe et al., 2008, S. 245). Insbesondere bei Exklusivrechten oder Patenten findet eine derartige Bewertung häufig Anwendung (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 373).

Die Ausweitungs- bzw. auch Wachstumsoption genannte Realoption (Luehrmann, 1994, S. 2) – als zweite in Abbildung 39 dargestellte Realoption – berücksichtigt Fälle von Erfolg und Misserfolg beispielsweise von Pilotprojekten. So ermöglicht eine Ausweitungsoption einer Unternehmung

beispielsweise die Erhöhung der Kapazität, eine Einführung von Nachfolgeprojekten oder auch die Möglichkeit der geographischen Expansion, sollten sich die Marktbedingungen positiv verändern (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 373). So könnte der Net Present Value bei der ausschließlichen Evaluierung des Pilotprojekts negativ sein. Berücksichtigt man die Wachstumschancen bei Erfolg des Pilotprojekts jedoch mit, könnte das Bild anders aussehen (Jaffe et al., 2008, S. 242).

Drittens kann die Abbruchoption (Jaffe et al., 2008, S. 242) als relevant angesehen werden. Im Fall, dass ein Projekt bzw. dessen Cashflows nicht den Erwartungen entsprechen, muss der Fortführungswert mit dem Abbruchwert verglichen und der höhere Wert als Indikation für die Fortführung oder den vorzeitigen Abbruch des Projekts angesehen werden (Damodaran, 2003, S. 102–103). Vertragsstrafen beispielsweise in Lieferantenverträgen könnten derartige Abbruchwerte sein (Brigham & Ehrhardt, 2006, S. 374). Das Vorhandensein solcher Vertragsstrafen zeigt, dass die Lieferanten eine Abbruchoption besitzen.

Mittels der dafür erforderlichen Inputgrößen

S	=	Wert bzw. Present Value des Projekts zu $t = 0$
t	=	Zeit bis zum Fälligkeitszeitpunkt / Verfall der Option
r_f	=	risikoloser Zinssatz
K	=	benötigte Investition, um das Projekt zu starten
$K \times e^{-r_f t}$	=	benötigte Investition zum Zeitpunkt $t = 0$
σ^2	=	Varianz des Projekts
σ	=	Standardabweichung des Projekts
N(...)	=	kumulative Normalverteilung (...)

kann der Optionswert beispielsweise mit der analytischen Methode nach Black und Scholes für alle drei Arten von Realoptionen, Verzögerung/Timing, Ausweitung und Abbruch, mathematisch bestimmt werden.

3.3 Schwierigkeit der Bestimmung zentraler Bewertungsparameter für Beteiligungsgesellschaften als Folge des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems

3.3.1 Infragestellung der Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen

Einzelbewertungsverfahren haben als Bewertungsgrundlage die Bilanz. In diesem Bilanzpositionen thematisierenden Kapitel werden somit zunächst hauptsächlich die Besonderheiten der Einzelbewertungsverfahren der Unternehmensbewertung bzw. die Auswirkung der Infragestellung der Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen auf diese Verfahren untersucht. Hierbei wird, um einen systematischen Überblick der Besonderheiten zu bekommen, primär zwischen rechtlich selbständigen Konzerneinheiten, das heißt denjenigen, die in einer eigenständigen rechtlichen Hülle als Tochtergesellschaft geführt werden, und solchen Konzerneinheiten, die nur als Division, Abteilung oder Geschäftsbereich geführt werden und damit rechtlich nicht selbständig sind, unterschieden. Im Anschluss wird am Ende des Kapitels ergänzend auf etwaige Besonderheiten bei Gesamtbewertungsverfahren bzw. im Speziellen bei den fundamentalen Bewertungsverfahren respektive die Schwierigkeiten ihrer Anwendung bei Konzern-Sell-offs aufgrund der Infragestellung der Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen eingegangen.

Zunächst wird die rechtliche Selbständigkeit betrachtet. Hierbei verfügt die Konzerneinheit über eine Bilanz, die der Ausgangspunkt der Einzelbewertungsverfahren ist. Aktiv- und Passivpositionen sind der Konzerneinheit demnach zugeordnet. Grundsätzlich kann eine übernehmende Beteiligungsgesellschaft die Konzerneinheit auf dieser Basis gemäß Zerschlagungs- oder Fortführungswerten beurteilen bzw. bewerten: Im Speziellen ist die Zerschlagungsmethode generell möglich, da es um eine Maximierung der Verwertung der Vermögensgegenstände ohne eine Geschäftsfortführung geht. Es bedarf lediglich genauer Analyse im Rahmen der Due Diligence, welcher Vermögensgegenstand wie zu bewerten ist. Die Fort-

führungsmethode andererseits versucht, einen Fortführungswert der einzelnen Aktiv- und Passivpositionen zu ermitteln. Bei Betriebsnotwendigkeit der einzelnen Aktiv- und Passivpositionen ist das Verfahren wie bei selbständigen, nicht zu einem Konzern gehörenden Unternehmen anwendbar. Geht man allerdings nicht davon aus, dass der Großteil der Aktiv¹¹¹- und Passivpositionen zumindest annähernd betriebsnotwendig ist, ist die Ermittlung eines Fortführungswerts im speziellen Fall von Konzerneinheiten fraglich. Es stellt sich die Frage, welche vorhandenen Aktiv- und Passivposition in welchem Umfang tatsächlich betriebsnotwendig sind. Die Einschätzbarkeit, welche Vermögensgegenstände für die Konzerneinheit betriebsnotwendig sind bzw. welche nicht, nimmt dabei beispielsweise stets umso mehr zu, je funktional selbständiger bzw. marktselfständiger die Konzerneinheit ist: Bei funktional sehr selbständigen Konzerneinheiten dürfte auch der Großteil der Aktiv- und Passivpositionen der Konzerneinheit relativ eindeutig als betriebsnotwendig zuzuordnen sein. Bei funktional weniger selbständigen Konzerneinheiten dagegen können bestimmte, der Konzerneinheit zugeordnete Aktiv- und Passivpositionen auch von anderen Konzernbereichen verwendet werden bzw. nicht derart notwendig sein, wenn die Konzerneinheit nicht Teil des Gesamtkonzerns wäre. Die Anwendbarkeit dieses Einzelbewertungsverfahrens nach Fortführungswerten ist für Beteiligungsgesellschaften daher, selbstverständlich abhängig von der konkreten Transaktion bzw. Situation, nicht immer zuverlässig möglich, da sich die Summe aus betriebsnotwendigem Vermögen zu Reproduktionswerten und nicht-betriebsnotwendigem Vermögen zu Liquidationswerten abzüglich Schulden¹¹² nicht immer einfach bestimmen lässt.¹¹³ Im Fall von strategischen Investoren, für die die Beurteilung der Betriebsnotwendigkeit grundsätzlich einfacher ist und die über eine Organisation

¹¹¹ Hierzu zählen insbesondere auch immaterielle Vermögensgegenstände.

¹¹² Siehe Kapitel 3.2.2.

¹¹³ Orientiert man sich, wie im Jahr 1920 in der Substanzwertmethode getan (Spremann, 2002, S. 141), bei der Einzelbewertungsmethode am Eigenkapital einer Konzerneinheit, gilt das Gleiche. In der Bilanz der Konzerneinheit findet sich zwar eine Position Eigenkapital. Inwieweit dieses jedoch einen fairen Wert widerspiegelt, ist daher fraglich, weil die Betriebsnotwendigkeit der Aktiv- und Passivpositionen durch die Beteiligungsgesellschaft nicht abschließend beurteilt werden kann.

verfügen, in die das Transaktionsobjekt gegebenenfalls angegliedert werden kann, könnte die Situation dagegen etwas anders aussehen.

Im Fall von rechtlich nicht selbständigen Einheiten kann die Anwendung von Einzelbewertungsverfahren ebenfalls nicht einfach sein. Die Aktiv- und Passivpositionen sind der Division bzw. dem Geschäftsbereich nicht eindeutig zugeordnet. Sie sind im Besitz der Gesamtorganisation (Muttergesellschaft) und dürfen von der Einheit mitbenutzt werden bzw. finden sich in der Bilanz der Gesamtorganisation wieder. Im Rahmen des Transaktionsprozesses erfolgt eine Bilanzerstellung für die zu veräußernde Einheit. Hierfür werden Aktiv- und Passivpositionen aus der Bilanz der Gesamtorganisation gedanklich herausgelöst und in eine eigenständige Bilanz transferiert. Anschließend liegt wie bei einer selbständigen Konzerneinheit eine sogenannte Übernahmebilanz vor. Die Beurteilung der transferierten Aktiv- und Passivpositionen zu ihren Buchwerten ist jedoch nicht von einem Wirtschaftsprüfer testiert worden.

Zu Zerschlagungswerten ist die Konzerneinheit durch Erstellung dieser Bilanz trotzdem einigermaßen gut zu bewerten: Im Rahmen des Transaktionsprozesses muss die potentiell übernehmende Beteiligungsgesellschaft die Aktiv- und Passivpositionen auf ihren Liquidationswert hin untersuchen.¹¹⁴ Eine Bewertung zu Fortführungswerten, und in aller Regel ist es das Ziel der Beteiligungsgesellschaft, die übernommene Konzerneinheit fortzuführen, ist allerdings nur schwer adäquat durchführbar. Zwar existiert wie oben beschrieben eine Bilanz – zu beurteilen, inwieweit die transferierten Bilanzpositionen jedoch für die Fortführung notwendig sind, ist vor der Transaktion noch schwieriger einzuschätzen als, wie oben erwähnt, bei rechtlich selbständigen Einheiten. Es kann beispielsweise sein, dass das in die Übergabebilanz gedanklich transferierte Anlagevermögen vor der Transaktion nicht ausschließlich von der zu übernehmenden Konzerneinheit benutzt worden ist, für die Konzerneinheit generell jedoch notwendig ist. In diesem Fall besteht die Möglichkeit, Anlagevermögen, wie z. B. Maschinen, zu transferieren, die die für die Konzerneinheit nach der

¹¹⁴ Insbesondere in der Due Diligence (Liekfett, 2005).

Transaktion notwendigen Funktionalitäten übererfüllen. Bewertet man diese Maschine jedoch zu Wiederbeschaffungswerten, kommt man nicht zwangsläufig zu demjenigen Wert, der betriebsnotwendig ist.¹¹⁵ Dies ist für den veräußernden Konzern, wenn er die Funktionalitäten z. B. durch andere Konzerneinheiten abdecken kann, eine gute Möglichkeit, sich dieser Überkapazität zu entledigen. Ähnliches gilt teilweise für Passivpositionen: Mitarbeiter sind Konzerneinheiten oft nicht eindeutig zuzuordnen. Im Rahmen von Konzern-Sell-offs besteht für den Veräußerer dadurch die Möglichkeit, Pensionsverbindlichkeiten für diejenigen Mitarbeiter, die kurz vor der Pensionierung stehen, in die zu veräußernde Einheit zu transferieren. Bewertet man die angemessenen Pensionsverbindlichkeiten für die aktiven, langfristig zur Verfügung stehenden Mitarbeiter, was dem wahren Wiederbeschaffungswert entspräche, könnte sich ein anderer Wert ergeben. Auch bei denjenigen Mitarbeitern, die im Rahmen des Konzerns nicht vollständig der Konzerneinheit zuzuordnen waren, stellt sich die Frage, inwieweit etwaige Pensionsverbindlichkeiten den Wiederbeschaffungswerten entsprechen und ein darauf basierender Unternehmenswert als fair anzusehen ist.

Neben den vorstehenden Erläuterungen zu Besonderheiten von rechtlich selbständigen bzw. rechtlich unselbständigen Konzerneinheiten ergibt sich ein weiteres Beispiel für die Wirkung der Infragestellung der Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen für die Einzelbewertungsverfahren aus der physischen Abhängigkeit: Sie kann dahingehend auf die Einzelbewertungsverfahren Einfluss nehmen, dass, wenn sich die Konzerneinheit mit anderen Divisionen in einer Immobilie befindet, die Immobilie im Großteil der Fälle nicht Teil der Übernahmebilanz ist. Werden Räumlichkeiten gemietet oder kostenlos zur Verfügung gestellt, unabhängig, ob bei der Muttergesellschaft oder bei einem Dritten, wird dies im Rahmen der Einzelbewertungsverfahren nicht erfasst. Dies ist, wie in Kapitel 3.2.2 beschrieben, ein genereller Kritikpunkt an diesen Verfahren. Ist die Immobilie

¹¹⁵ Die allgemeine Formel, nach der sich der Fortführungswert aus der Summe von betriebsnotwendigem Vermögen zu Reproduktionswerten plus das nicht-betriebsnotwendige Vermögen zu Liquidationswerten abzüglich Schulden ergibt (siehe Kapitel 3.2.2), ist demnach nicht einfach anwendbar.

dennoch Teil der Übernahmebilanz wird der veräußernde Konzern die anderen Divisionen entweder verlagern oder einen langfristigen Mietvertrag abschließen wollen. Eine Reproduktion einer passenden Immobilien- bzw. Mietsituation ist in der Bilanz nur schwer möglich und die Ermittlung eines fairen Unternehmenswerts daher mit gewissen Fragen verbunden.

Nachdem die Schwierigkeiten der Einzelbewertungsverfahren aufgrund der Infragestellung der Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen nun beschrieben wurden, soll ergänzend Folgendes angemerkt werden: Betrachtet man andererseits Gesamtbewertungsverfahren bzw. im Speziellen fundamentale Unternehmensbewertungsverfahren – die die Bilanz nicht als zentrale Bewertungsgrundlage verwenden –, ist insbesondere die Ermittlung der Kapitalstruktur (und dessen fairer Kapitalkosten) als wichtige, in die Ertragswert- und DCF-Verfahren einfließende Größe im Rahmen der Infragestellung der Bilanzpositionen zu nennen. Wenn und soweit die Aktiv- und Passivpositionen nicht als betriebsnotwendig angesehen werden können, steht auch die Ermittlung einer adäquaten Kapitalstruktur in Frage.¹¹⁶

Darüber hinaus ist eine für die Prognose der Zahlungsströme (bei Anwendung der DCF-Methode) notwendige Bilanzprognose bei rechtlich unselbständigen wie auch rechtlich selbständigen Konzerneinheiten schwierig, wenn die Betriebsnotwendigkeit der Bilanzpositionen bzw. deren Höhe nicht zuverlässig eingeschätzt werden kann. Die über die Zeit vorkommenden Bilanzveränderungen, z. B. durch notwendige Investitionen, die den Cashflow beeinflussen, können nicht verlässlich beurteilt werden. Ob die ermittelten Cashflows denen der Realität entsprechen, bleibt in diesen Fällen daher oft äußerst fraglich.

¹¹⁶ Siehe hierzu Kapitel 3.3.3.

3.3.2 Infragestellung im Konzern ermittelter Größen der Erfolgs- und Kapitalflussrechnung

Kapitel 3.3.1 stellte bisher insbesondere gewisse Schwierigkeiten, neben der generellen Kritik an diesen Verfahren¹¹⁷, bei den Einzelbewertungsverfahren fest. Der Grund waren Größen der Bilanz der Konzerneinheit, die als zentraler Ausgangspunkt der Einzelbewertungsverfahren fungieren. Erträge, Gewinne, daraus abgeleitete Dividenden oder auch Cashflows, das heißt im weitesten Sinne Größen der Erfolgs- oder Kapitalflussrechnung, andererseits stellen den Ausgangspunkt der Gesamtbewertungsverfahren bzw. im Speziellen der fundamentalen Bewertungsverfahren dar. Auch diese Größen müssen bei Konzern-Sell-offs infrage gestellt werden und sollen im Folgenden daher auf Besonderheiten untersucht werden. Systematisch wird wiederum zwischen rechtlicher Unselbständigkeit und Selbständigkeit unterschieden.

Vereinfachend gesagt wird bei den Ertragswertverfahren von Dividenden, Erträgen bzw. Gewinnen ausgegangen. Gegeben ein bestimmtes Wachstum g dieser Dividenden, Erträge bzw. Gewinne, wird dann mit einem bestimmten Diskontierungssatz, als das Risiko aufnehmende Größe, auf einen vorgegebenen Zeitpunkt abgezinst. Die DCF-Methode ist, wie Kapitel 3.2.3.1.2 aufgezeigt hat, eine Spezialform des Dividend Discount Model (DDM) und damit der Ertragswertverfahren.

Betrachtet man die Ertragswertverfahren und sieht sich dem Fall von rechtlicher Unselbständigkeit ausgesetzt, werden Erträge, Gewinne oder ausschüttbare Dividenden dieser isolierten Konzerneinheit nicht per se schon vom Wirtschaftsprüfer testiert. Bei rechtlich unselbständigen Konzerneinheiten fehlt, wie in Kapitel 2.2.2.2.1 dargelegt, die Notwendigkeit, testierte Jahresabschlüsse aufzustellen und interne Leistungsbeziehungen (stets) „at arm's length“ (Gregoriou & Read, 2007, S. 149) abzubilden bzw. zu verrechnen. Sollten bestimmte Funktionen nicht vorhanden sein und nicht mit marktgerechten Verrechnungspreisen entlohnt bzw. zu fairen

¹¹⁷ Siehe Kapitel 3.2.2.

Kostenumlagen¹¹⁸ veranschlagt werden, ist die korrekte Ermittlung der Basisgrößen nicht bzw. nur mit erheblichem, oft für den Konzern aufgrund des Einblicks in den Gesamtkonzern auch nicht vertretbarem Aufwand möglich. Derartiger Aufwand sind die Umlegung bzw. Schlüsselung bestimmter Gemeinkostengrößen und die gedankliche Verrechnung marktüblicher Verrechnungspreise (Copeland et al., 2002, S. 364 f.). Die Ermittlung bzw. Schlüsselung der Gemeinkosten der Konzerneinheit erfolgt dabei immer auf fraglichen Annahmen und es bleibt offen, ob die Gemeinkosten auf selbständiger Basis nicht potentiell anders aussehen würden. Gleiches gilt für die Verrechnungspreise: Sollte es keine marktüblichen Verrechnungspreise und beispielsweise auch keine selbständigen Vergleichsunternehmen geben (Copeland et al., 2002, S. 365), die man als Maßstab heranziehen könnte, ist die Kalkulation der relevanten Basisgrößen wie Dividenden, Erträge oder Gewinne stark von in diesem Fall zu treffenden, sehr unsicheren Annahmen abhängig. Ob die errechneten bzw. im Verkaufsprozess vom Verkäufer ermittelten Größen wie mögliche Dividenden, Erträge oder Gewinne daher den Dividenden, Erträgen bzw. Gewinnen entsprechen, die sich auch nach einer Transaktion ergeben würden, bleibt grundsätzlich fraglich.

Erschwerend wirkt bei bestimmten Unternehmensfunktionen sowie (mindestens Teil-)Marktunselbständigkeit oder auch sicheren Finanzierungsarten (EAV oder Cashpool-Anbindung) zusätzlich das Vorhandensein bestimmter „passiver Verbundwirkungen in Form von Synergieeffekten“ (Meichelbeck, 2005, S. 445), wie es unter anderem in Kapitel 2.2.2.2.2 und 2.2.2.2.4 beschrieben wurde. Derartige Verbund- und Synergieeffekte sind dabei nicht zu unterschätzen, da sie die Umsatz- bzw. Kostensituation nach einer Transaktion, das heißt, wenn die Konzerneinheit bereits im Eigentum eines Käufers, z. B. einer übernehmenden Beteiligungsgesellschaft, ist, vollständig anders aussehen lassen können als vorher, sprich im Zeitpunkt, zu dem die Konzerneinheit noch zum Konzern gehörte.

¹¹⁸ Unter anderem auch Miete.

Auch bei der DCF-Methode bzw. Ermittlung der Cashflows mittels der direkten, das heißt bei der direkt an Zahlungsströmen anknüpfenden, Methode, sind diese bei rechtlicher Unselbständigkeit wenig aussagekräftig, wenn funktionale Abhängigkeit vorliegt, interne Leistungs- bzw. Kostenbeziehungen nicht marktgerecht abgebildet sind oder passive Verbundwirkungen existent sind. Erfolgt die Cashflow-Ermittlung indirekt, das heißt auf Größen der Rechnungslegung aufsetzend, fehlt wiederum die Basis: ein zuverlässiger Gewinn bzw. EBIT. Darüber hinaus ist auch eine Bilanzentwicklung, die zur Ermittlung der Veränderungen zwischen zwei Zeitpunkten für die indirekte Cashflow-Ermittlung benötigt wird, aufgrund der Fragwürdigkeit der im Vorkapitel beschriebenen Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen nicht genau prognostizierbar. Als Resultat können auch Veränderungen im Umlaufvermögen und bei den kurzfristigen nichtverzinslichen Verbindlichkeiten nicht derart ermittelt werden, dass ein zuverlässiges Bild voraussichtlich erreichbarer Cashflows einer nicht mehr zum Konzern gehörenden Gesellschaft entsteht. Damit fehlt bei rechtlich unselbständigen Konzerneinheiten auch bei der DCF-Methode die Möglichkeit, den auf Basis bestimmter vergangener Ergebnisse bzw. Cashflows aufsetzenden Businessplan für einen bestimmten Prognosezeitraum verlässlich zu erstellen.

Als zweite in die Unternehmensbewertung nach Ertragswert- bzw. DCF-Verfahren einfließende Größe ist das Wachstum g , das Dividenden, Erträge, Gewinne oder Cashflows in Zukunft aufweisen sollen, von zentraler Bedeutung. Hier kann bei rechtlicher Unselbständigkeit die gleiche Fragwürdigkeit angeführt werden: Da Wachstum bzw. eine Wachstumsrate stets von einer Basis¹¹⁹ aus gerechnet wird bzw. abhängig ist und die Basis, wie oben bereits dargelegt, nicht eindeutig als korrekt bestätigt werden kann, ist auch eine in die Unternehmensbewertung aufzunehmende Wachstumsrate stets fraglich.

Hat man andererseits einen Fall von rechtlicher Selbständigkeit vorliegen, ist die Basis der Unternehmensbewertung, das heißt Erträge, Gewinne,

¹¹⁹ In diesem Fall Dividenden, Erträge, Gewinne oder Cashflows.

potenziell ausschüttbare Dividenden oder generierbare Cashflows, grundsätzlich zuverlässiger gegeben. Die vom Wirtschaftsprüfer für die zu veräußernde Konzerneinheit regelmäßig testierten Jahresabschlüsse, inklusive Ertrags- und Gewinndarstellungen mit zumeist ‚at arm’s length‘ erfolgenden Konzernverrechnungen, liegen für die Vergangenheit vor. Ob diese durch andere Kostenumlagen oder Leistungsbeziehungen bzw. ohne passive Verbundwirkungen in der Konzernunabhängigkeit allerdings exakt gleich aussehen, bleibt gleichermaßen fraglich.

3.3.3 Schwierigkeit der Risikoeinschätzung zur Ermittlung eines adäquaten Diskontierungssatzes

Neben der Infragestellung der im Konzern ermittelten Größen der Erfolgs- und Kapitalflussrechnung bzw. deren Folge insbesondere für die fundamentalen Bewertungsverfahren, ist der Diskontierungssatz eine bedeutende, für die Ertragswert- und DCF-Verfahren zu ermittelnde Größe. Dessen Besonderheiten bei Konzern-Sell-offs werden daher im Folgenden analysiert.

Zunächst ist hierzu Nachstehendes anzumerken: Um in dem Diskontierungsfaktor ein angemessenes Risiko darzustellen, bedarf es generell einer präzisen Einschätzung des Risikos. Wenn schon die Dividenden-, Ertrags-, Gewinn- bzw. Cashflow-Lage bei Unselbständigkeit als fragwürdig eingestuft wird¹²⁰, kann auch das Risiko aus der Erzielung bestimmter Dividenden, Erträge, Gewinne und Cashflows nicht zuverlässig ermittelt werden.

Weiter zeigt sich die Tatsache, dass das CAPM für die Herleitung einer sich am Kapitalmarkt orientierenden Diskontierungsrate¹²¹ nicht verwendet werden kann, da die Ermittlung der Risikoprämie, das heißt insbesondere des das systematische Risiko widerspiegelnden β -Faktors, äußerst schwierig ist (Dinstuhl, 2002, S. 231). Das Hauptproblem ist, dass man

¹²⁰ Siehe Kapitel 3.3.2.

¹²¹ Siehe Kapitel 3.2.3.1.2.

diesen Faktor bei nicht-börsennotierten Unternehmen nicht mittels üblicher Regression ermitteln kann (Damodaran, 1997, S. 648).¹²² In nicht-börsennotierten Fällen schlagen Copeland et al. (2002) für die Ermittlung des β -Faktors grundsätzlich zwei Methoden vor: Interviews oder Vergleiche mit anderen Unternehmen¹²³ (S. 371). In Interviews einerseits sollen Manager dazu aufgefordert werden, ihr Unternehmensrisiko in eine Liste von Branchen, für die vom Kapitalmarkt abgeleitete β -Faktoren vorhanden sind, einzuordnen. Ziel der Vergleiche ist es, börsennotierte Unternehmen mit ähnlichem Risikoprofil zu identifizieren und deren β -Faktor zu übernehmen. Vergleiche mit anderen Unternehmen andererseits verwenden das β von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und übertragen dieses auf das zu bewertende Unternehmen. Neben diesen zwei Hauptmethoden von Copeland et al. (2002) existieren darüber hinaus noch weitere, in Abbildung 40 beispielhaft aufgezeigte, Methoden, um sich dem β -Faktor anzunähern:

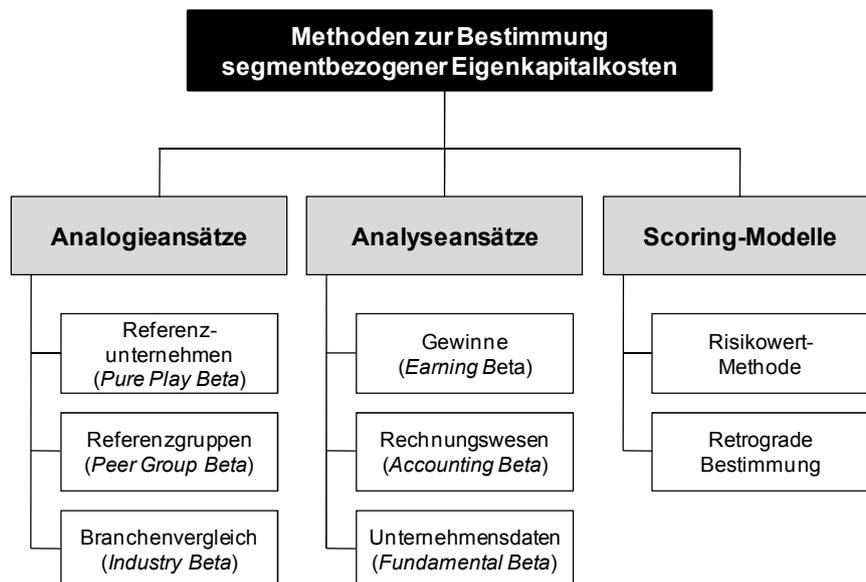


Abbildung 40: Methoden zur Bestimmung segmentbezogener Eigenkapitalkosten

Quelle: In Anlehnung an Dinstuhl, 2002, S. 235; AKF, 1996, S. 550–558.

¹²² Das CAPM ist auf die Unternehmensbewertung von an der Börse gelisteten Unternehmen mit entsprechender Verfügbarkeit von Vergangenheits- und Vergleichsdaten gerichtet.

¹²³ Unter anderem durch multiple Regressionsanalyse.

Neben Interviews und Vergleichen mit anderen Unternehmen erscheinen allerdings auch die weiteren Methoden aus Abbildung 40 aufgrund der zumeist erheblichen Informationsintransparenz¹²⁴ nur mit beträchtlichem Aufwand anwendbar. Selbst wenn die Methoden teilweise grundsätzlich nutzbar sind, ist das Ergebnis aufgrund oft großer Varianz zumeist trotzdem nicht zufriedenstellend: Bereits kleine Fehleinschätzungen in Bezug auf die Diskontierungsrate können den Unternehmenswert aufgrund seiner Sensitivität gegenüber den Kapitalkosten vollständig falsch aussehen lassen. Existiert beispielsweise ein Klumpenrisiko, das heißt eine Kunden- oder auch Lieferantenkonzentration, müsste dies bei der Ermittlung der Kapitalkosten mit berücksichtigt werden. Eine Quantifizierung dieser Risiken ist allerdings äußerst schwierig. Gleiches gilt z. B. bei physischer Abhängigkeit bzw. vorhandener kultureller Vernetzung oder Unselbständigkeit des Managements, da auch die Herauslösung der Unternehmenskultur bzw. ein Managementwechsel mit erheblichem Risiko verbunden ist.

Wie in Kapitel 3.2.3.1.1 und insbesondere Kapitel 3.2.3.1.2 aufgezeigt werden, je nach Art der Methode, grundsätzlich unterschiedliche Kapitalkosten verwendet: Bei einer vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmung werden die generell mittels CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten zur Diskontierung herangezogen. Eine Situation, in der es sich jedoch nicht um eine vollständig eigenkapitalfinanzierte Unternehmung handeln soll¹²⁵, wirft weitere Probleme auf: Der Diskontierungssatz muss mit Hilfe der WACC-Methode abgeändert oder die Bewertungsformel gemäß APV-Verfahren ergänzt werden. Für diese Anpassungen sind grundsätzlich zwei zusätzliche Größen in die Unternehmensbewertung mit einzubeziehen: einerseits die Höhe des Fremdkapitals (gegenüber der Höhe des Eigenkapitals) und andererseits die Kosten des Fremdkapitals.

Lag bei einer rechtlich selbständigen Konzerneinheit vor der Transaktion ein EAV – oder eine Cashpool-Anbindung – vor, sind die in der Vergan-

¹²⁴ Mindestens für die eine Unternehmensbewertung durchführende Beteiligungsgesellschaft.

¹²⁵ Der Einsatz von (teils sehr hohem) Fremdkapital ist bei Beteiligungsgesellschaften üblich.

genheit erlangten Konditionen für Fremdkapital nicht repräsentativ – da Ergebnisabführungsverträge bzw. Cashpool-Anbindungen für einen Fremdkapitalgeber wie eine Sicherheit wirken: Die Insolvenz aufgrund einer bilanziellen Überschuldung – beim Cashpool aufgrund einer Zahlungsunfähigkeit – ist bei Solvenz der Muttergesellschaft ausgeschlossen. Dahingehend sind die Konditionen, zu denen der Fremdkapitalgeber sein Kapital zur Verfügung stellt, deutlich günstiger als im Fall ohne diese Sicherheit. Wie die Konditionen bzw. Fremdkapitalkosten im Fall ohne EAV bzw. Cashpool-Anbindung aussehen¹²⁶, bleibt fraglich und müsste mit den (gegebenenfalls neuen) Fremdkapitalgebern vor der Transaktion, da der EAV bzw. die Cashpool-Anbindung mit dem Konzern bei derartigen Transaktionen aufgelöst wird, im Detail besprochen werden.

Gleiches gilt, wenn eine rechtlich selbständige Konzerneinheit vor der Transaktion über Fremdkapital verfügte, der Fremdkapitalgeber jedoch über anderes Sicherheitensubstrat von der Muttergesellschaft bessergestellt war. In diesen Fällen verspricht der Konzern dem Fremdkapitalgeber den Zugriff auf bestimmte, nicht der Konzerneinheit zurechenbare Sicherheitsleistungen. Dies wiederum schlägt sich in niedrigeren Fremdkapitalkosten für die Konzerneinheit nieder. Ob und zu welchen Konditionen sich ein Fremdkapitalgeber bei der Konzerneinheit ohne derartige Sicherheiten¹²⁷ engagiert, muss daher ebenfalls hinterfragt werden. Sofern der Konzern die Sicherheiten nicht für einen Übergangszeitraum aufrechterhält – was die Frage nach fairen Konditionen offenließe –, müssten die Fremdkapitalgeber vor der Transaktion auch hier für eine Neuverhandlung einzeln kontaktiert werden.

Bei rechtlicher Unselbständigkeit und damit fehlender testierter Jahresabschlüsse ist ein Neuengagement von Fremdkapitalgebern gleichermaßen fraglich, da etwaige Fremdkapitalgeber der gleichen Intransparenzsituation ausgesetzt sind wie die Beteiligungsgesellschaft.

¹²⁶ Beteiligungsgesellschaften können in der Regel keine gleichwertigen Sicherheiten bieten.

¹²⁷ Beteiligungsgesellschaften können in der Regel keine gleichwertigen Sicherheiten bieten.

3.3.4 Schwierigkeit des Auffindens geeigneter Vergleichsmultiplikatoren

Kapitel 3.3.1 bis 3.3.3 offenbarten bisher Besonderheiten von Konzern-Sell-offs bei Einzelbewertungsverfahren und insbesondere fundamentalen Bewertungsverfahren. Die Besonderheiten bei der Bewertbarkeit einer Konzerneinheit mittels Vergleich mit börsennotierten Gesellschaften oder vergangenen M&A-Transaktionen (marktorientierte Verfahren) sollen im Folgenden zusätzlich angesprochen werden.

Zentral hierbei ist, dass die marktorientierten Verfahren ebenfalls entscheidend von Basisgrößen wie Dividenden, Erträgen, Gewinnen oder Cashflows abhängen. Solange Kenngrößen wie beispielsweise Umsatz, EBITDA, EBIT oder Reingewinn von der Konzerneinheit bekannt sind, ist eine Grundvoraussetzung für eine Multiplikatorenanwendung gegeben. Die Frage, die sich in (insbesondere funktional und marktseitig) nicht selbständigen Konzerneinheiten stellt, ist jedoch, wie zuverlässig die Größen Umsatz, EBITDA, EBIT oder Reingewinn ermittelbar sind. Funktionale Abhängigkeiten können potentiell zu nicht fairen Kostenschlüsselungen bzw. Verrechnungspreisen führen. Erschwert wird dies im Fall rechtlicher Unselbständigkeit. Hier ist besonders fraglich, ob die im Transaktionsprozess vom Verkäufer dargelegten Kenngrößen der Realität entsprechen: Wie weiter oben dargelegt, müssen Bilanzen und Erfolgsrechnungen für Abteilungen bzw. Geschäftsbereiche nicht erstellt werden – das heißt, die im Rahmen des Transaktionsprozesses aufgezeigten Bilanzen und Erfolgsrechnungen sind demnach auch nicht von einem Wirtschaftsprüfer verifiziert.

Von entscheidender Bedeutung für die Anwendbarkeit einer Multiplikator-Methode, das heißt des Vergleichs mit börsennotierten Unternehmen oder vergangenen M&A-Transaktionen, bzw. einer derartigen Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts ist jedoch außerdem die Verwendung eines fairen Multiplikators. Für die Ermittlung des Multiplikators bzw. die Auswahl vergleichbarer börsennotierter Unternehmen und vergangener M&A-Transaktionen spielen allerdings insbesondere Faktoren wie Unternehmensgröße, Risikoprofil und Wachstumschancen eine wesentliche Rolle.

Da Konzerneinheiten oft deutlich kleiner als börsennotierte Unternehmen sind und häufig andere, vor einer Transaktion aufgrund der fehlenden Selbständigkeit nicht einschätzbare Risikoprofile bzw. Wachstumsaussichten besitzen, ist auch das Auffinden bzw. die Ermittlung von Vergleichswerten entsprechend schwierig: Eine Konzerneinheit, bei der große Teile des Umsatzes bzw. Ergebnisses durch den Mutterkonzern verursacht werden, ist im Risikoprofil beispielsweise zumeist nicht mit börsennotierten Unternehmen oder vergangenen M&A-Transaktionen zuverlässig vergleichbar.

3.3.5 Fehlende Nutzbarkeit des Aktienkurses als direkte Wertindikation

Ob und wie der Aktienkurs (marktorientierte Verfahren) bei Konzerneinheiten als Wertindikator herangezogen werden kann, soll im Folgenden, hier wiederum unterteilt nach rechtlicher Unselbständigkeit und Selbständigkeit, ebenfalls betrachtet werden. Auch für dieses Verfahren offenbaren sich Besonderheiten bei Konzern-Sell-offs.

Im Fall der fehlenden rechtlichen Selbständigkeit sind Konzerneinheiten in der Regel nicht an der Börse gelistet. Ohne eine Börsennotierung ist die Konzerneinheit daher als „individuelles Gut“ (Meuli, 1996, S. 29) anzusehen, das keinen derartigen Marktpreis besitzt (Helbling, 1995, S. 48). Somit ist auch eine Bewertung mittels des Aktienkurses nicht möglich. Die einzige Ausnahme stellt der Tracking Stock¹²⁸ dar. Gemäß Bühner (2004) wird dabei eine zusätzliche Gattung von Aktien ausgegeben, „deren Wert die Entwicklung eines genau definierten Geschäftsbereichs des Konzerns abbildet“ (S. 6). Wie aus dieser Definition jedoch ersichtlich, muss der Geschäftsbereich genau definiert sein. In der Regel gehen mit der rechtlichen Unselbständigkeit jedoch weitere Abhängigkeiten einher, so dass die genaue Definition nicht möglich ist. Folglich ist daher auch die Unternehmensbewertung über den Börsenkurs nicht möglich.

¹²⁸ Siehe Kapitel 2.1.3.

Handelt es sich dagegen um rechtlich selbständige Tochtergesellschaften, ist eine Börsennotierung grundsätzlich denkbar. In diesen Fällen ist die Bewertung mittels Betrachtung des Aktienkurses möglich. In der Regel sind Tochtergesellschaften jedoch zu 100 Prozent Teil des Mutterkonzerns und ihre Anteile daher nicht öffentlich handelbar. In anderen Fällen bestehen sogenannte Joint Ventures (Gutmann & Kabst, 2000, S. 261), bei dem sich meist zwei Unternehmen die Anteile an der Tochtergesellschaft teilen. Auch in diesen Fällen ist jedoch nur selten eine Börsennotierung zu beobachten. Dies zeigt, dass der Börsenkurs bei Konzerneinheiten nur in den seltensten Fällen zur Beurteilung des Unternehmenswerts herangezogen werden kann. Der Grund liegt unter anderem darin, dass eine Börsennotierung nur für sehr selbständige Konzerneinheiten möglich ist. Funktional stark abhängigen Konzerneinheiten beispielsweise steht die Börse aufgrund fehlender Transparenz nicht offen.

3.3.6 Unkenntnis unternehmerischer Optionen

Abschließend, nachdem auf Besonderheiten bei Konzern-Sell-offs für Einzelbewertungsverfahren sowie fundamentale und marktorientierte (Gesamtbewertungs-)Verfahren in Kapitel 3.3.1 bis 3.3.5 eingegangen wurde, sollen kurz die Besonderheiten der optionsbasierten Verfahren thematisiert werden:

Wie in Kapitel 3.2.3.3 ersichtlich wurde, bauen die optionsbasierten Unternehmensbewertungsverfahren grundsätzlich auf der Idee des Discounted Cash Flow (DCF) auf. Die bereits dargelegten Besonderheiten der DCF-Methode gelten hier somit grundsätzlich vollständig analog.¹²⁹

Zusätzlich ist anzumerken, dass, aufgrund der Tatsache, dass die aktuelle Situation der Konzerneinheit in verschiedenster Hinsicht – beispielsweise bezüglich Marktposition, Kostenposition o. Ä. – nicht zuverlässig einschätzbar ist, auch die Bewertung zukünftiger Optionen, die sich u. a.

¹²⁹ Siehe Kapitel 3.3.1 bis 3.3.3.

stets aus der aktuellen Situation ergeben, nicht verlässlich durchführbar ist. Das Resultat ist, dass eine optionsbasierte Unternehmensbewertung vor der Konzern-Sell-off-Transaktion nicht aussagekräftig anwendbar ist.

4 Darstellung des Earn-outs zur Kaufpreisermittlung bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

4.1 Kennzeichnung des Earn-outs als Instrument der Kaufpreisermittlung

4.1.1 Definition des Earn-outs

Unter einem Earn-out, auch „Besserungsoptionsmodell“ genannt (Tallau, 2009, S. 8), versteht man in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur, „wenn der Kaufpreis an die zukünftige Entwicklung des zur Veräußerung stehenden Unternehmens gekoppelt wird“ (Brüser, 2007, S. 71). Gemäß dem Begriff der „contingent payments“ (Bruner, 2004, S. 609 ff.) werden „zeitlich verzögerte Kaufpreiszahlungen, die an den Eintritt bestimmter Ereignisse oder ähnlicher Kriterien geknüpft sind“ (Hölscher, Nestler & Otto, 2007, S. 361), festgelegt. Zentral für einen Earn-out ist damit die zeitliche Verlagerung der Kaufpreisfestlegung bzw. -zahlung in die Zukunft (Labbé, 2004, S. 117; Reum & Steele, 1970, S. 83) bzw. einen Zeitpunkt nach Vollzug der Transaktion, maximal jedoch bis zum Ende der sogenannten Earn-out-Periode¹³⁰. Durch die Earn-out-Struktur wird dadurch „eine Verbindung hergestellt zwischen dem Preis, den ein Käufer aufgrund seiner historischen Informationen zu zahlen bereit ist, und dem Wert, den der Verkäufer dem Unternehmen aufgrund der Erwartung zukünftiger Gewinne zumisst“ (Meuli, 1996, S. 86), sowie eine Transaktion ermöglicht, obwohl bezüglich der Bewertung kein Konsens besteht (Ang & Kohers, 2000, S. 445).

Die Art der Ermittlung und gegebenenfalls einzubeziehende Annahmen dieses zukünftigen Kaufpreises sind bei Abschluss der Transaktion festgelegt und vertraglich fixiert.

¹³⁰ Die Earn-out-Periode ist derjenige Zeitraum, auf Basis dessen die zeitlich verlagerte Kaufpreiszahlung ermittelt wird (Sherman, 1998, S. 784).

Sofern sich Käufer und Verkäufer in den Preisverhandlungen einigen, kann der bezahlte Kaufpreis für ein Unternehmen, im vorliegenden Fall analog eine Konzerneinheit, dabei grundsätzlich aus einem sofortigen Kaufpreis, der beim Closing¹³¹ der Transaktion bezahlt wird, und einem Teil des Kaufpreises, der auf Basis zukünftig realisierter Ergebnisse (sogenannte Basisgröße) bezahlt wird (Pearson, 1999, S. 24), das heißt einer „verzögerten Kaufpreiszahlung“ (Jung, 1993, S. 296) bzw. der sogenannten Earn-out-Komponente, bestehen. Dies ist aus Abbildung 41 ersichtlich, die die drei wesentlichen Zeitpunkte der Earn-out-Vereinbarung ansatzweise darstellt:

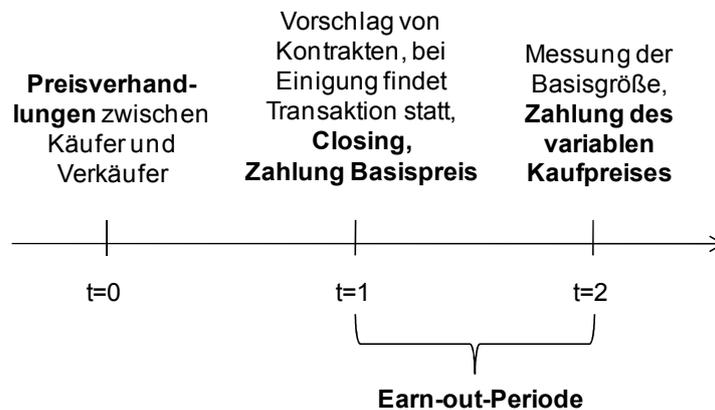


Abbildung 41: Zeitliche Struktur von Earn-out-Vereinbarungen

Quelle: In Anlehnung an Piehler, 2007, S. 48.

Abhängig von der Strukturierung der Verträge, der Aufteilung zwischen Basiskaufpreis und variablem Kaufpreis sowie der Entwicklung, kann die Gesamtkaufpreiszahlung demnach verschiedenste Formen annehmen. Ausgehend von einem Basiskaufpreis bei Closing, kann der Gesamtkauf-

¹³¹ Als Closing bezeichnet man den Vollzug des Vertrags (Pöllath+Partners [P+P], 2007, S. 59). Das Signing andererseits ist die Unterzeichnung der Kaufverträge. Signing und Closing können aufgrund von sogenannten aufschiebenden Bedingungen, typischerweise insbesondere Prüfungen des Kartellamts, zeitlich auseinanderfallen.

preis deutlich über diesem liegen, ungefähr auf gleicher Höhe verbleiben oder, bei entsprechend schlechter Performance, sich auch darunter bzw. sogar im negativen Bereich (Vischer, 2002, S. 510) befinden. Eine beispielhafte Übersicht gibt Abbildung 42:

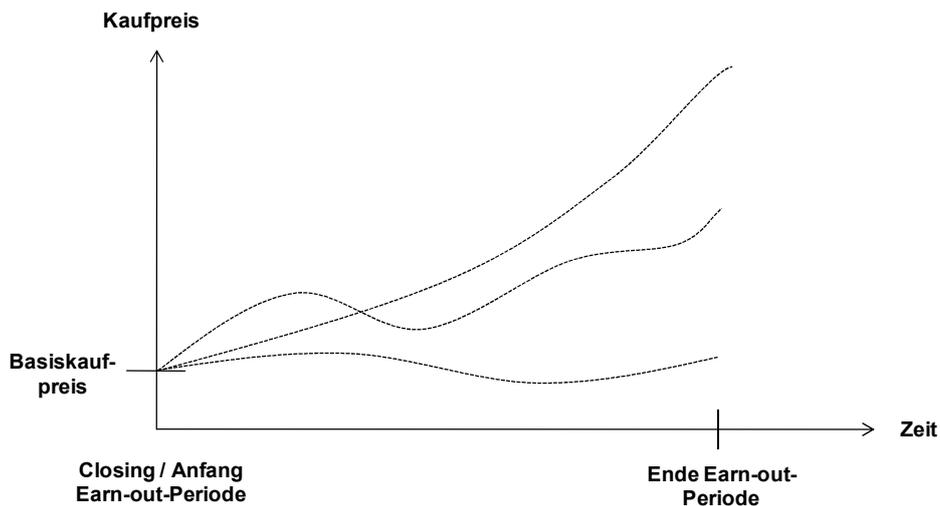


Abbildung 42: Mögliche Gesamtkaufpreisentwicklungen bei Earn-out-Vereinbarungen

Bei einem Earn-out handelt es sich somit nicht um eine reine Kaufpreisstundung (Meuli, 1996, S. 36) oder -ratenzahlung (Meuli, S. 37), sondern gemäß Biergans (1993) um eine sogenannte „dauernde Last“ (S. 20), bei der nicht grundsätzlich von einer „Regel- bzw. Gleichmäßigkeit der Bezüge bzw. Leistungen“ gesprochen werden kann. Eine Earn-out-Zahlung ist, durch ihre Abhängigkeit von im Vereinbarungszeitpunkt unsicheren zukünftigen Ergebnissen, daher ebenfalls als eine derartige Last anzusehen.

Aufgrund dieser zentralen Charakteristika des Earn-outs empfiehlt Helbling (1995) die Earn-out-Struktur grundsätzlich für Unternehmen mit volatilem Geschäftsgang, ausgeprägtem Wachstum und bei differenzierender Beurteilung der Erfolgsaussichten (S. 166). Janatka und Sherman (1992) klassifizieren Unternehmen mit neuen technologischen Entwicklungen, Patenten oder Produkten, mit geringer Kapitalbasis, hoher Kundenabhän-

gigkeit oder Synergiepotential als grundsätzlich für Earn-out-Strukturen geeignete Unternehmen (S. 31).

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird darüber hinaus gezeigt, dass Earn-out-Strukturen in Unternehmensübernahmen mit hoher Informationsasymmetrie bei der Unternehmensbewertung wahrscheinlicher sind (Cain et al., 2006, S. 2; Datar et al., 2001, S. 201 ff.).

Mit Hilfe eines Earn-outs kann demnach eine „Win-Win-Situation für Käufer und Verkäufer geschaffen werden“ (Schulz, 2004, S. 42), wobei der Earn-out als Instrument der Flexibilisierung und nicht als Kompromiss anzusehen ist (Bazerman & Gillespie, 1999, S. 157).

4.1.2 Allgemeine Kernfunktionen des Earn-outs

Gemäß Sherman (1998) kann und soll ein Earn-out grundsätzlich die drei in Abbildung 43 gezeigten wesentlichen Funktionen einnehmen – die sogenannte „Sweetener“- , „Equalizer“- und „Risk-Mitigator-Funktion“ (Sherman, 1998, S. 783–784):

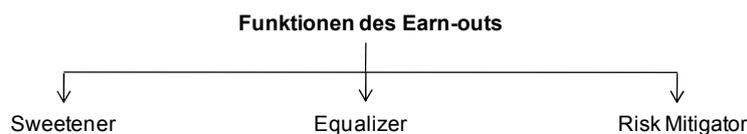


Abbildung 43: Funktionen des Earn-outs

Quelle: In Anlehnung an Sherman, 1998, S. 783–784.

1. „Sweetener“: Die Strukturierung einer Earn-out-Komponente ermöglicht dem Verkäufer, an der positiven Entwicklung nach dem Verkauf zu partizipieren und gegebenenfalls einen höheren Verkaufserlös zu erzielen (Sherman, 1998, S. 783). Zudem hat der

Earn-out die Funktion, den Verkäufer¹³² zu motivieren, das Unternehmen für eine gewisse Zeit, die Earn-out-Periode, auch nach der Transaktion zu unterstützen (Mittendorfer, 2007, S. 139).

2. „Equalizer“: Dadurch, dass der Kaufpreis bzw. Komponenten davon von zukünftigen Erfolgsgrößen abhängig sind, hilft der Earn-out, das von Cain et al. (2006) als „Valuation Gap“ (S. 1) oder Bewertungsdifferenz (Feil & Weiser, 2004, S. 512; Vischer, 2002, S. 510) dargestellte Problem zu lösen. Die aus einer stets vorhandenen, allgemeinen Informationsasymmetrie resultierenden verschiedenen Wertbeimessungen vor einer Transaktion können derart überbrückt und an tatsächlich erzielte Ergebnisse der Zukunft geknüpft werden (Mertens, 2003, S. 1; Sherman, 1998, S. 783). Derartige Informationsasymmetrie ist der in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur am häufigsten genannte Grund für die Strukturierung von Earn-out-Vereinbarungen (u. a. Hecht, 1967, S. 2). Auch Cain et al. (2006) fassen ihre empirische Arbeit mit der Aussage zusammen, dass Earn-outs allgemein strukturiert werden, um die Kosten von asymmetrischer Information zu reduzieren (S. 4). Sie belegen, dass eine Earn-out-Vereinbarung grundsätzlich dazu beiträgt, das die Qualitätsunsicherheit bei der Bewertung betreffende Prinzipal-Agenten-Problem bzw. die die Unternehmenseinschätzung tangierende Ex-ante-Informationsasymmetrie zu lösen (Cain et al., S. 2).¹³³
3. „Risk Mitigator“: Da die Unternehmensbewertung bei Einbezug einer Earn-out-Komponente in die Kaufpreiszahlung von tatsächlichen Ergebnissen abhängig gemacht wird und deshalb ein Anreiz für den Verkäufer geschaffen wird, bei der Entwicklung weiter zu

¹³² Mit Verkäufer ist hauptsächlich das Management (oft auch Unternehmensgründer) gemeint, das das Unternehmen veräußern möchte. Diese Motivationsfunktion ist somit gedacht für sehr personenabhängige Unternehmen (oft junge Unternehmen). Wie später ersichtlich werden wird, ist diese Funktion jedoch auch bei Konzern-Sell-off-Transaktionen, obwohl in diesen Fällen das Management nicht dem Verkäufer entspricht, relevant.

¹³³ Cain et al. (2006) sprechen, wenn sie über Prinzipal und Agent schreiben, wie alle bisherigen Veröffentlichungen, hauptsächlich über den Spezialfall, bei dem Management und Verkäufer als Agent in einer Partei vereint sind und der Käufer, als Prinzipal, dadurch weniger Informationen zur Verfügung hat.

unterstützen (Datar et al., 2001, S. 207), um die Bemessungsgrundlagen für den Earn-out und damit den Kaufpreis zu maximieren, wird das Risiko zwischen Verkäufer und Käufer aufgeteilt (Craig & Smith, 2003, S. 46; Hecht, 1967, S. 2; Sherman, 2004, S. 12). Ein Käufer muss das unternehmerische Risiko nach der Übernahme nicht vollständig alleine tragen (Sherman, 1998, S. 783–784). Der Earn-out stellt demnach eine Alternative zu herkömmlichen, in Kaufverträgen regelmäßig vorzufindenden Garantien dar, die den Vorteil hat, ein Instrument der Kaufpreisermittlung statt lediglich eine Risikoabsicherung oder „Versicherungslösung“¹³⁴ (Baums, 1993, S. 3) zu sein.

Durch diese drei Funktionen ist es gemäß Meuli (1996) möglich, „einen von Käufer und Verkäufer akzeptierten Übernahmepreis festzusetzen, ...¹³⁵ ein leistungsorientiertes Anreizsystem anzubieten, die Kaufpreiszahlung über mehrere Jahre zu strecken, das Kaufpreisrisiko auf Käufer und Verkäufer aufzuteilen“ (S. 48).

4.1.3 Mögliche Eignung des Earn-outs zur Lösung des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems

Kapitel 2.2.2 hat gezeigt, dass bei Konzern-Sell-offs das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem, das heißt Informationsintransparenz aufgrund verschärfter Informationsasymmetrien und Informationsmängel, vorliegt. Kapitel 3.3.1 bis 3.3.6 haben außerdem dargestellt, dass die Einflussfaktoren des Kontingenzmodells für die klassischen Methoden der Unternehmensbewertung gewisse Besonderheiten und Schwierigkei-

¹³⁴ Die Versicherungslösung garantiert „dem Käufer eine Kaufpreis(teil-)rückzahlung ... falls er bestimmte Ergebnisse nicht erreicht“ (Baums, 1993, S. 4).

¹³⁵ Hier ist im Originaltext „dem bisherigen Management“ eingefügt. Da damit jedoch lediglich die Spezialsituation, wenn Management gleich Verkäufer ist, angesprochen wird, wurde dieser Teil bewusst weggelassen. Dadurch gelingt eine Verallgemeinerung der Aussage.

ten offenbaren können. Das erläuterte Ex-ante-Informationsproblem führt dazu, dass die Unternehmensbewertung, sei es ein Einzelbewertungs- oder ein Gesamtbewertungsverfahren, aufgrund der verschärften Informationsasymmetrien bzw. sogar Informationsmängel nicht zuverlässig bzw. nur extrem eingeschränkt anwendbar sein kann. Es haben sich Verfahrens- und Prognoseherausforderungen (Prokop, 2003, S. 137 ff.) offenbart. Klassische Ex-ante-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie können, wie Kapitel 2.2.2.3 gezeigt hat, nicht als Hilfe herangezogen werden.

Unmittelbar an diese Schwierigkeiten der Unternehmensbewertung bei Konzern-Sell-offs anknüpfend, kann nun die Earn-out-Struktur, als für Beteiligungsgesellschaften grundsätzlich relevante Transaktionsstruktur (Meissner, 2005, S. 752), vorgestellt und als mögliche Lösung des Problems der Informationsintransparenz bzw. verschärften Informationsasymmetrien und -mängel, resultierend aus den verschiedenen Unselbständigkeiten, für die Kaufpreisermittlung einer Konzerneinheit dargestellt werden.

Kapitel 4.1.2 hat die zentralen Funktionen des Earn-outs in allgemeiner Form aufgezeigt. Hierbei standen die Lösung des Wertbeimessungsproblems (Equalizer), der Möglichkeit für den Verkäufer, an der zukünftigen Entwicklung zu partizipieren (Sweetener), und der dritten von Sherman (1998) beschriebenen Funktion, eine Risikoaufteilung zu ermöglichen (Risk Mitigator), im Vordergrund. Bei Konzerneinheiten stellt sich daher speziell die Frage, ob diese Funktionen ebenfalls relevant sind bzw. welche zentrale Funktion der Earn-out sonst einnehmen kann.

Die Sweetener-Funktion gilt auch bei Konzern-Sell-offs: Die Strukturierung eines erfolgsabhängigen Kaufpreises ermöglicht dem Verkäufer die Chance, bei guter Leistung der Konzerneinheit nach der Transaktion einen höheren Gesamtkaufpreis zu erzielen als ursprünglich möglich gewesen bzw. erwartet. Auch die Zusatzfunktion, dem Verkäufer über die Earn-out-Vereinbarung einen Anreiz zu geben, die Geschäftsentwicklung der Kon-

zerneinheit auch nach der Transaktion optimal zu unterstützen, gilt im Fall der Konzern-Sell-offs.¹³⁶ Die „Zusammenarbeit zwischen Käufer und Verkäufer für die Übergangszeit nach dem Closing“ (Schulz, 2004, S. 43) kann also gefördert werden.

Die Equalizer- und die Risk-Mitigator-Funktion gelten im Konzern-Sell-off-Spezialfall ebenfalls uneingeschränkt: Die Chance, dass Käufer und Verkäufer die gleichen Wertvorstellungen für die Konzerneinheit haben, ist sehr gering. Gemäß Reum und Steele (1970) ist dies immer besonders problematisch, wenn, wie bei Konzern-Sell-offs, keine langjährige (selbständige) Historie der zu verkaufenden Einheit vorzufinden ist (S. 84). Auch die Risikoaufteilung ist bei jedem Unternehmens- bzw. Konzerneinheitenverkauf durch Strukturierung eines Earn-outs gegeben.

Alle drei in Kapitel 4.1.2 genannten Funktionen sind dabei auch bei Konzern-Sell-off-Transaktionen relevant. Die Hauptfrage im Rahmen dieser Spezialfälle ist jedoch, ob der Earn-out auch eine vierte Funktion, die Lösung des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems erfüllen kann. Dieses Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem ergibt sich, wie in Kapitel 2.2.2 gesehen, einerseits aus durch Integrationen bzw. Abhängigkeiten zum Verkäufer entstehende verschärfte Informationsasymmetrien und andererseits, wie ebenfalls im Kontingenzmodell beobachtet, aus den bei Konzerneinheiten existierenden Informationsmängeln, die im speziellen Fall von Konzern-Sell-offs beide Parteien gleichzeitig betreffen, da auch der sonst als Agent zu bezeichnende Verkäufer einige Informationen die Selbständigkeit der Konzerneinheit betreffend selber nicht vorliegen hat. Das Problem geht daher über in allen Unternehmenstransaktionen vorzufindende Informationsasymmetrien bzw. über die klassische Prinzipal-Agenten-Problematik hinaus. Für ein derartiges Ex-ante-Informationsproblem sind in der Literatur bislang entwickelte Ex-ante-Lösungsansätze nicht anwendbar.

¹³⁶ Obwohl, wie in Fußnote 132 vermerkt, dieser Anreiz in Earn-out-Definitionen bisheriger Publikationen lediglich als Funktion des Earn-outs aufgeführt wird, wenn der Verkäufer dem Management entspricht.

Aufgrund der in Kapitel 4.1.1 und 4.1.2 dargestellten Charakteristika des Earn-outs ist die gestellte Frage zu bejahen. Auch wenn in der Definition nach Sherman (1998) nicht explizit erwähnt¹³⁷, besteht bei Konzern-Sell-offs die Möglichkeit, mittels einer Earn-out-Komponente die Kaufpreiszahlung zeitlich zu verschieben und damit die Lösung des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems herbeizuführen.¹³⁸ Wie in vorherigen Kapiteln bereits ansatzweise verdeutlicht, steigt der Grad an vorhandener Informationstransparenz nach einer Transaktion und nach vollständiger Verselbständigung stetig an. Dies liegt an der Tatsache, dass die Konzerneinheit „Aufgaben, die bisher vom Konzern wahrgenommen wurden, selbst übernehmen und Ressourcen in diesem Bereich aufbauen“ (Geidner, 2009, S. 141) muss und „im Konzern bestehende Verbundvorteile“ (Geidner, S. 141) verloren gehen. Die Beteiligungsgesellschaft initiiert daher die Wertsteigerung – im ersten Schritt primär über eine Verselbständigung sowie operative und strategische Maßnahmen (Geidner, 2009, S. 44; Berg & Gottschalg, 2005, S. 20).

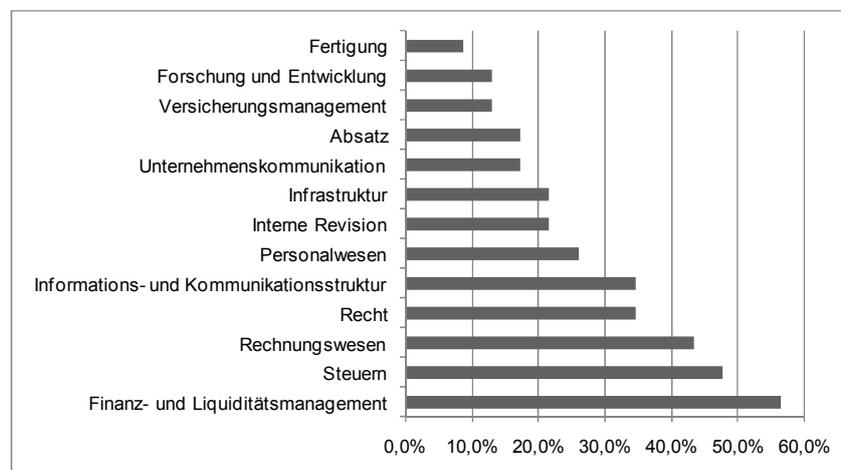


Abbildung 44: Friktionen durch die Trennung vom Mutterunternehmen

Quelle: In Anlehnung an Weber, 2006, S. 243 f.

¹³⁷ Auch die Publikationen von Meuli (1996) und Piehler (2007), die explizit auf Earn-out-Strukturen eingehen, sprechen die Problematik der Informationsintransparenz bei Konzerneinheiten bzw. den besonderen Fall von Konzern-Sell-offs nicht an.

¹³⁸ Janatka und Sherman (1992) sowie Meissner (2005) nennen in ihrer Auflistung geeigneter Unternehmen für Earn-out-Strukturen zumindest eine starke Kundenabhängigkeit als Kriterium, das für einen Earn-out spricht (S. 31 bei Janatka & Sherman; S. 753 bei Meissner). Mit Konzern-Sell-offs wird dies jedoch nicht verbunden.

Weber (2006) findet in seiner empirischen Analyse (S. 243 f.) die in Abbildung 44 ersichtlichen Friktionen durch die Trennung vom Mutterunternehmen, die von der übernehmenden Beteiligungsgesellschaft nach der Transaktion unmittelbar aufgegriffen werden. Insbesondere sind hier Finanz- bzw. Liquiditäts-, Steuer-, oder Rechnungswesenverbindungen von Relevanz. Die Beteiligungsgesellschaft setzt sich beispielsweise dafür ein, dass es nach der Transaktion testierte Jahresabschlüsse gibt, falls vorher keine rechtliche Selbständigkeit vorlag, Marktbearbeitungen erfolgen, soweit die Marktselfständigkeit und damit die Markt- und Wettbewerbstransparenz eingeschränkt war, und zentrale Funktionen aufgebaut sowie Ressourcenverflechtungen bzw. daraus abgeleitete Verrechnungspreismanipulationen o. Ä. abgeschafft werden – im Fall funktionaler Unselbständigkeit vor der Transaktion (Nadig, 1992, S. 218 ff.). Abhängig vom Grad der Unselbständigkeit der Konzerneinheit (Geidner, 2009, S. 143) kann die Phase der Verselbständigung schneller oder langsamer vollzogen werden (Arenius & Parhankakangas, 2003, S. 467) – was für eine kurze bzw. eher lange Earn-out-Periode spricht.

Für den Fall der Konzern-Sell-off-Transaktionen müsste die Definition von Sherman (1998) im dritten Teil des Risk Mitigators somit korrekterweise entweder auch auf die schwer, teilweise von keiner der beiden Parteien einschätzbaren Risiken aufgrund von Informationsintransparenz eingehen oder noch um die Funktion des Transparency Creators erweitert werden.¹³⁹

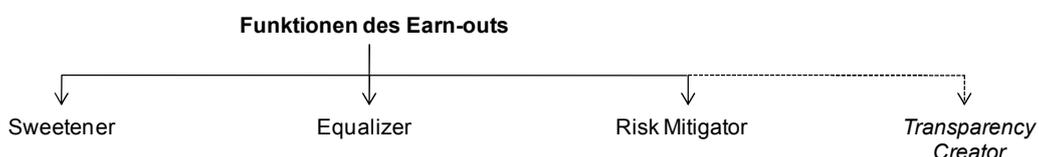


Abbildung 45: Funktionen des Earn-outs bei Konzern-Sell-offs

Quelle: In Anlehnung an Sherman, 1998, S. 783–784.

¹³⁹ Siehe Abbildung 45.

Der Earn-out ist daher nicht nur sinnvoll, wenn die Wertbeimessungen von Verkäufer und Käufer, wie in Abbildung 46 aufgezeigt, aufgrund klassischer Informationsasymmetrien unterschiedlich sind (Meuli, 1996, S. 54).¹⁴⁰

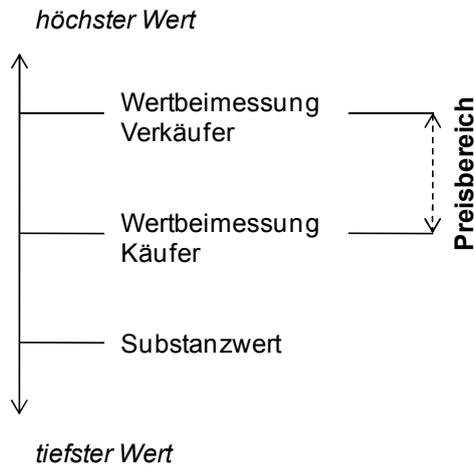


Abbildung 46: Wertkombination für eine Earn-out-Anwendung bei Meuli

Quelle: In Anlehnung an Meuli, 1996, S. 54.

Der Earn-out ist auch anwendbar, wenn die Unternehmenswerte aufgrund des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems nicht derart festzulegen sind. Durch Übereinkunft von veräußerndem Konzern und erwerbender Beteiligungsgesellschaft bezüglich einer ergebnisabhängigen Kaufpreiszahlung bzw. der Anknüpfung des Kaufpreises an zukünftige Resultate kann der Earn-out bei Konzern-Sell-offs daher eine oft sehr sinnvolle Herangehensweise beim Verkauf an Beteiligungsgesellschaften sein.

¹⁴⁰ Meuli (1996, S. 51 f.) zeigt auch andere Kombinationen von Wertbeimessungen des Käufers bzw. Verkäufers und des Substanzwerts auf. In anderen Fällen schließt auch er die Anwendbarkeit einer Earn-out-Struktur jedoch aus.

Man muss sich allerdings bewusst sein, dass der Earn-out, wie Kapitel 4.3 zeigen wird, durch die fehlende Trennung von Käufer und Verkäufer ex post neue, kostenverursachende Prinzipal-Agenten-Probleme schafft (Cain et al., 2006, S. 2), bei denen sowohl Käufer als auch Verkäufer die Rolle des Agenten einnehmen können. Diese Probleme müssen mit der notwendigen Sorgfalt und Vorsicht angesehen und adressiert werden.

4.2 Grundelemente und -funktionsweise des Earn-outs bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

4.2.1 Fixer Basiskaufpreis bei Closing

Der fixe Basiskaufpreis oder auch sofortige Kaufpreis ist derjenige Kaufpreis, der bei Closing einer Konzern-Sell-off-Transaktion fällig ist. Er ist demnach derjenige Wert bzw. Preis, auf den sich Verkäufer und Käufer auf fixer Basis verständigt haben bzw. „den ein Käufer als Basispreis höchstens zu zahlen bereit ist, und den ein Verkäufer andererseits mindestens erhalten will“ (Meuli, 1996, S. 87). Er kann in vielen Fällen grundsätzlich als Mindestkaufpreis angesehen werden.

Ist das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem gering, das heißt, ist eine ungefähre Wertbeimessung mittels klassischer Unternehmensbewertungsverfahren möglich, wird der fixe Basiskaufpreis im Allgemeinen aus dem Substanzwert oder einem Ertragswert abgeleitet (Meuli, 1996, S. 55 ff.). Ist die Informationsintransparenz der Konzerneinheit sehr hoch bzw. sind die Ex-ante-Informationsasymmetrien bzw. -mängel stark ausgeprägt, kann der fixe Basiskaufpreis oft als Mindestkaufpreis angesehen werden, der unabhängig von einer konkreten Wertanknüpfung (willkürlich) verhandelt wurde.

4.2.2 Zeitlich verlagerter variabler Kaufpreis

4.2.2.1 Charakteristik des variablen Kaufpreises

Der variable Kaufpreis bzw. die Earn-out-Komponente andererseits ist derjenige Teil der Gesamtkaufpreiszahlung, der erfolgsabhängig ist. Mit der Earn-out-Komponente wird derjenige Teil des Gesamtwerts „entschädigt, der im Basiskaufpreis nicht oder nur teilweise berücksichtigt ist“ (Meuli, 1996, S. 57). Durch Strukturierung dieses variablen Kaufpreiselements soll, neben der Nutzung der weiteren durch den Earn-out herbeige-

fürten Funktionen¹⁴¹, das Problem der Informationsintransparenz¹⁴² im speziellen Fall der Konzern-Sell-offs gelöst werden.

Die Earn-out-Komponente bzw. der Zusatzkaufpreis gleicht dabei grundsätzlich der Summe der variablen Zahlungen (Meuli, 1996, S. 57).¹⁴³

$$\text{Earn-out-Komponente} = \sum \text{variable Kaufpreiszahlungen} \quad (4-1)$$

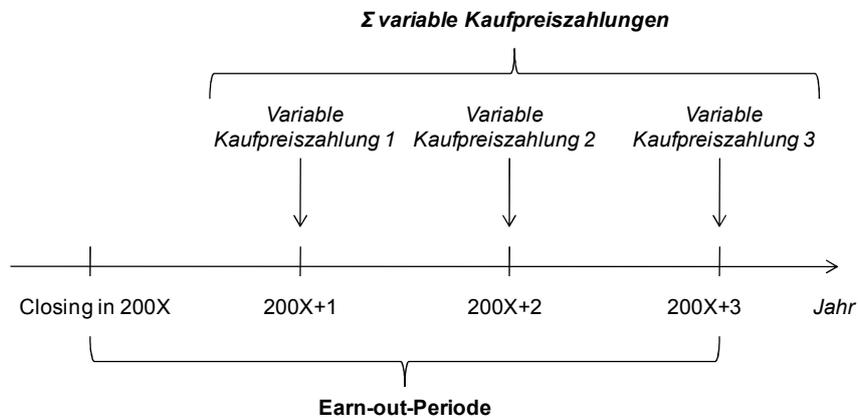


Abbildung 47: Zusammensetzung der variablen Kaufpreiszahlung

Der Zeitraum zwischen Zahlung des Basiskaufpreises am Closing und Zahlung des letzten variablen Kaufpreises, die Earn-out-Periode, schwankt in der Regel zwischen einem Jahr und fünf Jahren (Pearson, 1999, S. 24) und beträgt bei einem von Cain et al. (2006) untersuchten Datensatz, der neben eigentümergeführten Privatunternehmen auch 23 Prozent Konzern-Sell-offs beinhaltet, durchschnittlich 2,57 Jahre (S. 9).¹⁴⁴

¹⁴¹ Siehe Kapitel 4.1.2.

¹⁴² Siehe Kapitel 4.1.3.

¹⁴³ Siehe Abbildung 47.

¹⁴⁴ In der Literatur schwanken die angegebenen Zeiträume: Hussey (1990) beispielsweise spricht von drei bis fünf Jahren (S. 104), Haas (1975) von vier bis sieben Jahren (S. 182) und Rayney (1989) von zwei bis drei Jahren (S. 94). Dies hängt u. a. damit zusammen, dass einige Autoren Earn-outs generell ansprechen und andere sich speziell dem Earn-out bei jungen Unternehmen widmen.

Die Länge dieser Earn-out-Periode ist Verhandlungssache. Es muss jedoch beachtet werden, dass „eine zu kurze Bemessungsperiode unter Umständen – wegen besonderer Entwicklungen und Einflüsse – kein zutreffendes Bild vermittelt“ (Baums, 1993, S. 5). Bei der Festlegung einer Earn-out-Periode im Fall eines Konzern-Sell-offs muss zusätzlich der Tatsache Rechnung getragen werden, dass der Hauptgrund für die Strukturierung einer Earn-out-Komponente ist, dass die zeitliche Verlagerung Informationstransparenz herstellen soll (Cain et al., 2006, S. 17), um eine faire Kaufpreishöhe besser ermitteln zu können. Bevor also diese Transparenz nicht ausreichend hergestellt ist, sollte auch die Earn-out-Periode nicht enden.¹⁴⁵ Bezugnehmend auf das Kontingenzmodell aus Kapitel 2.2.2 lässt sich daher sagen: Je höher die Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs ist, desto länger sollte die Earn-out-Periode gewählt werden.

4.2.2.2 Einmalige vs. mehrfache variable Kaufpreiszahlung

Wird die Earn-out-Komponente derart strukturiert, dass eine einmalige Earn-out-Kaufpreiszahlung am Ende der Earn-out-Periode erfolgt, spricht man von einem Earn-out mit Einmalzahlung.¹⁴⁶ Als Grundlage für die Ermittlung werden die Ergebnisse bzw. die Entwicklung der Basisgröße in der kompletten Earn-out-Periode herangezogen.

¹⁴⁵ Ist dies wider Erwarten, trotz Wahl einer realistischen Earn-out-Periode, nicht der Fall, so trägt der Käufer das vollständige unternehmerische Risiko.

¹⁴⁶ Siehe Abbildung 48.

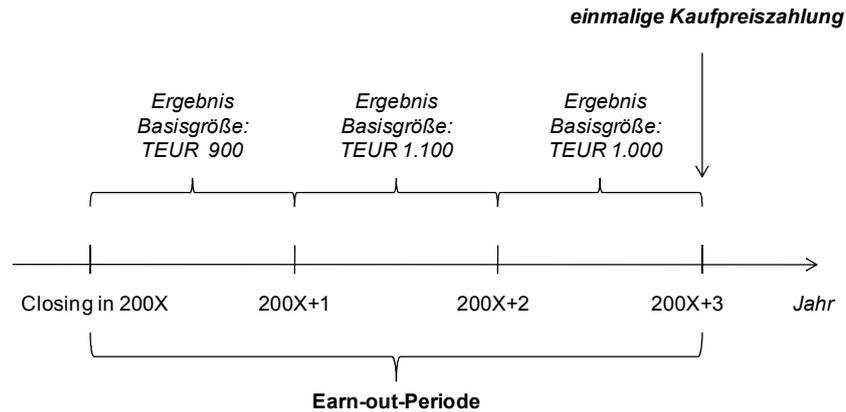


Abbildung 48: Einmalige variable Kaufpreiszahlung

Alternativ zum Earn-out mit einmaliger Zahlung kann die Earn-out-Komponente auch derart strukturiert werden, dass mehrfach den Basiskaufpreis gegebenenfalls ergänzende Kaufpreiszahlungen erfolgen. Ein Beispiel für mehrfach zu leistende Zahlungen sind, wie in Abbildung 49 ersichtlich, jährlich bis zum Ende der Earn-out-Periode zu erbringende Kaufpreiszahlungen:

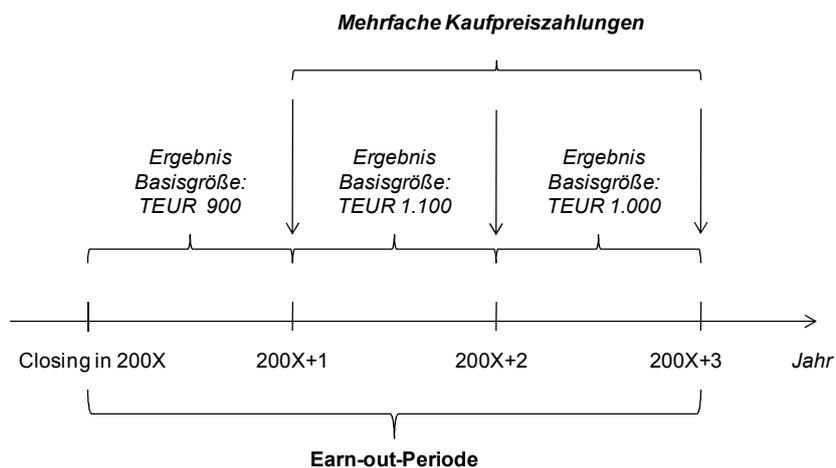
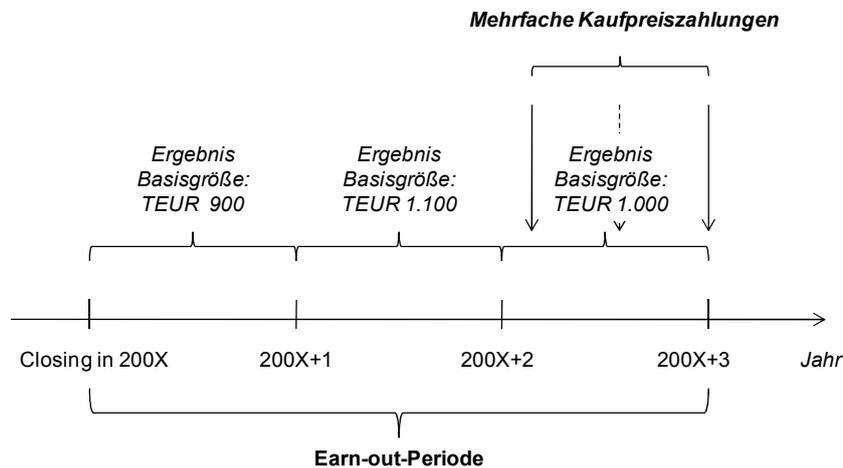


Abbildung 49: Mehrfache variable Kaufpreiszahlungen in jährlichem Rhythmus

Ein weiteres Beispiel ist eine Aufteilung der kompletten variablen Kaufpreiszahlung im letzten Abschnitt der Earn-out-Periode. Dies ist in Abbildung 50 zu sehen:



*Abbildung 50: Mehrfache variable Kaufpreiszahlungen
im letzten Abschnitt der Earn-out-Periode*

Im speziellen Fall von Konzerneinheiten ist jedoch eine einmalige Zahlung als am zielführendsten anzusehen. Dies liegt daran, dass bei Konzerneinheiten nicht lediglich Motivationsgründe oder Unterschiede in den Erwartungshaltungen die Ursache für die Strukturierung eines Earn-outs sind, sondern das Problem der Informationsintransparenz bei Konzerneinheiten vorliegt.¹⁴⁷ Wird bei Konzerneinheiten demnach ein Earn-out strukturiert, sollte eine einmalige Zahlung erfolgen, sobald ausreichende Transparenz hergestellt ist. Dies ist von Verkäufer und Käufer grundsätzlich so gelegt, dass dieser Zeitpunkt dem Ende der Earn-out-Periode entspricht. Im Weiteren wird daher lediglich auf die einmalige Earn-out-Zahlung am Ende der Earn-out-Periode eingegangen.

¹⁴⁷ Zu den generellen Funktionen eines Earn-outs siehe Kapitel 4.1.2.

4.2.2.3 Berechnung des variablen Kaufpreises

4.2.2.3.1 Basisgrößen als Grundbaustein der Berechnung des variablen Kaufpreises

Colon, Lee, Nicholson und Whitman (1999) zeigen auf, dass die variable Kaufpreiszahlung von einer bestimmten Ertrags- bzw. Umsatzgröße, einem zukünftigen Aktienkurs oder einem anderen zukünftigen Anknüpfungspunkt abhängt (S. 130). Diese Anknüpfungspunkte sollen nun erörtert werden.

Sowohl die nachfolgend beschriebene Bestimmung der Earn-out-Komponente mittels Unternehmensbewertung¹⁴⁸ als auch die willkürliche Festlegung des variablen Kaufpreiselements¹⁴⁹ erfolgt bei Earn-out-Strukturen von Konzern-Sell-offs mittels sogenannter Basisgrößen. Diese stellen die zentralen Anknüpfungspunkte, zumeist des Rechnungswesens (Janatka & Sherman, 1992, S. 27), für die Ermittlung des variablen Kaufpreises dar. Gemäß Meuli (1996) sollten diese Basisgrößen derart gewählt sein, dass sie genau, objektiv, zeitgerecht und verständlich sind (S. 87) sowie aus ihnen ein Wert bzw. Preis ermittelbar ist (Meuli, S. 90; Pentilla, 2005, S. 107). Genauigkeit bedeutet dabei die Existenz lediglich einer geringen Streuung, Objektivität den weitgehenden Ausschluss der Manipulierbarkeit, Zeitgerechtigkeit die zeitnahe Verfügbarkeit und Verständlichkeit die Klarheit der betrachteten Basisgrößen.

Abbildung 51 gibt eine Übersicht der verschiedenen Bemessungsgrundlagen (Piehler, 2007, S. 204):

¹⁴⁸ Siehe Kapitel 4.2.2.3.2.

¹⁴⁹ Siehe Kapitel 4.2.2.3.3.

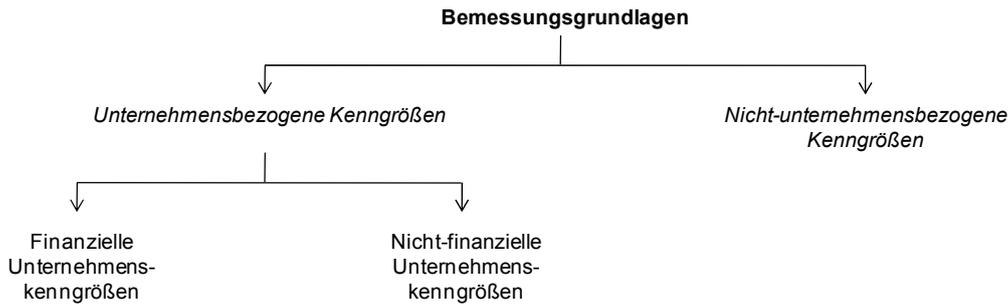


Abbildung 51: Übersicht der Bemessungsgrundlagen bzw. Basisgrößen

Quelle: In Anlehnung an Piehler, 2007, S. 204.

Im Folgenden werden die für Konzern-Sell-off-Transaktionen grundsätzlich sinnvollsten finanziellen Basisgrößen der Bilanz, Erfolgsrechnung, Kapitalflussrechnung und weitere sonstige (nicht-finanzielle¹⁵⁰) Basisgrößen beispielhaft aufgezeigt. Nicht-unternehmensbezogene Kenngrößen – wie beispielsweise die Ölpreisentwicklung – sind für den Spezialfall eines Konzern-Sell-offs aufgrund ihres geringen Zusammenhangs mit der Ver selbständigung bzw. daraus resultierenden Wertentwicklung der Konzern-einheit nicht bedeutend. Ergänzend wird auf den sogenannten Standard der Basisgröße eingegangen.

Basisgrößen der Bilanz

Als Basisgrößen der Bilanz, die zur Ermittlung der Earn-out-Komponente herangezogen werden könnten, sind insbesondere die Bilanzsumme und das Eigenkapital (Reum & Steele, 1970, S. 85) zu nennen. Beides sind Größen, die sich direkt aus der Bilanz ablesen lassen. Grundsätzlich wären auch andere Größen der Bilanz denkbar.¹⁵¹

¹⁵⁰ Nicht-finanzielle bzw. nicht aus dem Rechnungswesen stammende Basisgrößen können nicht für die Methode der Unternehmensbewertung (siehe Kapitel 4.2.2.3.2), sondern lediglich für die willkürliche Methode (siehe Kapitel 4.2.2.3.3) der variablen Kaufpreisermittlung herangezogen werden.

¹⁵¹ Siehe Tabelle 3.

Aktivseite	Passivseite
<i>Anlagevermögen</i> Immaterielle Vermögensgegenstände Sachanlagen Finanzanlagen	<i>Eigenkapital</i>
<i>Umlaufvermögen</i> Vorräte Forderungen Wertpapiere Kassenbestand	<i>Rückstellungen</i>
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	<i>Verbindlichkeiten</i>
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	
Summe Aktiva	Summe Passiva

Tabelle 3: HGB-Bilanz

Quelle: In Anlehnung an § 266 II & III HGB.

Basisgrößen der Erfolgsrechnung

Zentrale Basisgrößen der Erfolgsrechnung sind der Umsatz, Bruttogewinn, EBITDA, EBIT und Jahresüberschuss bzw. -fehlbetrag.

Der Umsatz spielt für die Geschäftsentwicklung eine bedeutende Rolle (Helbling, 1992, S. 234). Er ergibt „sich aus einer Preis- und einer Mengenkomponente“ (Meuli, 1996, S. 91).

Bei der Nutzung von Gewinngrößen wie Bruttogewinn, EBITDA, EBIT oder Jahresüberschuss bzw. -fehlbetrag wird, zusätzlich zur Absatzseite, die Kostenseite mit in die Betrachtung genommen. Abhängig von der Art des herangezogenen Gewinns werden unterschiedliche Aufwandspositionen mit aufgenommen: nicht in Herstellkosten einbezogene Gemeinkosten, Abschreibungen, Zins- und Steuer- sowie außerordentliche Aufwendungen bzw. Erträge. Dies ist aus Tabelle 4 ersichtlich:

Gesamtkostenverfahren

Umsatzerlöse

- +/- Erhöhung oder Verminderung des Bestands zu fertigen und unfertigen Erzeugnissen
- + andere aktivierte Eigenleistungen
- + sonstige betriebliche Erträge
- Materialaufwand
- Personalaufwand
- sonstige betriebliche Aufwendungen
- = EBITDA
- Abschreibungen
- = EBIT
- +/- Zinsen und ähnliche Finanzaufwendungen/-erträge
- = **Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit**
- + außerordentliche Erträge
- außerordentliche Aufwendungen
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
- sonstige Steuern
- = **Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag**

Tabelle 4: HGB-Erfolgsrechnung gemäß Gesamtkostenverfahren

Quelle: In Anlehnung an § 275 II HGB.

Basisgrößen der Kapitalflussrechnung

In der Kapitalflussrechnung lassen sich grundsätzlich mehrere Arten von Cashflows unterscheiden: Operativer Cashflow, Investiver Cashflow, Free Cashflow und Total Cashflow. Abhängig davon, welche Kapitalflüsse mit aufgenommen werden, ändert sich auch der Cashflow. Eine Herleitung der Cashflows, mit einigen beispielhaften Bilanzgrößen, ist in Tabelle 5 aufgezeigt. Für die detailliertere Beschreibung von Cashflows wird zusätzlich auf Kapitel 3.2.3.1.2.1 verwiesen.

Kapitalflussrechnung

Jahresüberschuss/-fehlbetrag

- + Abschreibungen des Anlagevermögens
- +/- Abnahme/Zunahme Vorratsvermögen
- +/- Abnahme/Zunahme Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
- +/- Abnahme/Zunahme Aktive Rechnungsabgrenzungsposten
- +/- Zunahme/Abnahme Rückstellungen
- +/- Zunahme/Abnahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
- +/- Zunahme/Abnahme Passive Rechnungsabgrenzungsposten
- = **Operative Cashflow (I)**

- Investitionen ins Anlagevermögen
- = **Investive Cashflow (II)**

- +/- Zunahme/Abnahme Bankverbindlichkeiten
- +/- Zunahme/Abnahme sonstige finanzierende Tätigkeit
- = **Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (III)**

$$I + II + III = \text{Total Cashflow}$$

Tabelle 5: Kapitalflussrechnung¹⁵²

Sonstige Basisgrößen

Als sonstige Basisgrößen können alle denkbaren, den Unternehmenswert tangierenden Größen herangezogen werden. Welche Basisgrößen dies sein können, hängt spezifisch von der konkreten Situation ab.¹⁵³ Beispiele sind die Dauer von Vertragsbeziehungen zu Hauptabnehmern bzw. Hauptlieferanten, mit Hauptkunden getätigte Umsätze einer bestimmten Periode (Baums, 1993, S. 6), Anzahl Mitarbeiter, Anzahl Produktneuheiten, Erreichen bzw. Halten einer bestimmten Marktposition, Ausdehnung des Produktportfolios o. Ä. Auch sogenannte „negative Bedingungen“ (Vischer, 2002, S. 510) sind denkbar, wenn sich bestimmte Risiken zu einem späteren Zeitpunkt nicht mehr als solche ansehen lassen.

¹⁵² In Anlehnung an Kapitel 3.2.3.1.2.1. Der dargestellte Total Cashflow entspricht hier dem Equity Cashflow aus Kapitel 3.2.3.1.2.3.

¹⁵³ Cain et al. (2006) sagen aus, dass nicht-finanzielle Basisgrößen in der Regel allerdings nur in Spezialsektoren vorkommen: Als Beispiel nennen sie Stadien der Produktentwicklung bei Forschungs- und Entwicklungsfirmen (S. 27). In anderen Fällen müssen sich die sonstigen Basisgrößen der Kritik aussetzen, dass sie den Unternehmenswert nicht zwangsläufig beeinflussen.

Standard der Basisgröße

Für die Basisgröße wird jeweils ein fixer, variabler oder kumulativer Standard festgesetzt (Meuli, 1996, S. 66).

Beim fixen Standard gibt es zwei Möglichkeiten: Einerseits kann, wie in der folgenden Abbildung 52 ersichtlich, derjenige Wert für die Berechnung herangezogen werden, der sich aus der Periode vor dem Ermittlungszeitpunkt ergibt:

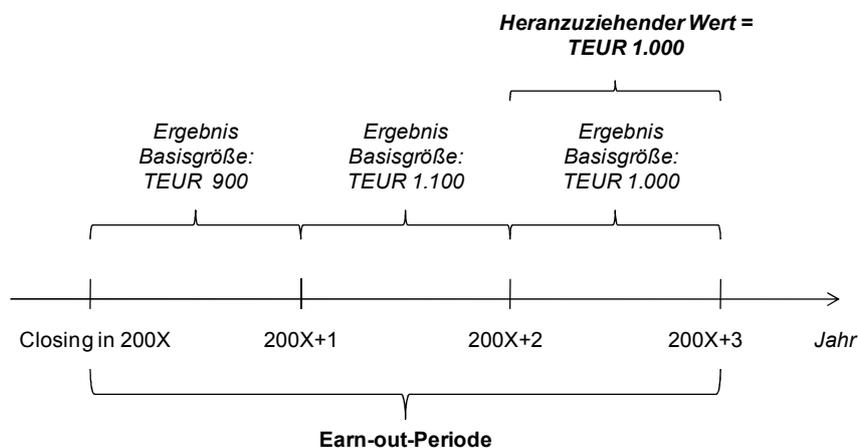


Abbildung 52: Beispiel fixer Standard mit Verwendung des Werts der Vorperiode

Andererseits kann derjenige Wert herangezogen werden, der sich aus dem durchschnittlichen Wert einer Periode, meist der Earn-out-Periode, errechnet. Dies ist in Abbildung 53 dargestellt:

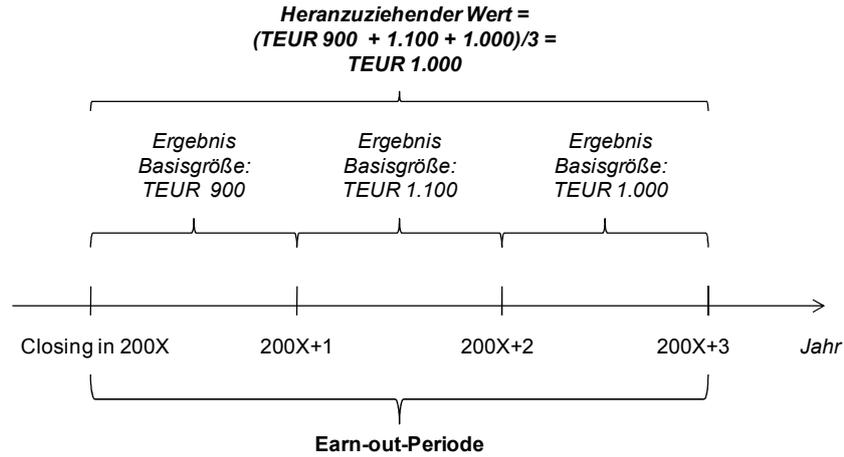


Abbildung 53: Beispiel fixer Standard mit Verwendung des Durchschnittswerts

Wie in Abbildung 54 gezeigt, orientiert sich der variable Standard im Gegensatz beispielsweise immer am höchsten Ergebnis der Basisgröße in der Earn-out-Periode (siehe u. a. Reum & Stelle, 1970, S. 86):

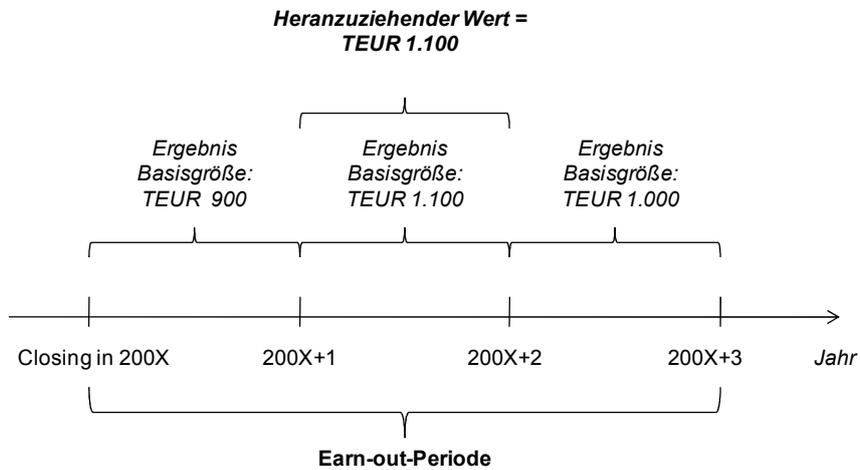


Abbildung 54: Beispiel variabler Standard

Der kumulative Standard als letzte Möglichkeit kumuliert die Ergebnisse einer Basisgröße über den Betrachtungszeitraum und nimmt den ermittelten Wert als Gesamt-Basisgröße (Crasselt & Lukas, 2008, S. 728–729). Dies wird in der folgenden Abbildung 55 dargelegt:

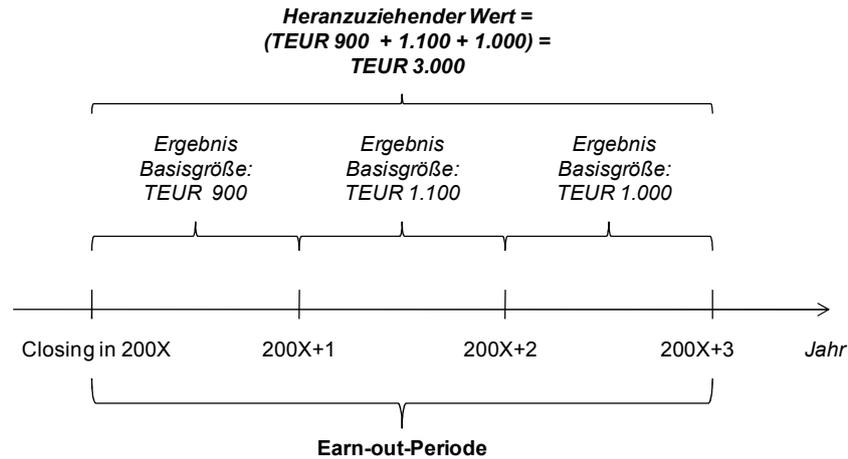


Abbildung 55: Beispiel kumulativer Standard

4.2.2.3.2 Berechnung des variablen Kaufpreises durch Anwendung klassischer Unternehmensbewertungsverfahren am Ende der Earn-out-Periode

4.2.2.3.2.1 Analyse der Anwendbarkeit der Einzelbewertungsverfahren am Ende der Earn-out-Periode

Wie in Kapitel 3.2.2 gesehen, unterscheidet man bei den Einzelbewertungsverfahren die Ermittlung des Zerschlagungswerts einerseits und die Bestimmung des Fortführungswerts andererseits.

Da die Berechnung des Zerschlagungswerts grundsätzlich von der Annahme der Geschäftsaufgabe ausgeht (Achleitner, 2000, S. 171) und die übernehmende Beteiligungsgesellschaft die Transaktion nicht vollzogen hat, um die erworbene Konzerneinheit nach einer gewissen Zeit zu liquidieren, ist diese Methode auch für den Earn-out bzw. das Ende der Earn-out-Periode zumeist nicht angemessen.

Anders könnte es bei der Ermittlung des Fortführungswerts aussehen. Hier wird von der „Fortführung des Geschäftsbetriebs“ (Achleitner, 2000, S. 171) ausgegangen. Spremann (2002) verwendet bei der Ermittlung dieses Fortführungs- oder Substanzwerts grundsätzlich das buchhalterische Eigenkapital der Konzerneinheit (S. 141). Eine Möglichkeit, einen Earn-out zu strukturieren, wäre demnach, das am Ende der Earn-out-Periode vor-

handene Eigenkapital als Unternehmenswert heranzuziehen. Da Buchwerte, wie auch in Kapitel 3.2.2 dargestellt, z. B. aufgrund in Rechnungslegungsstandards vorgesehener Abschreibungen nicht den Marktwerten entsprechen müssen, erscheint eine derartige Orientierung am Eigenkapital jedoch auch am Ende der Earn-out-Periode als nicht zweckmäßig. Dies gilt hier genauso wie auch bei Unternehmensbewertungen zum Transaktionsstichtag. Der Kritikpunkt der Orientierung an buchhalterischen Größen, der auch in der Praxis dazu führt, dass diese Methoden höchstens dafür verwendet werden, eine Wertuntergrenze zu ermitteln, lässt damit auch hier die Orientierung am Eigenkapital als nicht optimale Basis einer Earn-out-Komponente bestehen.

Betrachtet man hingegen den „Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände und Schulden“ (Achleitner, 2000, S. 171), wird die Orientierung an buchhalterischen Größen umgangen. Diese Methode der Wertermittlung ist demnach möglich und deutlich zielführender. Da z. B. Werte „aus dem kombinatorischen Einsatz der Objekte“ (Leuner, 1998, S. 12) der Bilanz auch in dieser Methode nicht berücksichtigt werden und daher den wahren Unternehmenswert, wie man zu einem späteren Zeitpunkt in der Entwicklung der Unternehmensbewertungsverfahren festgestellt hat, nicht widerspiegeln, wird auch von der Verwendung von Wiederbeschaffungswerten als Basis der Ermittlung eines Unternehmenswerts am Ende der Earn-out-Periode abgeraten.

4.2.2.3.2.2 Analyse der Anwendbarkeit der Gesamtbewertungsverfahren am Ende der Earn-out-Periode

Fundamentale Verfahren

Sowohl die Ertragswert- als auch DCF-Verfahren verwenden zukünftige Basisgrößen wie Dividenden, Erträge, Gewinne oder Cashflows, die anschließend mit einem das Risiko darstellenden Kapitalkostensatz abdiskontiert werden. Das grundsätzlich bei Konzern-Sell-offs vorhandene, in Kapitel 3.3 beschriebene Problem, dass die Basisgrößen und auch die

Kapitalkosten für diese Art der Unternehmensbewertung vor der Transaktion nicht verlässlich einschätzbar sind, ist am Ende der Earn-out-Periode normalerweise nicht mehr gleichermaßen akut bzw. gelöst.

Für die Anwendung der Ertragswert- und DCF-Verfahren eröffnet sich am Ende der Earn-out-Periode jedoch ein anderes Problem: Die Ertragswert- und DCF-Verfahren betrachten lediglich die Zukunft und deren Inputparameter müssen vertraglich bereits bei Closing festgelegt sein: Um am Ende der Earn-out-Periode ein derartiges Verfahren durchzuführen, müssten die nach der Earn-out-Periode entstehenden Dividenden, Erträge, Gewinne oder Cashflows mit den dann einfacher zu ermittelnden Kapitalkosten abdiskontiert werden. Da die Earn-out-Vereinbarung bei Closing die Art der Kaufpreisermittlung, inklusive aller gegebenenfalls Subjektivität oder Willkür beinhaltenden Faktoren, vertraglich festlegen muss – um etwaige Streitigkeiten bezüglich der zukünftigen Entwicklung auszuschließen –, sind die fundamentalen Verfahren für Earn-out-Regelungen in ihrer klassischen, ausschließlich zukunftsgerichteten Form auch am Ende der Earn-out-Periode nicht denkbar. Der Grund, warum eine Earn-out-Struktur bei Transaktion gewählt wird, ist genau derjenige, weil man nicht einmal die naheliegende Zukunft zuverlässig prognostizieren kann. Eine bei Transaktion festgelegte Ertragswert- oder DCF-Methode bedürfte jedoch eines Businessplans für den Zeitraum nach der Earn-out-Periode. Es ist selbstverständlich, dass dies ebenfalls nicht möglich ist. Eine objektive Erstellung eines solchen Businessplans, genauso wie eine rein objektive Ermittlung der Kapitalkosten, ist auch am Ende der Earn-out-Periode nicht möglich. Der Verkäufer würde sich auf eine solche, zu einem späteren Zeitpunkt mit hoher Wahrscheinlichkeit aufkommende Auseinandersetzung nicht einlassen.¹⁵⁴ Er wird die Transaktion nur abschließen, wenn die Methode der variablen Kaufpreisermittlung inklusive aller in der Unternehmensbewertung potentiell diskutierbaren Größen vertraglich festgelegt ist.

¹⁵⁴ Der Käufer, der seit einiger Zeit bereits in der Gesellschafterposition ist, hätte dabei eine deutlich bessere, nicht als fair anzusehende Verhandlungsposition.

Trotzdem sollte man die Ertragswert- oder DCF-Methode nicht gänzlich ausschließen. Es besteht die Möglichkeit, die Prognose des Businessplans auf Basis der tatsächlich in der Earn-out-Periode realisierten Dividenden, Erträge, Gewinne oder Cashflows, die vor der Transaktion aufgrund bestimmter Unselbständigkeiten rechtlicher, funktionaler oder beispielsweise marktseitiger Art nicht zuverlässig ermittelbar waren, aber durch die Verlagerung der Wertermittlung an das Ende der Earn-out-Periode einfach zu bestimmen sind, bereits bei Closing festzulegen.

Sollte eine derartige, nicht vollständig zukunftsorientierte Variation der Ertragswert- oder DCF-Methode verwendet werden, muss erstens der Standard, das heißt, welche Basisgröße (letzte Periode, Durchschnittsperiode o. Ä.) herangezogen werden soll, festgelegt werden (Crasselt & Lukas, 2008, S. 728–729).¹⁵⁵ Zweitens muss auf Grundlage der Basisgröße eine Entwicklung der Basisgröße für den Zeitraum nach der Earn-out-Periode bestimmt werden. Denkbar ist beispielsweise eine konstante ewige Wachstumsrate¹⁵⁶, die jedoch auf Basis der unsicheren Situation bei Closing schwer einschätzbar ist und daher nur zur Verhandlungssache gemacht werden kann. Gleiches gilt für die zur Diskontierung notwendigen Kapitalkosten als dritter festzulegender Aspekt. Hier sollte erstens ein β zur Verhandlungssache gemacht oder ein Mechanismus der Berechnung des β am Ende der Earn-out-Periode festgelegt werden.¹⁵⁷ Zweitens sollte die Verwendung des risikofreien Zinssatzes bzw. der Marktrendite derart bestimmt werden, dass das CAPM am Ende der Earn-out-Periode angewandt werden kann.

¹⁵⁵ Siehe Kapitel 4.2.2.3.1.

¹⁵⁶ Zum Beispiel auf Basis des langfristigen Wirtschaftswachstums.

¹⁵⁷ Auch eine Kalkulation des β am Ende der Earn-out-Periode ist denkbar. Da jedoch die Einflussgrößen der Ermittlung des β nur äußerst schwer vorab festlegbar sind (bei Verwendung von Vergleichsunternehmen (siehe Kapitel 3.3.3) stellt sich beispielsweise die Frage, ob Vergleichsunternehmen zum Zeitpunkt des Closings auch am Ende der Earn-out-Periode noch Vergleichsunternehmen darstellen), liefert eine derartige Ermittlung in vielen Fällen ein verzerrteres Bild als bei Verwendung einer verhandelten bzw. frei geschätzten Höhe des β .

Der Gesamtunternehmenswert bzw. Enterprise Value am Ende der Earn-out-Periode ergibt sich dann gemäß folgender Formel:

$$\text{Gesamtunternehmenswert} = \frac{\text{Basisgröße} \times (1 + \text{ewige Wachstumsrate})}{\text{Diskontierungssatz} - \text{ewige Wachstumsrate}} \quad (4-2)$$

Ein einfaches Beispiel der Unternehmensbewertung mittels DCF-Methode am Ende der Earn-out-Periode ist in der folgenden Abbildung 56 dargestellt:

Beispiel Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren (in TEUR)	
Fixe Inputgrößen	
Länge der Earn-out-Periode	3 Jahre
Basisgröße	Free Cashflow
Wachstumsrate	4%
β	1,4
Standard	fix, Durchschnitt
Marktrendite	ø 20-jährige DAX-Rendite bis 200X+3
Risikofreier Zinssatz	Zins 30-jähriger Staatsbond in 200X+3
Variable Größen	
Free Cashflow in 200X+1	900
Free Cashflow in 200X+2	1.100
Free Cashflow in 200X+3	1.000
Risikofreier Zinssatz in 200X+3	4%
Marktrendite in 200X+3	9%
Ermittlung Gesamtunternehmenswert	
Heranzuziehender Free Cashflow	1.000
Diskontierungssatz nach CAPM	11%
Wachstumsrate	4%
Gesamtunternehmenswert	14.857

Abbildung 56: Beispiel Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Methode am Ende der Earn-out-Periode

Marktorientierte Verfahren

Voraussetzung für die Verwendung eines Börsenkurses als direkte Wertindikation ist die Börsennotierung. Grundsätzlich steht, wie in Kapitel 3.3.5 deutlich gemacht, die Börsennotierung ausschließlich sehr selbständigen Konzerneinheiten zur Verfügung. Ist bei Transaktion bereits ein Börsenkurs für die Konzerneinheit verfügbar, ist für die derart selbständige Konzerneinheit eine äußerst marktnahe Wertindikation vorhanden. Sollte dies der Fall sein, wird meist auch keine Earn-out-Vereinbarung getroffen werden.

Da der Grundmechanismus der Earn-out-Vereinbarung in dem Kaufvertrag bei Transaktion fixiert sein muss und ein Börsengang bei unselbständigen Konzerneinheiten nicht vorhersehbar ist, muss auch die Möglichkeit, dass eine bei Transaktion nicht börsennotierte Konzerneinheit, die zwischen Übernahme und Ende einer möglichen Earn-out-Periode einen Börsengang vollzieht, als nicht realisierbar eingestuft werden. Daher fällt die Orientierung am Börsenkurs auch bezogen auf bei Transaktion nicht börsennotierte Konzerneinheiten weg.

Die Verwendung von Vergleichsmultiplikatoren börsennotierter Gesellschaften bzw. vergangener M&A-Transaktionen zur Unternehmensbewertung andererseits setzt grundsätzlich zwei Größen voraus: eine Basisgröße wie den Umsatz, EBITDA, EBIT, Cashflow oder Reingewinn und einen Multiplikator:

$$\begin{aligned} \text{Gesamtunternehmenswert} &= & (4-3) \\ &= (\text{Basisgröße} \times \text{Multiplikator}) \end{aligned}$$

Dabei sollte als Basisgröße generell der aktuelle bzw. zukünftige Wert herangezogen werden, so dass die Multiplikator-Methode ebenfalls nicht ausschließlich vergangenheitsorientiert ist. Ähnlich wie bei den oben thematisierten Ertragswert- und DCF-Verfahren ist jedoch eine Basisgröße nach der Earn-out-Periode nicht schon bei Closing zuverlässig ermittelbar.

Eine rein zukunftsorientierte Anwendung der Multiplikator-Methode ist demnach auch hier undenkbar. Es können jedoch, wie bei den Ertragswert- und DCF-Verfahren, die tatsächlich in der Earn-out-Periode realisierten Basisgrößen herangezogen werden. Durch Verlagerung der Wertermittlung ans Ende der Earn-out-Periode sind die Basisgrößen, die vor der Transaktion aufgrund bestimmter Unselbständigkeiten rechtlicher, funktionaler oder beispielsweise marktseitiger Art nicht zuverlässig ermittelbar waren, einfach zu bestimmen. Es muss erstens wiederum der Standard, das heißt, welche Basisgröße (letzte Periode, Durchschnittsperiode o. Ä.) herangezogen werden soll, festgelegt werden (Crasselt & Lukas, 2008, S. 728–729). Als zweite Einflussgröße ist der Multiplikator aus vergleichbaren börsennotierten Gesellschaften bzw. vergangenen M&A-Transaktionen notwendig. Dieses ist die Größe, die bei Vertragsabschluss schon festgelegt sein sollte und daher am Ende der Earn-out-Periode definitiv für die Unternehmensbewertung gemäß diesen Verfahren Anwendung findet. Auch hier könnte man argumentieren, dass, wie in Kapitel 3.3.4 dargelegt, vergleichbare börsennotierte Gesellschaften oder M&A-Transaktionen nur äußerst schwierig schon zum Transaktionszeitpunkt auffindbar sind oder ein zum Transaktionszeitpunkt bekannter Multiplikator am Ende der Earn-out-Periode verschieden aussehen könnte. Diese Tatsache kann nicht verneint werden, so dass die Festlegung dieser einen Größe daher zur Verhandlungssache gemacht werden sollte.¹⁵⁸

Die folgende Abbildung 57 zeigt ein einfaches Beispiel, wie der Gesamtunternehmenswert mittels der Multiplikator-Methode am Ende der Earn-out-Periode ermittelt werden kann.

¹⁵⁸ Sind Vergleichsunternehmen bekannt, wäre eine Kalkulation des Multiplikators am Ende der Earn-out-Periode denkbar. Da jedoch äußerst schwer einschätzbar ist, ob Vergleichsunternehmen zum Zeitpunkt des Closings auch am Ende der Earn-out-Periode noch Vergleichsunternehmen darstellen oder beispielsweise in die Multiplikator-Berechnung der Vergleichsunternehmen außerordentliche Effekte einfließen, kann eine derartige Ermittlung ein verzerrteres Bild vermitteln als bei verhandelter bzw. frei geschätzter Höhe des Multiplikators.

Beispiel Multiplikator-Methode (in TEUR)	
Fixe Inputgrößen	
Länge der Earn-out-Periode	3 Jahre
Basisgröße	EBITDA
EBITDA-Multiplikator	8
Standard	fix, Wert aus letzter Periode
Variable Größen	
EBITDA in 200X+1	900
EBITDA in 200X+2	1.100
EBITDA in 200X+3	1.000
Unternehmensbewertung	
Heranzuziehender EBITDA	1.000
EBITDA-Multiplikator	8
Gesamtunternehmenswert	8.000

Abbildung 57: Beispiel Multiplikator-Methode
am Ende der Earn-out-Periode

Optionsbasierte Unternehmensbewertungsverfahren

Die optionsbasierten Unternehmensbewertungsverfahren scheiden für eine Earn-out-Vereinbarung aus: Ähnlich wie die Ertragswert- und DCF- sowie Multiplikator-Methoden sind sie zukunftsgerichtet. Im Gegensatz zu den Letztgenannten kann jedoch keine auf aktuellen Entwicklungen aufsetzende (das heißt teilweise vergangenheitsorientierte) Bewertung durchgeführt werden, da die in eine solche Bewertung einfließenden Größen bzw. Optionen frühestens erst innerhalb der Earn-out-Periode zum Vorschein kommen. Sollten die Optionen schon vorher bekannt sein, wäre die Strukturierung einer Earn-out-Vereinbarung unter Umständen überhaupt nicht notwendig.

4.2.2.3.2.3 Berechnung des Kaufpreises auf Basis des ermittelten Gesamtunternehmens- bzw. Eigenkapitalwerts am Ende der Earn-out-Periode

Es wurde gezeigt, dass die Möglichkeit besteht, eine variable Kaufpreiszahlung für eine Konzerneinheit am Ende der Earn-out-Periode mittels Unternehmensbewertung festzulegen. Da sich wirtschaftswissenschaftliche

Publikationen bis dato noch nicht explizit mit dem Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblem bzw. Earn-out-Strukturen für den Spezialfall einer unselbständigen Konzerneinheit befasst haben, wurde diese Analyse speziell für die vorliegende Thematik durchgeführt.

Die Grundidee war, dass die Konzerneinheit am Ende der Earn-out-Periode (statt bei Closing) mittels klassischer Verfahren der Unternehmensbewertung bewertet wird, weil dies vor Closing (bzw. auch innerhalb der Earn-out-Periode aufgrund der noch vorhandenen, wenn zumeist auch abnehmenden Informationsintransparenz) nicht zuverlässig möglich ist. Es kann folgendermaßen zusammengefasst werden:

Die Ermittlung eines Unternehmenswerts am Ende der Earn-out-Periode bietet sich an, wenn der Unternehmenswert vorher nur äußerst unzuverlässig ermittelbar ist. Dies ist immer dann der Fall, wenn die Informations-transparenz bzw. Selbständigkeit im Kontingenzmodell der Konzerneinheit als gering eingestuft wird.

Auch bei relativ selbständigen Konzerneinheiten bietet sich die Ermittlung eines Unternehmenswerts am Ende der Earn-out-Periode an, da dieser dann mit dem ursprünglich beigemessenen Wert verglichen und daraus eine Wertentwicklung, Kaufpreisverpflichtung bzw. -anpassung abgeleitet werden kann.

Verfahren der Unternehmensbewertung wie die Ermittlung von Liquidations- oder Fortführungswerten sind nicht angemessen, da sie statisch und vergangenheitsorientiert (Meuli, 1996, S. 43) sind. Da dies ein Kritikpunkt der Einzelbewertungsverfahren generell ist, bringt auch die zeitliche Verlagerung keinen Mehrwert. Optionsbasierte Unternehmensbewertungsverfahren bzw. Realoptionsansätze sind gar nicht anwendbar, da die Realoptionen bzw. die Bemessungsgrundlagen dieser Unternehmensbewertung ex ante, das heißt vor Transaktion, nicht hinreichend bekannt sind.

Anders sieht die Situation bei den in der Praxis regelmäßig im Vordergrund stehenden Ertragswert- bzw. insbesondere DCF-Methoden aus. Sie sind zwar mit dem Erkenntnisstand des Zeitpunkts vom Ende der Earn-

out-Periode nicht vollständig zukunftsgerichtet durchzuführen, jedoch besteht die Möglichkeit, auf Basis der in der Earn-out-Periode tatsächlich erzielten Ergebnisse über eine bei Closing festgelegte Wachstumsgröße einen Businessplan zu erstellen und die dort inhärenten Basisgrößen mit einem bei Closing festgelegten Diskontierungssatz abzuzinsen. Dabei gilt, wie in Kapitel 3.2.3 gesehen, ausgehend vom Gesamtunternehmenswert folgende Formel, um den Wert für Eigen- oder Fremdkapitalgeber am Ende der Earn-out-Periode zu ermitteln (Rödl, 2002, S. 164; Spremann, 2004, S. 194):

$$\begin{aligned}
 \text{Wert des Eigenkapitals} &= && (4-4) \\
 &= \text{Gesamtunternehmenswert} - \\
 &- \text{zinstragendes Fremdkapital} + \\
 &+ \text{Cash} = \\
 &= \left(\frac{\text{Basisgröße} \times (1 + \text{ewige Wachstumsrate})}{\text{Diskontierungssatz} - \text{ewige Wachstumsrate}} \right) - \\
 &- \text{zinstragendes Fremdkapital} + \\
 &+ \text{Cash}
 \end{aligned}$$

Es wurde gezeigt, dass zur Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts ein Standard bzw. entweder eine Basisgröße am Ende der Earn-out-Periode oder beispielsweise der Durchschnittswert einer Basisgröße in der Earn-out-Periode gewählt wird. Diese Basisgröße (z. B. Jahresüberschuss, E-BIT oder Cashflow) wird um den Wert erhöht, der sich aus der Basisgröße multipliziert mit der bei Closing festgelegten ewigen Wachstumsrate ergibt. Dadurch erhält man den ersten Prognosewert der Basisgröße nach der Earn-out-Periode. Danach wird der sich ergebende Wert gemäß der ewigen Rente dividiert durch den Diskontierungssatz abzüglich der ewigen Wachstumsrate, um zum Gesamtunternehmenswert am Ende der Earn-out-Periode zu gelangen. Anschließend werden zinstragende Verbindlichkeiten abgezogen und Cash addiert, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten. Das Beispiel aus Abbildung 56 ist in der folgenden Abbildung 58

daher fortgesetzt, um die Ermittlung des Eigenkapitalwerts, ausgehend vom Gesamtunternehmenswert, zu verdeutlichen:

Fortsetzung Beispiel Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren (in TEUR)	
Ermittlung Wert des Eigenkapitals	
Gesamtunternehmenswert	14.857
Zinstragende Verbindlichkeiten in 200X+3	2.000
Cash in 200X+3	500
Wert des Eigenkapitals	13.357

Abbildung 58: Erste Fortsetzung des Beispiels der Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Methode am Ende der Earn-out-Periode

Ähnlich ist die Situation bei der am Ende der Earn-out-Periode ebenfalls gut anwendbaren Multiplikator-Methode. In diesem Fall stellt sich die Formel zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals folgendermaßen dar:

$$\begin{aligned}
 \text{Wert des Eigenkapitals} &= && (4-5) \\
 &= \text{Gesamtunternehmenswert} - \\
 &- \text{zinstragendes Fremdkapital} + \\
 &+ \text{Cash} = \\
 &= (\text{Basisgröße} \times \text{Multiplikator}) - \\
 &- \text{zinstragendes Fremdkapital} + \\
 &+ \text{Cash}
 \end{aligned}$$

Es wird wiederum eine Basisgröße am Ende der Earn-out-Periode oder beispielsweise der Durchschnittswert einer Basisgröße in der Earn-out-Periode (Standard) zur Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts gewählt. Diese Basisgröße (z. B. Jahresüberschuss, EBIT oder Umsatz) wird mit einem Multiplikator multipliziert, der die einzige für die Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts zwingenderweise bereits bei Transaktion festzulegende bzw. zu verhandelnde Größe ist. Anschließend werden zinstra-

gende Verbindlichkeiten abgezogen und Cash addiert, um zum Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

Um diese Adjustierung auch für das Beispiel der Multiplikator-Methode aus Abbildung 57 zu demonstrieren, setzt nachfolgende Abbildung 59 das Beispiel fort:

Fortsetzung Beispiel Multiplikator-Methode (in TEUR)	
Ermittlung Wert des Eigenkapitals	
Gesamtunternehmenswert	8.000
Zinstragende Verb. in 200X+3	2.000
Cash in 200X+3	500
Wert des Eigenkapitals	6.500

Abbildung 59: Erste Fortsetzung des Beispiels der Multiplikator-Methode am Ende der Earn-out-Periode

Bei einer Unternehmensbewertung, die nicht zeitlich verschoben erfolgt, ist der Wert des Eigenkapitals eine Entscheidungsgrundlage bzw. Wertindikation und damit, abhängig von konkreten Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer, ein möglicher Kaufpreis für den Verkäufer. Anders sieht die Situation im Fall der zeitlichen Verlagerung bzw. des Earn-outs aus. Die Interpretation des Eigenkapitalwerts wird deutlich erschwert: Am Ende der Earn-out-Periode sind sowohl Verkäufer als auch Käufer als Eigenkapitalgeber anzusehen: der Verkäufer als derjenige, der vor Beginn des Verkaufs Eigenkapitalgeber war, und der Käufer andererseits derjenige, der neu in die Eigentümer-, das heißt Eigenkapitalgeber-, Rolle getreten ist. Aufgrund dieser und der Tatsache, dass der Gesamtunternehmenswert bzw. Wert des Eigenkapitals teilweise erst maßgeblich in der Earn-out-Periode geschaffen wird, kann nicht einfach die Meinung vertreten werden, dass der Wert des Eigenkapitals am Ende der Earn-out-Periode der Wert ist, der dem Verkäufer zusteht.

Die zwei Faktoren

1. Der Käufer ist in der Earn-out-Periode Eigentümer und daher ebenfalls Eigenkapitalgeber
2. Der Käufer trägt mittels seiner Ausgliederungs-, Verselbständigungs- bzw. Restrukturierungskompetenz maßgeblich dazu bei, dass die Konzerneinheit überhaupt an Wert gewinnt (bzw. ein zuverlässiger Wert ermittelbar ist)

legen demnach eine faire Aufteilung von geschaffenem bzw. ermitteltem Wert des Eigenkapitals nahe. Um also vom Wert des Eigenkapitals zum dem Verkäufer zustehenden Wert des Eigenkapitals zu gelangen, muss eine Zuordnung des Eigenkapitalwerts zu Verkäufer und Käufer geschehen.

Die Zuordnung soll, neben der Multiplikation mit dem veräußerten Anteil – falls der veräußernde Konzern eine Restbeteiligung behalten hat – für die Kaufpreisermittlung mittels des sogenannten Wertgenerierungsfaktors bzw. Value Creation Factor oder VCF erfolgen. Dieser Wertgenerierungsfaktor entspricht einer prozentualen Verteilung des Eigenkapitalwerts auf Käufer und Verkäufer.

$$\begin{aligned} \text{Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer}^{159} &= & (4-6) \\ &= \text{Wert des Eigenkapitals} \times \text{veräußerter Anteil} \times \\ &\times \text{Wertgenerierungsfaktor (VCF)} \end{aligned}$$

Die Höhe des Wertgenerierungsfaktors ist wiederum vom Kontingenzmodell abhängig: Je mehr Unselbständigkeiten gegeben sind bzw. Informationsintransparenz vorliegt, desto eher wird die Ausgliederung, Verselbständigung bzw. Restrukturierung nur mit erheblicher Leistungserbringung

¹⁵⁹ Zur Kaufpreisermittlung, das heißt exklusive des gegebenenfalls per Restbeteiligung gehaltenen Eigenkapitalwerts.

bzw. Unterstützung vom Verkäufer möglich sein.¹⁶⁰ Daher gilt auch: Je höher die Einbringung des Verkäufers in der Earn-out-Periode, desto höher sollte der Wertgenerierungsfaktor zu Gunsten des Verkäufers ausfallen. Andererseits muss auch die Leistung der übernehmenden Beteiligungsgesellschaft wertgeschätzt werden, da eine Ausgliederung, Verselbständigung bzw. Restrukturierung ohne sie meist nicht möglich ist.

Wie hoch der Wertgenerierungsfaktor letztendlich gewählt wird, ist Verhandlungssache. Welche Partei wie in der Ausgliederung, Verselbständigung bzw. Restrukturierung involviert sein wird, ist jedoch bei Vertragsabschluss bereits weitgehend planbar. Aufgrund dieser Ressourcenplanung sollte auch der Wertgenerierungsfaktor in fairer Weise festgelegt werden.

Um den bereits aufgezeigten Beispielen der DCF- und Multiplikator-Methode zu folgen, zeigen die folgende Abbildung 60 und Abbildung 61 jeweils eine beispielhafte Berechnung des jeweiligen Wertanteils des Verkäufers am Eigenkapital:

Fortsetzung Beispiel Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren (in TEUR)	
Ermittlung Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	
Wert des Eigenkapitals	13.357
Veräußerter Anteil	80%
Wertgenerierungsfaktor (VCF)	50%
Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	5.343

Abbildung 60: Zweite Fortsetzung des Beispiels der Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Methode am Ende der Earn-out-Periode

¹⁶⁰ Das Ziel des Verkäufers ist zwar ein Verkauf, damit dieser jedoch maximal erfolgreich verläuft, muss der Verkäufer sich in diesen Fällen, mindestens bis zum Ende der Earn-out-Periode, weiterhin in die Unternehmensentwicklung der Konzerneinheit einbringen.

Fortsetzung Beispiel Multiplikator-Methode (in TEUR)	
Ermittlung Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	
Wert des Eigenkapitals	6.500
Veräußerter Anteil	100%
Wertgenerierungsfaktor (VCF)	80%
Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	5.200

Abbildung 61: Zweite Fortsetzung des Beispiels der Multiplikator-Methode am Ende der Earn-out-Periode

Die variable Kaufpreiszahlung ergibt sich anschließend aus dem dem Verkäufer zustehenden Wert des Eigenkapitals abzüglich des bei Transaktion bezahlten, auf das Ende der Earn-out-Periode aufgezinsten Basiskaufpreises.¹⁶¹ Dies entspricht der zu leistenden Zahlung am Ende der Earn-out-Periode bzw. der Earn-out-Komponente.

$$\begin{aligned}
 \text{variable Kaufpreiszahlung} &= && (4-7) \\
 &= \text{Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer} - \\
 &- \text{aufgezinsten Basiskaufpreis}
 \end{aligned}$$

Die Mechanik des Aufzinsens bzw. der Ermittlung der variablen Kaufpreiszahlung ist in Abbildung 62 und Abbildung 63 für die bereits vorher aufgegriffenen Beispiele der DCF- und Multiplikator-Methode aufgezeigt:

¹⁶¹ Im Fall von unselbständigen Konzerneinheiten erlangt die erwerbende Beteiligungsgesellschaft erst am Ende der Earn-out-Periode vollständige unternehmerische Freiheit. Aus diesem Grund erscheint es zweckmäßig, als Referenzzeitpunkt das Ende der Earn-out-Periode zu wählen. Davon ausgehend, sowie um die Zeitpräferenz der Parteien bzw. deren alternative Anlagemöglichkeiten mit zu berücksichtigen und Zahlungen vergleichbar und summierbar zu machen, muss der gezahlte Basiskaufpreis mit einem bei Transaktion definierten Zinssatz auf den Zeitpunkt der Ermittlung des Unternehmenswerts aufgezinst werden.

Fortsetzung Beispiel Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren (in TEUR)	
Ermittlung variable Kaufpreiszahlung	
Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	5.343
Länge der Earn-out-Periode	3 Jahre
Festgelegter Zinssatz	5%
Fixer Basispreis bei Closing	1.000
Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	5.343
Aufgezinsten fixer Basispreis bei Closing	1.158
Variable Kaufpreiszahlung	4.185

Abbildung 62: Dritte Fortsetzung des Beispiels der Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Methode am Ende der Earn-out-Periode

Fortsetzung Beispiel Multiplikator-Methode (in TEUR)	
Ermittlung variable Kaufpreiszahlung	
Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	5.200
Länge der Earn-out-Periode	3 Jahre
Festgelegter Zinssatz	4%
Fixer Basispreis bei Closing	2.000
Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer	5.200
Aufgezinsten fixer Basispreis bei Closing	2.250
Variable Kaufpreiszahlung	2.950

Abbildung 63: Dritte Fortsetzung des Beispiels der Multiplikator-Methode am Ende der Earn-out-Periode

Im Fall der Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode stellt der Wert der Eigenkapitals des Verkäufers demnach auch den zu zahlenden Gesamtkaufpreis dar:

$$\begin{aligned}
 \text{Gesamtkaufpreis} &= && (4-8) \\
 &= \text{Anteil Wert des Eigenkapitals Verkäufer}^{162} = \\
 &= \text{aufgezinsten Basiskaufpreis} + \text{variabler Kaufpreis}
 \end{aligned}$$

¹⁶² Vom dem Verkäufer zustehenden Wert des Eigenkapitals (exklusive des gegebenenfalls per Restbeteiligung gehaltenen Eigenkapitalwerts) wurde der Basiskaufpreis (unverzinst) dem Verkäufer bei Closing als Anzahlung schon zugeleitet.

Kapitel 4.2.1 hat gezeigt, dass der Basiskaufpreis als Mindestkaufpreis betrachtet werden kann. Auch für die variable Kaufpreiszahlung ist hier denkbar, dass eine Mindestgröße des variablen Kaufpreises festgelegt wird (Vischer, 2002, S. 510), obwohl die Kaufpreiszahlung grundsätzlich von den erzielten Ergebnissen bzw. der Entwicklung der dem Earn-out zugrunde gelegten Basisgrößen abhängig sein soll. Dies sichert dem Verkäufer in jedem Fall einen über den Basiskaufpreis hinausgehenden Kaufpreis, unabhängig von den Ereignissen während der Earn-out-Periode. Für den Käufer kommt dieser Mindestkaufpreis in der Earn-out-Komponente einer Stundung eines Teils des Basiskaufpreises gleich.

4.2.2.3.3 Berechnung des variablen Kaufpreises durch Anknüpfung an willkürlich festgelegte Basisgrößen am Ende der Earn-out-Periode

Alternativ zur Möglichkeit, am Ende der Earn-out-Periode eine Unternehmensbewertung mittels klassischer Verfahren durchzuführen, kann im Rahmen der Verhandlungen einer Earn-out-Transaktion auch eine willkürliche Festlegung der variablen Kaufpreisermittlung erfolgen. In diesen Fällen wird, ähnlich wie bei der Unternehmensbewertung, ebenfalls an bestimmten Ereignissen angeknüpft, die sich bis zum Ende der Earn-out-Periode vollzogen haben müssen. Dies ist eine Methode zur Ermittlung des variablen Kaufpreises, die in mehreren wirtschaftswissenschaftlichen Publikationen schon allgemein abgehandelt wurde (u. a. Meuli, 1996; Piehler, 2007). Der Grund hierfür ist, dass diese Methode vergleichsweise einfach ist und für weniger intransparente Unternehmen bzw. die in Earn-out-Veröffentlichungen meist thematisierten inhabergeführten Privatunternehmen gut anwendbar ist.

Die Methode ist vollständig unabhängig von klassischen Unternehmensbewertungsverfahren, versucht jedoch, den Unternehmenswert grundsätzlich beeinflussende Bemessungsgrundlagen als Basisgrößen zu wählen. Als Grundlage der Ermittlung des variablen Kaufpreises wird daher, wie auch bei der Unternehmensbewertung, eine Basisgröße festgelegt. Diese

kann z. B. dem Gewinn, Bruttogewinn, Cashflow oder Umsatz entsprechen (Janatka & Sherman, 1992, S. 27). Im Gegensatz zur Unternehmensbewertung ist auch eine Verknüpfung bzw. Gewichtung verschiedener finanzieller Basisgrößen oder die Verwendung von nicht-finanziellen bzw. nicht aus der Rechnungslegung stammenden Basisgrößen denkbar¹⁶³, auf deren Grundlage ein variabler Kaufpreis ermittelt wird (Riedl, 2005, S. 28).

Für die Basisgröße wird wiederum ein Standard, das heißt die Handhabung der Basisgröße (letzte Periode, Durchschnittsperiode o. Ä.) für die Kalkulation (Crasselt & Lukas, 2008, S. 728–729), festgelegt.

Ähnlich wie der in Kapitel 4.2.2.3.2.3 beschriebene Wertgenerierungsfaktor gibt es auch bei der willkürlichen Festlegung des variablen Kaufpreises einen bestimmten Anteil, der die Kaufpreiszahlung bestimmt (Meuli, 1996, S. 63). Gemäß Schulz muss der Anteil derart gewählt werden, dass der Anreiz insbesondere für den Verkäufer angemessen ist (Schulz, 2004, S. 43).

Die Wahl des bei der willkürlichen Festlegung anzuwendenden kritischen Prozentsatzes (Meuli, 1996, S. 65) ist jedoch vollständig willkürlich und ausschließlich Verhandlungssache – und nicht, wie beim Wertgenerierungsfaktor, auf Basis der von Käufer und Verkäufer eingebrachten Ressourcen verhandelt bzw. festgeschrieben.

Grundsätzlich führt Meuli (1996) bei der willkürlichen Methode zwei Möglichkeiten auf, einen Earn-out zu strukturieren: Einerseits könne die variable Kaufpreiszahlung aus der Multiplikation der Basisgröße mit dem willkürlich festgelegten Anteil ermittelt werden (S. 59). Piehler (2007) nennt diese Form „Earn-out-Vereinbarung auf Aktienbasis“ (S. 151–152). Dies sei der richtige Weg, wenn kein Basiskaufpreis gezahlt wird bzw. die Kaufpreiszahlung vollständig variabel erfolgt (Meuli, 1996, S. 59) oder lediglich ein

¹⁶³ Siehe auch Kapitel 4.2.2.3.1. Auf diese wird im Folgenden jedoch nicht weiter eingegangen, da nicht-finanzielle bzw. nicht aus der Rechnungslegung stammende Größen für Konzern-Sell-offs aufgrund des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems bzw. der Schwierigkeiten der Einschätz- und Greifbarkeit der Größen wenig zweckmäßig sind.

geringer Basiskaufpreis gezahlt wird bzw. ein Großteil der Kaufpreiszahlung variabel erfolgt (S. 60 f.). Die folgende Formel (Allen, 2008, S. 16) stellt die Berechnung des variablen (Gesamt-)Kaufpreises dar:

$$\begin{aligned} \text{variabler Kaufpreis} &= && (4-9) \\ &= \text{Basisgröße} \times \text{willkürlich festgelegter Anteil} \end{aligned}$$

Ein einfaches Beispiel dieser Methode ist in der nachfolgenden Abbildung 64 ersichtlich:

Beispiel willkürliche Methode (in TEUR)	
Fixe Inputgrößen	
Länge der Earn-out-Periode	3 Jahre
Basisgröße	EBIT
Willkürlich festgelegter Anteil	80%
Standard	kumulativ
Variable Größen	
EBIT in 200X+1	900
EBIT in 200X+2	1.100
EBIT in 200X+3	1.000
Ermittlung variabler Kaufpreis	
Heranzuziehender EBIT	3.000
Willkürlich festgelegter Anteil	80%
Variabler Kaufpreis	2.400

Abbildung 64: Erstes Beispiel der willkürlichen Methode am Ende der Earn-out-Periode

Andererseits kann die variable Kaufpreiszahlung als „Korrektur“ des gezahlten Basiskaufpreises angesehen werden (Meuli, 1996, S. 59; Labbé, 2004, S. 118):

$$\begin{aligned}
 \text{Korrekturwert} &= && (4-10) \\
 &= ((\text{effektive} - \text{vereinbarte}) \text{ Höhe Basisgröße}) \times \\
 &\times \text{willkürlich festgelegter Anteil}
 \end{aligned}$$

Hier erhält der Verkäufer nur bei Überschreiten eines bestimmten Schwellenwerts der Basisgröße einen bestimmten Anteil des Überschrittenen. Bei Piehler (2007) wird diese Art des Earn-outs als „Earn-out-Vereinbarung auf Optionsbasis“ klassifiziert (S. 152). Sie ist in Abbildung 65 anhand eines einfachen Beispiels dargestellt:

Beispiel willkürliche Methode (in TEUR)	
Fixe Inputgrößen	
Länge der Earn-out-Periode	3 Jahre
Basisgröße	EBT
Willkürlich festgelegter Anteil	400%
Standard	fix, Wert aus letzter Periode
Vereinbarter Mindest-EBT 200X+3	800
Variable Größen	
EBT in 200X+1	900
EBT in 200X+2	1.100
EBT in 200X+3	1.000
Ermittlung variabler Kaufpreis	
Heranzuziehender Überschuss-EBT	200
Willkürlich festgelegter Anteil	400%
Variabler Kaufpreis	800

Abbildung 65: Zweites Beispiel der willkürlichen Methode am Ende der Earn-out-Periode

Piehler (2007) schließt dabei Rückzahlungen bei Unterschreiten der Bemessungshöhe zumeist aus. Meuli (1996) und Tallau (2009) tun dies nicht, beschreiben jedoch, dass die Korrektur nach unten denkbar, jedoch in der Praxis nicht etabliert ist (Tallau, 2009, S. 8).

Bei der willkürlichen Methode der Kaufpreisermittlung ist die variable Kaufpreiszahlung als Zusatz zum Basiskaufpreis zu sehen – und nicht, wie bei der Unternehmensbewertung, als Anzahlung. Die Berücksichti-

gung der zeitlichen Dimension ist nicht relevant, da die Korrektur lediglich als unabhängige Straf- bzw. Gutzahlung anzusehen ist.¹⁶⁴ Aus dem gleichen Grund macht auch ein Mindestkaufpreis, wie in Kapitel 4.2.2.3.2.3 gesehen, keinen Sinn.

Der Gesamtkaufpreis ergibt sich daher aus Basiskaufpreis plus Zusatzpreis bzw. variablem Kaufpreis oder Korrekturwert (Earn-out-Komponente).

$$\begin{aligned} \text{Gesamtkaufpreis} &= && (4-11) \\ &= \text{sofortiger Basiskaufpreis} + \text{Earn-out-Komponente} = \\ &= \text{sofortiger Basiskaufpreis} + \text{Korrekturwert} \end{aligned}$$

Im Spezialfall von Konzern-Sell-offs ist zu beachten, dass lediglich in Situationen, in denen die Selbständigkeit bzw. Informationstransparenz der Konzerneinheit ausgesprochen hoch ist, der Wert der Konzerneinheit bei Transaktionsabschluss bereits annähernd mittels Unternehmensbewertung eingeschätzt werden kann. Nur hier ist die Anpassung des ursprünglichen Kaufpreises mittels Korrekturwert passend, da ein Unternehmenswert im weitesten Sinne korrigiert bzw. ergänzt wird. In Fällen äußerster Informationsintransparenz der Konzerneinheit würde Meuli (1996) vermutlich vorschlagen, keinen bzw. einen geringen Basiskaufpreis zu strukturieren und anschließend die variable Kaufpreiszahlung durch Multiplikation der Basisgröße mit dem willkürlich festgelegten Anteil zu ermitteln. In diesen Fällen knüpft dabei jedoch weder der Basiskaufpreis noch der variable, willkürlich ermittelte Kaufpreis in irgendeiner Form an einer Unternehmensbewertung an. Insbesondere die willkürliche Festlegung des Anteils, der den Kaufpreis bestimmt, ist zu kritisieren: Anders als beim Wertgene-

¹⁶⁴ Im Fall von selbständigen Konzerneinheiten erlangt die erwerbende Beteiligungsgesellschaft bereits beim Closing weitgehende unternehmerische Freiheit. Aus diesem Grund erscheint es zweckmäßig, als Referenzzeitpunkt das Closing der Transaktion zu wählen. Davon ausgehend muss bei der willkürlichen Methode keine Aufzinsung des fixen Basiskaufpreises erfolgen.

rierungsfaktor ist die Festlegung vollständig willkürlich und beispielsweise nicht aufgrund von einzubringenden Ressourcen festgelegt. Im Fall von unselbständigen Konzern-Sell-offs, im Gegensatz zu weitgehend selbständigen Konzern-Sell-offs, ist die willkürliche Methode daher als nicht zielführend einzustufen.

4.2.3 Aufteilung zwischen fixem Basiskaufpreis und variablem Kaufpreis

Nimmt man direkten Bezug zum Kontingenzmodell, lässt sich Folgendes ableiten: Je mehr Einflussfaktoren des Kontingenzmodells in einer selbständigen Ausprägung vorliegen, das heißt, je höher sich daraus die Informationstransparenz des Konzern-Sell-offs darstellt, desto besser ist die Risikobeimessung der bewertenden Beteiligungsgesellschaft. Das Resultat einer hohen Transparenz ist, dass ein Großteil des Kaufpreises, per Unternehmensbewertung ermittelbar, bei Closing der Transaktion fällig sein und die Earn-out-Komponente vergleichsweise gering ausfallen kann. In diesen Fällen ist die Earn-out-Komponente als Zuschlag zum bereits am Closing gezahlten Kaufpreis – bei entsprechend guter Entwicklung der Konzerneinheit – zu verstehen („Sweetener“ gemäß Sherman, 1998, S. 783). Meist wird hierbei die weniger komplexe, willkürliche Methode zur Ermittlung des Zuschlags herangezogen – statt eine erneute, vertraglich komplizierter zu erfassende Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode durchzuführen.

Liegt andererseits ein hoher Grad an Informationsintransparenz vor, sind also verschiedene Einflussfaktoren des Kontingenzmodells als unselbständig einzustufen, gilt Folgendes: Je höher die Intransparenz ist, desto schwieriger ist es für eine bewertende bzw. übernehmende Beteiligungsgesellschaft, bei Closing bereits einen substantiellen Kaufpreis an den veräußernden Konzern zu bezahlen. Dies ist in den verschärften Informationsasymmetrien und Informationsmängeln sowie der Risikobeimessung

des Käufers begründet¹⁶⁵. In diesen Fällen sollte der Großteil des Kaufpreises abhängig von der zukünftigen Entwicklung der Konzerneinheit, zeitlich verlagert, das heißt mittels Strukturierung einer Earn-out-Komponente und Verwendung einer an die Unternehmensbewertung anknüpfenden Kalkulation¹⁶⁶, fällig sein.¹⁶⁷ Die Earn-out-Komponente fällt hierbei – im Gegensatz zu dem bei Closing gezahlten Kaufpreis – vergleichsweise hoch aus. Auch Datar et al. (2001) bzw. Cain et al. (2006) belegen dies: In einer empirischen Untersuchung, die allerdings Konzern-Sell-offs nur am Rande mit aufgreift, zeigen sie, dass höhere Unsicherheit zu höheren Earn-out-Komponenten führt (S. 201 bzw. S. 4).

Diese auch als Handlungsempfehlungen anzusehenden Schlussfolgerungen sind in der folgenden Abbildung 66 tabellarisch dargestellt:

¹⁶⁵ Eine hohe Kaufpreisforderung bei Vertragsabschluss müsste in solch einem Fall mit 100 Prozent Eigenkapital gedeckt sein, da Banken, wiederum aufgrund der großen Unsicherheit, nicht bereit sind, ohne weitreichende Sicherheiten Fremdkapital zur Verfügung zu stellen (ähnlich wie bei Maselli, 1997, S. 88). Die Finanzierung eines hohen Kaufpreises mit 100 Prozent Eigenkapital ist in solchen Konzernabspaltungen aber auch den meisten Beteiligungsgesellschaften zu risikoreich. Deshalb werden solche Fälle sehr oft als Earn-out ohne bzw. nur mit geringem Kaufpreis bei Closing strukturiert. Der Verkäufer hat somit die Verpflichtung, die zukünftige Entwicklung in gewisser Weise zu fördern, und die Möglichkeit, an einer positiven Entwicklung der Einheit zu partizipieren.

¹⁶⁶ Statt einer willkürlichen Korrektur.

¹⁶⁷ Eine Due Diligence im Sinne von Liekefett (2005), die sämtliche internen Informationsquellen untersucht (S. 44), ist bei einer solch intransparenten Konzerneinheit kaum möglich. Wie in Kapitel 2.2.2 dargestellt, sind weder testierte Jahresabschlüsse noch genaue Verbuchungen von Konzernleistungen getätigt worden und damit analysierbar (PricewaterhouseCoopers [PwC], 2004). Frommann und Leopold (1998) sagen, eine derartige Veräußerung einer Konzerneinheit komme in seiner Risikostruktur daher einer Neugründung nahe (S. 28).

	hohe Transparenz	geringe Transparenz
fixer Basiskaufpreis bei Closing	hoch (per Unternehmensbewertung ermittelt)	gering (willkürlich ermittelt)
variabler Kaufpreis am Ende der Earn-out-Periode	gering (i.d.R. willkürlich ermittelt, Unternehmensbewertung möglich)	hoch (per Unternehmensbewertung ermittelt)

Abbildung 66: Relative Höhe der Earn-out-Komponente in Abhängigkeit vom Kontingenzmodell

Wie genau eine derartige Aufteilung erfolgt, ist neben der Ausgestaltung der Faktoren im Kontingenzmodell von den Bedürfnissen von Käufer und Verkäufer abhängig. Meist wird der Verkäufer niedrige variable Zahlungen und hohe fixe Zahlungen vorziehen, der Käufer andererseits niedrige fixe, hohe variable Kaufpreiszahlungen präferieren. Es handelt sich also auch um einen zentralen Verhandlungspunkt im Rahmen der Transaktion. Je höher sich die Informationsintransparenz des Konzern-Sell-offs im Kontingenzmodell aus Kapitel 2.2.2 dabei jedoch darstellt, desto eher wird eine weitgehend oder sogar vollständig variable Kaufpreiszahlung gewählt werden.

4.3 Ex-post-Informationasymmetrien als Kernproblematik des Earn-outs bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

4.3.1 Allgemeines Ex-post-Informationsproblem bei Unternehmensverkäufen aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie

Wie in Kapitel 2.2.1 bereits am Rande erwähnt, sind im Fall von Unternehmensverkäufen allgemein auch ex post asymmetrische Informationsverteilungen vorzufinden. Die Parteien, zwischen denen Informationsasymmetrie herrscht, sind bei von der Prinzipal-Agenten-Theorie erfassten Untersuchungen ex post jedoch andere als vor einer Transaktion: Der Käufer tritt wieder als Prinzipal auf, das Management nun allerdings als Agent (Fama, 1980, S. 288 ff.; Jensen & Meckling, 1976, S. 305 ff.).¹⁶⁸

Es lassen sich zwei Fälle (Furubotn & Richter, 1996, S. 163 ff.) unterscheiden: „hidden action“ und „hidden information“. „Hidden action“ liegt dabei vor, wenn der Prinzipal das Verhalten des Agenten nicht beobachten kann, „hidden information“ andererseits, wenn der Prinzipal die Handlungen des Agenten hinsichtlich deren Qualität nicht beurteilen kann. Es liegt also eine „Verhaltensunsicherheit“ (Piehler, 2007, S. 14) bzw. das Risiko von Moral Hazard (Grossman & Hart, 1983, S. 7 ff.; Holmström, 1979, S. 324 ff.; Ross, 1973, S. 134 ff.) vor. Dies bedeutet, dass der Agent versucht, den eigenen Nutzen zu maximieren, statt vollständig im Sinne des Prinzipals zu handeln. Hierbei wird als sogenannter Hold-up bezeichnet, wenn der Agent Lücken im Vertragswerk, in dem nicht jeder zukünftige Fall fixiert ist, systematisch zu seinen Gunsten ausnutzt (Povaly, 2006, S. 114; Spremann, 1990, S. 568–570).

Piehler (2007) nennt drei Möglichkeiten, das Problem der Verhaltensunsicherheit zu reduzieren (S. 14). Diese sind aus Abbildung 67 ersichtlich. Auch hierbei muss man sich bewusst sein, dass derartige Maßnahmen

¹⁶⁸ Der Verkäufer, der vor Vertragsabschluss der Agent war, ist nun nicht mehr zentrale Untersuchungspartei der Prinzipal-Agenten-Theorie (bei deren Anwendung auf Unternehmensverkäufe).

Kosten verursachen (Kürsten, 1994, S. 483 ff.; Schmidt, 1989, S. 495 ff.; Schneider, 1989, S. 483 ff.).



Abbildung 67: Maßnahmen gegen Verhaltensunsicherheit

Quelle: In Anlehnung an Piehler, 2007, S. 14.

Unter Monitoring werden Maßnahmen des Prinzipals, das heißt des Unternehmenskäufers, verstanden, das Verhalten des Agenten, in diesem Fall des Managements, zu überwachen (Diamond, 1991, S. 689 ff.; Gompers, 1995, S. 1461 ff.).

Bonding bedeutet, dass die Handlungen des Agenten bestimmten Restriktionen ausgesetzt sind (Piehler, 2007, S. 14; Gompers & Lerner, 1996, S. 463 ff.; Smith & Warner, 1979, S. 117 ff.) und der Agent den Prinzipal über „die Zielkonformität seiner Entscheidungen mit der Nutzenmaximierungsabsicht“ des Prinzipals glaubwürdig informiert (Riedl, 2005, S. 63; Jensen & Meckling, 1976, S. 308).

Bei Anreizmechanismen wird versucht, die Eigeninteressen des Managements bzw. des Agenten durch Anreize wie variabler Vergütung derart zu steuern, dass die angestrebten Ziele für Agent und Prinzipal von den gleichen Aspekten abhängen (Harris & Raviv, 1979, S. 231 ff.; Spremann, 1990, S. 514). Dadurch sollen die Kosten für Monitoring und Bonding gesenkt werden.

4.3.2 Konzern-Sell-off-spezifisches Ex-post-Informationsproblem aufgrund unterschiedlicher Transaktionsziele und Optimierungsabwägungen

4.3.2.1 Darstellung der Transaktionsziele

Beteiligungsgesellschaften, die Konzerneinheiten übernehmen, diese verselbständigen und weiterentwickeln, verfolgen primär zwei Ziele, um ihr oberstes Ziel, die maximale Gesamtrendite für ihre Investoren, bestmöglich zu erreichen:

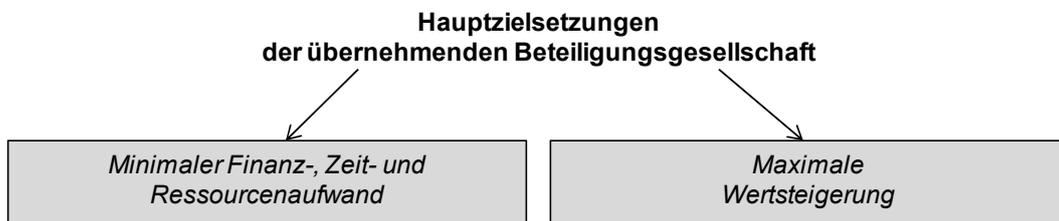


Abbildung 68: Hauptzielsetzungen der übernehmenden Beteiligungsgesellschaft

Wie aus Abbildung 68 ersichtlich, handelt es sich dabei um die maximale Wertsteigerung der Konzerneinheit bei minimalem Finanz-, Zeit- und Ressourcenaufwand von Seiten der Beteiligungsgesellschaft. Um dies zu schaffen, versucht das Beteiligungsunternehmen möglichst zügig und effizient eine Verselbständigung bzw. Restrukturierung zu erreichen und anschließend den Unternehmenswert über weitere Optimierungen oder Wachstum zu maximieren. Da ein Maximum zumeist mit dem Minimum nicht erreichbar ist, gilt es, ein intern abgewogenes Optimum ausfindig zu machen.

Die Hauptgründe für einen Konzern, eine hier thematisierte Veräußerung einer Konzerneinheit einzugehen, sind meist, wie schon in Kapitel 2.1.4 erwähnt, die Fokussierung auf das Kerngeschäft, das heißt ein Veräußerungsgrund mit strategischem Hintergrund, oder der mangelnde finanzielle Erfolg der Konzerneinheit, sprich ein Verkaufsgrund finanziellen Ur-

sprungs. In beiden Fällen versucht der veräußernde Konzern dabei jedoch die drei in Abbildung 69 aufgezeigten Zielsetzungen durch die Transaktion zu erreichen:



Abbildung 69: Hauptzielsetzungen des veräußernden Konzerns

Erstens möchte der Veräußerer seinen Finanz-, Zeit- und Ressourcenaufwand minimieren. Die Forderung der Beschränkung dieses Aufwands ist dabei legitim, da sonst ein Verkauf nicht hätte vollzogen werden müssen. Sein Ziel ist es, sich möglichst schnell auf sein Kerngeschäft, das heißt die übrigen, nicht veräußerten, zum Konzern gehörenden Einheiten, zu konzentrieren und mit dem verbleibenden Konzern plus dem Verkaufserlös aus der Transaktion einen größeren Mehrwert für seine Aktionäre zu generieren als ohne.

Zweitens soll eine maximale Wertsteigerung erreicht werden. Durch die Strukturierung eines Earn-outs möchte der veräußernde Konzern in jedem Fall von der positiven Entwicklung der Konzerneinheit – maximal – profitieren. Wäre dies nicht der Fall, hätte der Konzern die Einheit bei Closing an die Beteiligungsgesellschaft ohne Kaufpreisrealisierung übergeben müssen.

Als drittes Hauptziel ist es für den verkaufenden Konzern äußerst wichtig, dass das Insolvenzrisiko nach der Transaktion minimiert wird. An verschiedenen Beispielen hat man in der Vergangenheit gesehen, dass ein

Verkauf derartiger Konzerneinheiten mit anschließender Insolvenz ein erhebliches Reputationsrisiko für den Konzern beherbergt.¹⁶⁹ Da für Konzerne im heutigen Umfeld dabei die langfristige Stakeholder-Value-Maximierung bedeutender ist als eine kurzfristig orientierte Shareholder-Value-Maximierung (Eberl, 2006, S. 9 f.), spielt auch die Reputation eine enorme Rolle.

Auch bei den Hauptzielen des veräußernden Konzerns können nicht alle zwangsläufig vollständig erreicht werden. Der Grund liegt in der Interdependenz und nicht stets vorliegenden Komplementarität der Zielsetzungen: Mit minimalem Aufwand kann die maximale Wertsteigerung bzw. Minimierung des Insolvenzrisikos gewöhnlich nicht erreicht werden. Es gilt, wie bei den Hauptzielsetzungen der Beteiligungsgesellschaft, ein intern abgewogenes Optimum zu erreichen.

Die Folge dieser Zielsetzungen sind Abwägungsfragen innerhalb der Parteien. Daher werden Beteiligungsgesellschaft und Konzern als Käufer und Verkäufer im Folgenden separat auf interne Abwägungen bei fünf ausgewählten, zentralen Kriterien untersucht. Hinsichtlich dieser fünf Aspekte sollte sich jede Partei vor einer Verhandlung mit der jeweils anderen Partei positionieren, da hier Probleme, Schwierigkeiten und Kompromisserfordernisse schon auf Ebene der einzelnen Parteien ersichtlich werden.

Die folgende Abbildung 70 gibt dabei einen Überblick der in Kapitel 4.3.2.2 und Kapitel 4.3.2.3 thematisierten Abwägungen der Beteiligungsgesellschaft und des veräußernden Konzerns bei der Strukturierung von Earn-out-Transaktionen:

¹⁶⁹ In jüngster Vergangenheit war das prominenteste Beispiel in Deutschland der Verkauf von Siemens' Handysparte an BenQ.

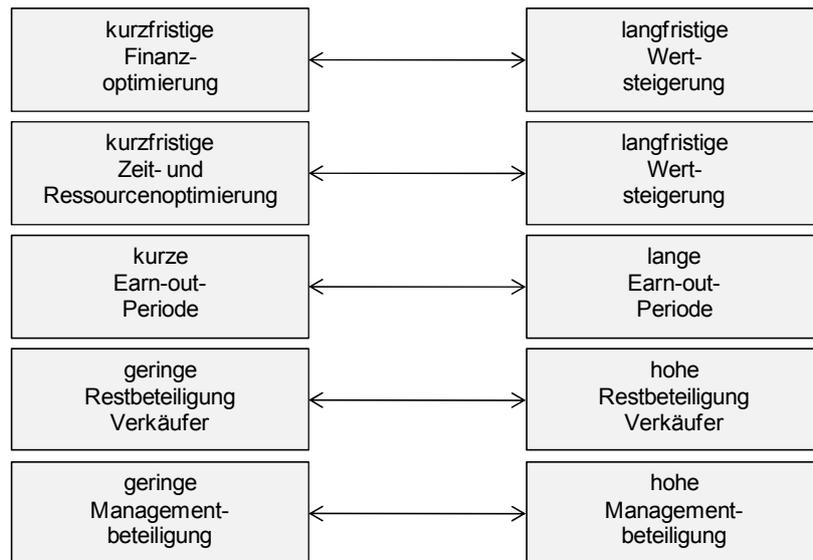


Abbildung 70: Überblick der fünf zentralen internen Abwägungen der Beteiligungsgesellschaft bzw. des Konzerns bei der Strukturierung von Earn-out-Transaktionen

4.3.2.2 Ausgewählte Zieloptimierungsabwägungen der Beteiligungsgesellschaft

Die in Kapitel 4.3.2.1 beschriebenen Zielsetzungen der übernehmenden Beteiligungsgesellschaften sind bei der Übernahme von Konzerneinheiten mit Strukturierung eines Earn-outs nicht selbsterklärend. Insbesondere stößt man auf Probleme, Schwierigkeiten und Kompromisserfordernisse innerhalb der Beteiligungsgesellschaft, die bei klassischen Buy-outs durch Beteiligungsunternehmen nicht derart relevant sein müssen.

Wie aus Abbildung 70 ersichtlich, ist der erste bei der Beteiligungsgesellschaft vorzufindende interne Gegensatz der in Abbildung 71 nochmals separat dargestellte:



Abbildung 71: Abwägung der Beteiligungsgesellschaft zwischen kurzfristiger Finanzoptimierung und langfristiger Wertsteigerung

Dieses sogenannte Abwägungskontinuum umfasst die beiden zentralen Zielsetzungen einer übernehmenden Beteiligungsgesellschaft direkt. Auf der linken Seite des Abwägungskontinuums steht die kurzfristige Finanzoptimierung. Die langfristige Wertsteigerung steht auf der rechten Seite des Kontinuums. Der Finanzmitteleinsatz, wozu sowohl die Zahlung eines Basiskaufpreises und eines variablen Kaufpreises als auch etwaige Kapitalerhöhungen, Darlehensvergaben an das übernommene Unternehmen oder im Rahmen der Vertragsverhandlungen zugesagte Mindestkaufpreise bzw. Investitions Garantien¹⁷⁰ gehören, soll möglichst gering sein. Das oberste Ziel im Sinne der Investoren ist es, eine maximale Wertsteigerung mit minimalem Kapitaleinsatz zu erzielen.

Nun ist es für die Beteiligungsgesellschaft eine generelle Abwägungsfrage, wie viel in das Unternehmen investiert werden soll. Dies wird in der Regel von der erwarteten Rendite auf das investierte Kapital abhängig gemacht. In der Sondersituation der Earn-out-Regelung ist jedoch ein spezielles Problem zu vorzufinden: Einerseits könnte argumentiert werden, dass höhere Investitionen generell zur langfristigen Wertsteigerung beitragen und auch das Engagement des veräußernden Konzerns, der seinerseits sonst hauptsächlich an einer kurzfristigen Wertmaximierung interessiert sein könnte, erhöhen, um eine langfristig höhere Wertsteigerung zu ermöglichen. Andererseits ist jedoch zu sehen, dass während der Earn-out-Periode investiertes Kapital, falls sich dieses optimalerweise schnell, das heißt noch in der Earn-out-Periode, in erhöhte Unternehmensergebnisse umwandeln lässt, den eigenen zu zahlenden variablen Kaufpreis erhöht, sollte dieser als Basisgröße eine Ergebnisgröße vorsehen. Der Anreiz könnte daher sein, mit umfangreichen, schnell Erfolg versprechenden Kapitalinvestitionen bis ans Ende der Earn-out-Periode zu warten. Kurzfristige Kaufpreisoptimierung steht dann grundsätzlich vor langfristiger Wertoptimierung.

¹⁷⁰ Die Investitionsgarantie verpflichtet – je nach Struktur – die erwerbende Beteiligungsgesellschaft oder die Konzerneinheit zur Investition einer bestimmten Summe in einer festgelegten Periode. Eine derartige Investitionsverpflichtung kann einen Anreiz für die Beteiligungsgesellschaft darstellen, sich optimal in die Entwicklung der Konzerneinheit einzubringen, um die größtmögliche Rendite des eingesetzten Kapitals zu erwirtschaften.

Ein weiteres internes Problem der Beteiligungsgesellschaft ist die Entlohnung der eigenen Ausgliederungs-, Verselbständigungs- und Restrukturierungskompetenz. Grundsätzlich wäre es im Interesse der Beteiligungsgesellschaft, möglichst hohe, theoretisch deutlich überhöhte Beratungsaufwendungen an die Konzerneinheit zu verrechnen, um den variablen Kaufpreis zu minimieren, soweit dieser an Ergebnisgrößen gekoppelt ist. Diese Einnahme kann als eine Art Refinanzierung des Kaufpreises und damit Minimierung des Finanzaufwands angesehen werden.¹⁷¹ Andererseits soll jedoch die langfristige Wertsteigerung maximiert werden. Dazu gehört, dass das Unternehmen für einen potentiellen Käufer der Konzerneinheit zu einem späteren Zeitpunkt möglichst hohe, stetig wachsende Gewinne ausweist. Auch wenn wertgenerierende Beratung im Sinne der Konzerneinheit wünschenswert ist, gilt: Je niedriger die Beratungsaufwendungen dabei sind, desto bessere Ergebnisse können ausgewiesen werden. Überhöhte Beratungsaufwendungen ohne entsprechende Gegenleistung maximieren den Wert ebenfalls in keinster Weise.



Abbildung 72: Abwägung der Beteiligungsgesellschaft zwischen kurzfristiger Zeit- und Ressourcenoptimierung und langfristiger Wertsteigerung

Abbildung 72 zeigt eine weitere interne Abwägung für die Beteiligungsgesellschaft – die Zeit- und Ressourcenplanung im Zusammenhang mit der Ausgliederung, Verselbständigung und Restrukturierung der Konzerneinheit im Vergleich zur Wertsteigerung. Ziel ist es, mit möglichst geringem Zeit- und Ressourcenaufwand eine maximale Wertsteigerung zu erzielen. Für die Beteiligungsgesellschaft ist eine Konzern-Sell-off-Transaktion durch Ausgliederung, Verselbständigung und Restrukturierung der Kon-

¹⁷¹ Überhöhte Beratungsaufwendungen werden jedoch regelmäßig als verdeckte Gewinnausschüttung eingestuft.

zerneinheit mit deutlich mehr Zeit- und Ressourcenaufwand verbunden als bei einer klassischen Buy-out-Transaktion. Die ressourcenmäßig meist stark eingeschränkte Beteiligungsgesellschaft muss intern abwägen, wie viel Zeitaufwand und Ressourcen sie, unabhängig von deren Bezahlung, zur Verfügung stellt und ob ein erhöhter Aufwand zu höherer Wertsteigerung führt. Insbesondere in der Earn-out-Periode stellt sich die Frage, ob die durch erhöhten Aufwand erreichte Wertsteigerung, die grundsätzlich zu einer Erhöhung des variablen Kaufpreises führen kann, einen höheren Wert hat als potentiell andere von der Beteiligungsgesellschaft verfolgte Projekte (Opportunitätskosten).



Abbildung 73: Abwägung der Beteiligungsgesellschaft zwischen kurzer und langer Earn-out-Periode

Betrachtet man die Earn-out-Periode, gibt es auch hier verschiedene Abwägungen der Beteiligungsgesellschaft, welche Earn-out-Periode am sinnvollsten sein könnte. Abbildung 73 zeigt eine kurze, verglichen mit einer langen, Earn-out-Periode auf. Nimmt man an, dass am Ende einer Earn-out-Periode das Ziel der Selbständigkeit und Informationstransparenz erreicht ist, sprechen aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft verschiedene Gründe für eine minimale Earn-out-Periode: Einerseits ist die durch die Ausgliederung, Verselbständigung und Restrukturierung erfolgte Wertsteigerung damit zügig erfolgt, die Beteiligungsgesellschaft besitzt meist ungeteilte Macht¹⁷² und eine selbständige Weiterentwicklung in Bezug auf Zusatzakquisitionen oder beispielsweise auch ein Wiederverkauf sind grundsätzlich möglich. Auch ist der Kaufpreis bei kürzeren Earn-out-Perioden aufgrund der beschränkten zur Verfügung gestellten Zeit für die

¹⁷² Eine Ausnahme stellt die Situation dar, in der der Verkäufer eine Restbeteiligung hält.

Wertsteigerung meist geringer. Andererseits hat eine minimale Earn-out-Periode auch bestimmte Nachteile bzw. eine maximale Earn-out-Periode bestimmte Vorteile. In der längeren Earn-out-Periode besteht die Möglichkeit, die (dann meist höhere) Kaufpreisfinanzierung erst zu einem deutlich späteren Zeitpunkt zu tätigen. Dies ist ein deutlicher Liquiditätsvorteil. Außerdem kann während der gesamten Periode in jedem Fall auf die Unterstützung des Verkäufers gezahlt werden.



Abbildung 74: Abwägung der Beteiligungsgesellschaft zwischen geringer und hoher Restbeteiligung des Verkäufers

Die vierte maßgebliche Abwägung der Beteiligungsgesellschaft¹⁷³ ist die Frage, ob dem Verkäufer eine Restbeteiligung angeboten werden soll (Bruski, 2005, S. 14) oder nicht. Klare Vorteile einer hohen Restbeteiligung sind der geringere zu zahlende Kaufpreis, das positive Signal des Veräußerers, auch langfristig an der Wertentwicklung partizipieren zu wollen, und die daraus folgende langfristige Unterstützung des Verkäufers. Andererseits ist die Macht bzw. Kontrolle eingeschränkt, da eine weitere Partei an der Gesellschafterversammlung teilnehmen muss und mitwirken kann, und der Exit-Erlös geringer als bei einer kleinen bzw. gar keinen Restbeteiligung.



Abbildung 75: Abwägung der Beteiligungsgesellschaft zwischen geringer und hoher Managementbeteiligung

¹⁷³ Siehe Abbildung 74.

Ähnliches gilt für die Managementbeteiligung, die im Abwägungskontinuum in Abbildung 75 dargestellt ist. Eine geringe Managementbeteiligung resultiert im Exit-Fall in einem höheren Verkaufserlös. Eine hohe Managementbeteiligung andererseits verringert den Verkaufserlös bei Wiederverkauf, ohne dass dabei ein substantieller Teil des Kaufpreises erspart blieb: In der Regel erhalten die Manager die Unternehmensanteile vom Käufer entweder als kostenlos überlassenes Anreizinstrument oder zu einem deutlich geringeren Preis, als beim Exit für diesen Anteil realisiert wird. Das Stichwort Anreiz ist hier jedoch zentral: Die Beteiligung soll dem Management einen langfristigen Anreiz bieten, den Unternehmenswert zu steigern, so dass der Gesamtwert der nach Managementbeteiligung verbliebenen Anteile den Wert der gesamthaften Anteile ohne Managementbeteiligung übersteigt. Insbesondere im Fall von Konzern-Sell-offs kann die Beteiligung des Managements wichtig sein, da ehemalige Konzernmitarbeiter durch die Transaktion unmittelbar zu Mitunternehmern werden und damit oft ein besonderer Motivationsschub verbunden ist. Andererseits heißt natürlich eine erhöhte Motivation bzw. daraus entstehende Unternehmenswertsteigerung auch eine erhöhte variable Kaufpreiszahlung in der kurzen Frist.

Zusätzlich bindet die Beteiligung die ehemaligen Konzernmitarbeiter bzw. Manager (zumindest psychologisch) an die Konzerneinheit. Ähnlich wie bei eigentümergeführten, personenabhängigen Unternehmen¹⁷⁴ sind diese Mitarbeiter durch deren Bindung an die Konzerneinheit aufgrund der Einarbeitung in die Konzernstrukturen und -verflechtungen für die Ausgliederung, Verselbständigung und Restrukturierung oftmals sehr wichtig.

¹⁷⁴ In diesen Fällen ist der Earn-out – als Alternative zur Restbeteiligung – ebenfalls sehr verbreitet. Hierzu existieren – im Gegensatz zur Abhandlung des Earn-outs bei Konzern-Sell-offs – zahlreiche Veröffentlichungen. Beispiele sind Baums (1993) und Mertens (2003).

4.3.2.3 Ausgewählte Zieloptimierungsabwägungen des Konzerns

Kapitel 4.3.2.1 hat die Hauptzielsetzungen eines veräußernden Konzerns dargestellt. Auch hier bedürfen diese Zielsetzungen jedoch einer Detaillierung. Ähnlich wie auf der Seite der Beteiligungsgesellschaften lassen sich auch auf der Seite des Verkäufers die fünf ausgewählten, zentralen Abwägungen und Gegensätze bei der Strukturierung von Earn-out-Transaktionen wiederfinden. Diese Abwägungen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben.

Abbildung 70 führt als ersten intern abzuwägenden Aspekt die kurzfristige Finanzoptimierung verglichen mit der langfristigen Wertsteigerung auf. Daher ist dieser in Abbildung 76 nochmals dargestellt:



Abbildung 76: Abwägung des Konzerns zwischen kurzfristiger Finanzoptimierung und langfristiger Wertsteigerung

Die kurzfristige Finanzoptimierung bezieht sich erstens auf den Kapitaleinsatz des Käufers, den ein Verkäufer mindestens verlangt. Beispiele für derartige Kapitaloptimierungen sind möglichst hohe Basis- oder Mindestkaufpreise. Ist eine erhöhte finanzielle Zusage einmal durchgesetzt, könnte dies zu mehr Motivation der Beteiligungsgesellschaft führen. Andererseits gilt: Je mehr finanziellen Beitrag der Konzern fordert, desto geringer ist die Chance, dass die Beteiligungsgesellschaft Interesse an der Transaktion hat.

Zweitens ist auch die optimale Übergabe der Geschäftseinheit zu nennen. Es stellt sich die Frage, ob der veräußernde Konzern bereit ist, beispielsweise eine Ablösung aus dem Cashpool der Muttergesellschaft durch Gewährung einer kurzfristigen Kreditlinie für die Umlauffinanzierung zu vereinfachen oder kurzzeitig nach Ausgliederung offensichtliche Restrukturie-

rungskosten (teilweise) mitzutragen. Besteht hier keine Bereitschaft, liegt eher eine kurzfristige Denkweise vor. Bei Offenheit für kurzzeitige finanzielle Unterstützung der Konzerneinheit steht eher die langfristige Wertsteigerung im Vordergrund.

Als dritte Abwägung ist Folgendes aufzuführen: Ähnlich wie die Beteiligungsgesellschaft nach der Transaktion bzw. in der Earn-out-Periode Leistungen für Beratung der Ausgliederung, Verselbständigung und Restrukturierung an die Konzerneinheit fakturiert, stellt auch der Konzern nach der Transaktion oft weiterhin einige Dienstleistungen zur Verfügung. Diese Dienstleistungen betreffen all diejenigen Funktionalitäten, die vor der Transaktion von der Muttergesellschaft für die Konzerneinheit durchgeführt wurden und nicht sofort ersetzbar sind. Da diese vor der Transaktion nicht zwangsläufig zu ‚at arm’s length‘-Verrechnungspreisen erfolgten und auch die bezogene Menge nach den ersten Verselbständigungsschritten nicht denjenigen von vor der Transaktion entsprechen müssen, muss über Preise und Mengen im Rahmen sogenannter Service Level Agreements¹⁷⁵ neu nachgedacht werden. Hier steht der die Dienstleistungen bereitstellende Konzern vor der Entscheidungsfrage, ob er seine Kosten für die Dienstleistungen im Sinne kurzfristiger Fixkostendeckung teuer bezahlen lässt (und damit die Ergebnisse der Konzerneinheit und den erzielten Unternehmenswert bzw. variablen Kaufpreis, sofern dieser von einem Ergebnis abhängig gemacht wird, senkt) oder durch günstige Bereitstellung der Dienstleistungen höhere Ergebnisse darstellen will (die zu einem höheren Kaufpreis führen). Die teuren Dienstleistungen entsprechen einer eher kurzfristigen Finanzoptimierung, die günstigen einer langfristigen Wertmaximierung.

Das Gleiche gilt, wenn die Konzerneinheit aufgrund von physischer Abhängigkeit vor der Transaktion auch nach der Transaktion weiterhin im Gebäude bzw. in Gebäuden der Muttergesellschaft arbeitet. Mit einer hohen Miete wird der kurzfristige Mietertrag maximiert, bei geringer Miete auf einen erhöhten Unternehmenswert bzw. Kaufpreis abgezielt.

¹⁷⁵ Siehe Kapitel 5.2.

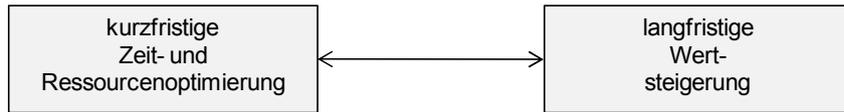


Abbildung 77: Abwägung des Konzerns zwischen kurzfristiger Zeit- und Ressourcenoptimierung und langfristiger Wertsteigerung

Einer weiteren internen Abwägung bedarf es beim veräußernden Konzern in Bezug auf die kurzfristige Zeit- und Ressourcenoptimierung verglichen mit der langfristigen Wertsteigerung.¹⁷⁶

Für den Konzern stellt sich insbesondere die Frage, wie viel Zeit- und andere nicht-finanzielle Ressourcen er nach der Transaktion investieren will und kann. Für einen möglichst geringen Aufwand spricht die Möglichkeit, sich nach der Transaktion nahezu vollständig auf die anderen Konzernbereiche konzentrieren zu können. Dies ist in den meisten Fällen der Hauptgrund für die Veräußerung einer Konzerneinheit.¹⁷⁷ Außerdem überlässt man der Beteiligungsgesellschaft derart den größten unternehmerischen Handlungsspielraum, was sich in einem gesteigerten Unternehmenswert ausdrücken könnte. Mit dieser eher kurzfristigen Denkweise sind, verglichen mit einer langfristigeren Orientierung, jedoch auch erhebliche Nachteile verbunden: Der Konzern kann durch selbst eingebrachtes, wertgenerierendes Know-how nicht von einem höheren Kaufpreis profitieren. Durch die fehlende Kontrolle des Geschäftsgebarens ist für den veräußernden Konzern außerdem nicht gleichermaßen transparent, wie die Beteiligungsgesellschaft die Wertentwicklung bis zum Ende der Earn-out-Periode durchführt. Auch ist es nicht möglich, eine mögliche Insolvenz bzw. für den Konzern reputationsschädigende Situation frühzeitig zu erkennen, um dieser gegebenenfalls noch entgegenwirken zu können.

¹⁷⁶ Siehe Abbildung 77.

¹⁷⁷ Siehe Kapitel 2.1.4.

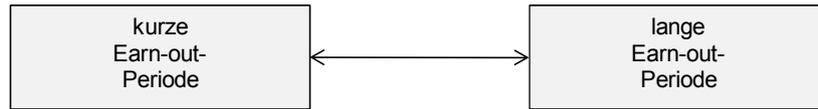


Abbildung 78: Abwägung des Konzerns zwischen kurzer und langer Earn-out-Periode

Betrachtet man die Länge der Earn-out-Periode¹⁷⁸ und vergleicht eine kurze mit einer langen, auch hier wiederum unter der Annahme, dass am Ende der Earn-out-Periode die vollständige Selbständigkeit bzw. Informationstransparenz erreicht ist, sprechen insbesondere die schnellere Konzentration auf das eigene Kerngeschäft und die zügigere Erlangung des Kaufpreises für eine eher kurze Earn-out-Periode. Auch ist eine möglichst schnell erreichte kulturelle Unabhängigkeit der Konzerneinheit für den Konzern ein wünschenswertes Ergebnis – da auch die eigenen Mitarbeiter von einem derartigen Verkauf bzw. weitergehender Interaktion (negativ) beeinflusst werden können. Neben dem klassischen Vorteil des höheren Kaufpreises, durch einen geplantermaßen höheren Unternehmenswert, bringt andererseits eine lange Earn-out-Periode eine starke Kontrollmöglichkeit für den Konzern mit sich. Dadurch kann er reputationsschädigende Ereignisse wie im schlimmsten Fall eine Insolvenz über einen längeren Zeitraum überwachen.



Abbildung 79: Abwägung des Konzerns zwischen geringer und hoher eigener Restbeteiligung

Gleichermaßen wie sich die erwerbende Beteiligungsgesellschaft überlegt, ob sie dem Verkäufer eine Restbeteiligung offerieren möchte, muss sich

¹⁷⁸ Siehe Abbildung 78.

der Verkäufer selbst fragen, ob und in welcher Höhe er Interesse an einer derartigen Beteiligung hat.¹⁷⁹ Verbleibt gar keine Restbeteiligung beim Verkäufer, entstehen für diesen daraus keinerlei zukünftige Verpflichtungen und die Aktivität der Konzerneinheit kann aus der eigenen Bilanz vollständig entkonsolidiert werden. Man kann sich gänzlich auf das Kerngeschäft konzentrieren. Bei geringer bis keiner Restbeteiligung wird darüber hinaus generell ein höherer Verkaufserlös erzielt. Andererseits spricht insbesondere folgender Punkt für eine substantielle¹⁸⁰ Restbeteiligung: Auch wenn der Verkaufserlös niedriger ist, hat der Konzern die Möglichkeit, über die Earn-out-Periode hinausgehend an der Wertentwicklung der Konzerneinheit zu partizipieren und die Entwicklung der Konzerneinheit mit zu begleiten.

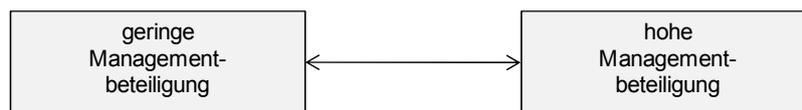


Abbildung 80: Abwägung des Konzerns zwischen geringer und hoher Managementbeteiligung

Schließlich muss sich auch der veräußernde Konzern mit der Frage befassen, ob er an einer Managementbeteiligung¹⁸¹ Interesse hat bzw. diese sogar zur Bedingung der Earn-out-Transaktion macht. Wenn er das Management für qualifiziert hält, sollte er sich in den Verhandlungen mit der Beteiligungsgesellschaft für eine vergleichsweise hohe Managementbeteiligung einsetzen. Dies sichert ihm die Motivation des Managements, den Unternehmenswert zu maximieren – bis zum Ende der Earn-out-Periode oder bei einer eigenen Restbeteiligung auch darüber hinaus. Gegen oder lediglich für eine geringe Beteiligung des Managements sprechen die Ei-

¹⁷⁹ Abwägung siehe Abbildung 79.

¹⁸⁰ Substantiell wird nie eine Mehrheit sein, weil die Motivation des Konzerns fast immer ist, sich operativ weitgehend zurückzuziehen. Meist kommen nur Restbeteiligungen bis zu 20 Prozent, die als reine Finanzbeteiligungen gehalten werden, in Betracht.

¹⁸¹ Siehe Abbildung 80.

geninteressen des Managements oder dessen Qualifikation, falls diese lediglich für die ersten Schritte der Ausgliederung, das heißt nicht bis zum Ende der Earn-out-Periode, in der Konzerneinheit verbleiben und danach ersetzt werden sollen.

4.3.2.4 Anwendbarkeit der Prinzipal-Agenten-Theorie für das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-post-Informationsproblem

Wie in Kapitel 4.1.2 gesehen, adressiert der Earn-out eine bestimmte Prinzipal-Agenten-Problematik bei Unternehmensübernahmen: die Informationsvorsprünge des Veräußerers gegenüber den Informationen des Käufers.

Weiter wurde in Kapitel 4.1.3 gefragt, ob der Earn-out auch das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem lösen kann. Darunter wurden weitergehend als lediglich allgemeine, die zukünftige Geschäftsentwicklung betreffende Ex-ante-Informationsasymmetrien, verschärfte Informationsasymmetrien bzw. sogar Informationsmängel verstanden, die die Kaufpreisermittlung maßgeblich beeinflussen. Einerseits ist die oben beschriebene Prinzipal-Agenten-Problematik bei Konzern-Sell-offs aufgrund einer etwaigen Integration in den veräußernden Konzern deutlich verschärft. Andererseits liegen darüber hinaus auch Informationsmängel vor, das heißt, einige Informationen liegen auch dem Veräußerer nicht vor. In diesen Fällen kann nicht von einer Prinzipal-Agenten-Problematik gesprochen und können deren Ex-ante-Lösungsansätze daher auch nicht angewandt werden. Durch die zeitliche Verlagerung der Kaufpreisermittlung wurde jedoch gezeigt, dass sowohl verschärfte Informationsasymmetrien als auch Informationsmängel kein entscheidendes Problem der Transaktion bzw. Kaufpreisermittlung mehr darstellen.

Auch wenn einige Informations- bzw. teilweise Prinzipal-Agenten-Probleme mit Strukturierung einer Earn-out-Vereinbarung gelöst sind, kann noch nicht geschlussfolgert werden, dass damit zwangsläufig eine Lösung

für die Konzern-Sell-off-Transaktion gefunden ist. Dies ist so pauschal jedenfalls zu verneinen, da der Earn-out aufgrund der in Kapitel 4.3.2.1 bis 4.3.2.3 beschriebenen Transaktionsziele bzw. Zieloptimierungspräferenzen potentiell neue Prinzipal-Agenten- und andere Probleme schafft (Cain et al., 2006, S. 2): Es entstehen ex post bestimmte Informationsasymmetrien bzw. -probleme, mit denen umgegangen werden muss (Geidner, 2009, S. 76). Unabhängig von den allgemein in der Prinzipal-Agenten-Theorie thematisierten Ex-post-Informationsproblemen zwischen einem Unternehmensinhaber und einem die Unternehmensführung innehabendem Management – wie sie in Kapitel 4.3.1 angesprochen wurden – sind die Parteien, zwischen denen ebenfalls wesentliche Informationsungleichgewichte bestehen, bei Strukturierung eines Earn-outs zusätzlich die gleichen wie vor der Transaktion, sprich wiederum Verkäufer und Käufer. Insbesondere tritt der Verkäufer – im Gegensatz zu klassischen, bei Unternehmensübernahmen thematisierten Informationsproblemen – weiterhin als Informationspartei auf. Es stellen sich daher noch nie derart analysierte Informationsprobleme:

Im Fall einer Earn-out-Vereinbarung bei Veräußerung einer Konzerneinheit an eine Beteiligungsgesellschaft verliert der Konzern die uneingeschränkte Unternehmenskontrolle beim Closing. Da jedoch ein variabler Kaufpreisanspruch vorhanden ist, hat der Konzern naturgemäß ein Interesse, alle Informationen zu erhalten, die für die Ermittlung der variablen Kaufpreiszahlung relevant sind. Aufgrund der Kontrollabgabe ist die Informationstransparenz für den Konzern jedoch teilweise deutlich begrenzt – die Entwicklung der Konzerneinheit liegt größtenteils nicht mehr in seiner Hand. Gleiches gilt für die Beteiligungsgesellschaft: Sie ist zwar in maßgeblich kontrollierender Funktion, hat jedoch, aufgrund der zumeist auch nach der Transaktion vorhandenen Verflechtung zum Konzern, teilweise nur begrenzte Transparenz bezüglich der Art, Notwendigkeit und Intensität der Verflechtungen. In einigen Bereichen ist für beide Parteien daher auch nach der Transaktion noch eine begrenzte Informationstransparenz vorzufinden.

Gemäß Hölcher et al. (2007) ist eine Earn-out-Vereinbarung dabei genau dann „sinnvoll und durchführbar, wenn sie an Kriterien anknüpft, die ... vom Erwerber nicht beeinflusst werden können“ (S. 362). Ausgehend von dieser Aussage zeigt sich das neu auftretende Problem: Die Earn-out-Komponente darf vom Käufer, der nun Agent ist, nicht manipulierbar sein. Gleiches gilt im Fall von Konzern-Sell-off-Transaktionen ebenso für den Verkäufer, der ebenfalls als Agent fungieren kann: Auch dieser darf die Earn-out-Komponente nicht manipulieren können.¹⁸² Genau diese Gefahr besteht jedoch aufgrund der oben beschriebenen Ex-post-Informationsasymmetrien bzw. der in Kapitel 4.3.2.1 bis 4.3.2.3 aufgeführten Transaktionsziele bzw. Präferenzen der Zielloptimierung.

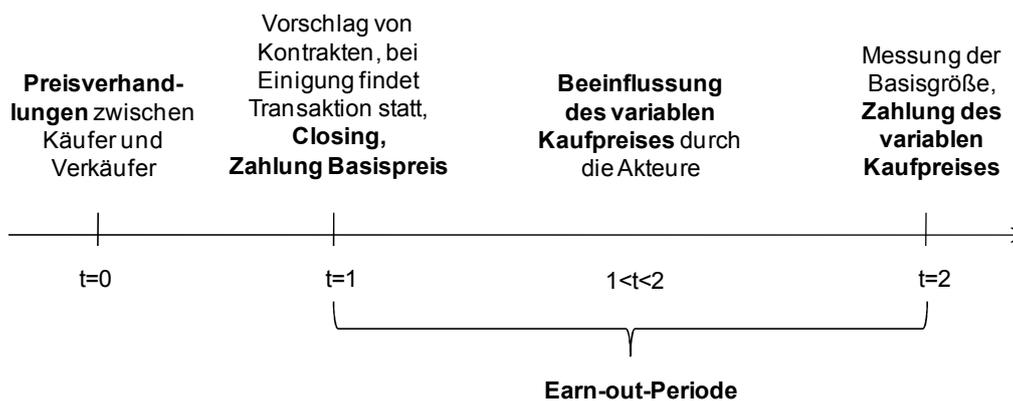


Abbildung 81: Zeitliche Struktur von Earn-out-Vereinbarungen mit Darstellung des Zeitpunkts der Beeinflussungsmöglichkeiten

Quelle: In Anlehnung an Piehler, 2007, S. 128.

Dieses zwischen Verkäufer und Käufer nach Vertragsschluss vorhandene Informationsproblem wird im Folgenden als Konzern-Sell-off-spezifisches Ex-post-Informationsproblem bezeichnet. Sowohl der veräußernde Konzern als auch die übernehmende Beteiligungsgesellschaft sind aufgrund

¹⁸² Siehe Abbildung 81.

von Informationsasymmetrien in der Earn-out-Periode potentiell mit Moral Hazard (Prinzipal-Agenten-Theorie) konfrontiert. Aufgrund der speziellen Situation, dass sich beide für einen bestimmten Zeitraum mit der Verselbständigung bzw. Weiterentwicklung der Konzerneinheit beschäftigen (müssen), liegt daher das sogenannte „double-sided moral hazard“ (Agrawal, 2002, S. 33) vor. Dies bedeutet, dass sowohl Verkäufer als auch Käufer grundsätzlich versucht sein müssten, ihre Einbringung in die Verselbständigung bzw. Weiterentwicklung der Konzerneinheit derart zu optimieren, dass für sie individuell der größte Nutzen resultiert.

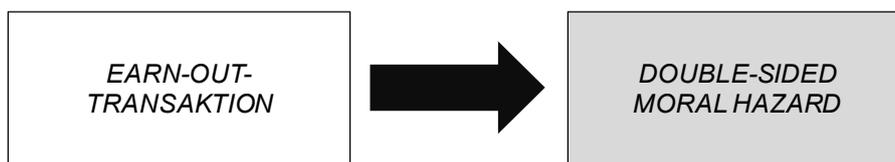


Abbildung 82: Das mit der Earn-out-Transaktion verbundene Folgeproblem

Das in Abbildung 82 als Folgeproblem einer Konzern-Sell-off-Transaktion mit Earn-out-Vereinbarung dargestellte ‚double-sided moral hazard‘ muss bei der Strukturierung eines Earn-outs daher berücksichtigt werden. Es sind bestimmte Rahmenbedingungen erforderlich. Ohne diese könnte stets unterstellt werden, dass der Verkäufer versucht, die in die variable Kaufpreiserrechnung einfließenden Ergebnisse möglichst hoch zu halten – und der Käufer möglichst niedrig. Insbesondere bei den häufig für einen Übergangszeitraum weiterhin bereitgestellten Dienstleistungen (wie oft mindestens IT, Administration, Buchhaltung, aber auch Einkauf o. Ä.) gäbe es ohne Rahmenbedingungen ständig Diskussionsbedarf: Je länger die Ausgliederung dabei zurückliegt, desto weniger Dienstleistungen sollten von dem ausgegliederten Unternehmensteil grundsätzlich benötigt werden; es stellt sich jedoch insbesondere immer die Verrechnungsfrage. Auch sind Managementbeteiligungen bzw. Restbeteiligungen des Verkäufers anreizoptimal einzusetzen oder fakturierte Beratungsaufwendungen von Seiten der Beteiligungsgesellschaft zu begrenzen.

Wie beispielhaft aufgezeigt, gibt es viele relevante Rahmenbedingungen einer Earn-out-Transaktion, die von großer Bedeutung sind. Gemäß Schulz (2004) ist es bei der Strukturierung einer Earn-out-Vereinbarung insbesondere essentiell, „für beide Parteien kompatible und konsistente Anreizstrukturen zu schaffen und so opportunistisches Verhalten zum Schaden des Unternehmens auszuschließen“ (S. 43).

Kapitel 2.2.2.3 hat gezeigt, dass die Ex-ante-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie nicht in der Lage waren, die ex ante inhärenten Informationsprobleme (aufgrund deren Intensität) zu lösen. Nach Vertragsschluss können die Ex-post-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie allerdings Anwendung finden, da bei einer Earn-out-Vereinbarung die vor Vertragsschluss für die Prinzipal-Agenten-Theorie problematischen verschärften Informationsasymmetrien bzw. -mängel nach der Transaktion – im Zeitablauf, abhängig von der Geschwindigkeit der Verselbständigung – verschwinden bzw. kein einigungsverhinderndes Problem mehr darstellen und somit nur noch von der Prinzipal-Agenten-Theorie thematisiertes und lösbares Moral Hazard (auch wenn in diesem Fall von beiden Seiten) vorliegt. Um das ‚double-sided moral hazard‘ optimal zu bekämpfen, kann daher auf die bereits in Kapitel 4.3.1 für das einfache Moral Hazard dargestellten Instrumente der Prinzipal-Agenten-Theorie zurückgegriffen werden: Monitoring, Bonding und Anreizmechanismen. Diese Maßnahmen tauchen in der Thematisierung aller relevanten Moral-Hazard- und vertragstechnischen Rahmenbedingungen einer Konzern-Sell-off-Transaktion mit Earn-out-Vereinbarung in Kapitel 5 daher systematisch wieder auf.

4.3.2.5 Beispiel der Basisgröße als ausgewählte, besonders manipulationsanfällige Elementargröße der Ermittlung des variablen Kaufpreises

Abbildung 83 zeigt die Verteilung von Basisgrößen bei Earn-out-Strukturen der empirischen Analyse von Cain et al. (2006), bei der es sich in 23 Prozent aller Fälle (990 untersuchte Unternehmenstransaktionen) um

Tochtergesellschaften von Konzernen handelte (S. 6). Die Erhebung ist für die hier behandelte Thematik daher zwar nur begrenzt repräsentativ, gibt jedoch einen Überblick, wie sich die Situation auch bei Konzern-Sell-offs darstellen könnte.

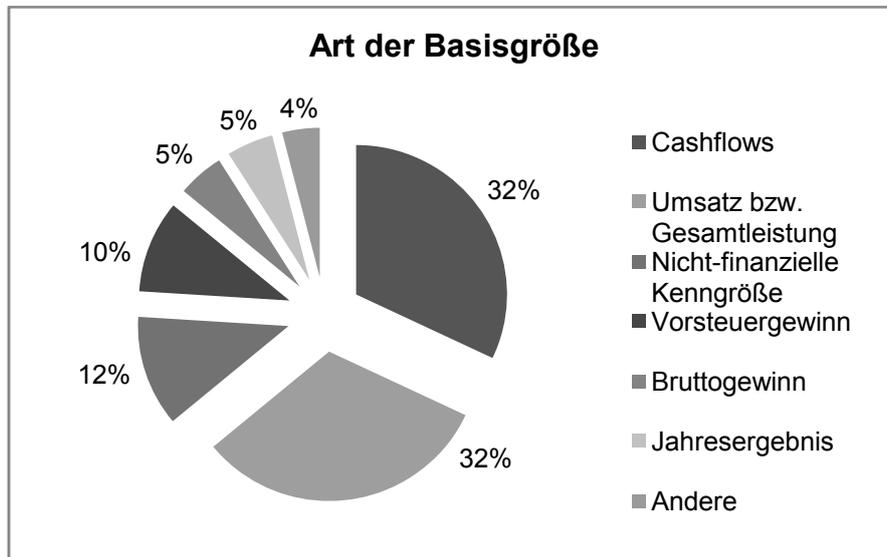


Abbildung 83: Beispielhafte Verteilung verschiedener Arten der Basisgröße

Quelle: In Anlehnung an Cain et al., 2006, S. 39.

Als zentraler Vorteil der Basisgrößen der Bilanz, der Erfolgsrechnung und der Kapitalflussrechnung ist zu nennen, dass diese, durch ihre Herkunft aus dem Rechnungswesen, direkt Einblick in die Finanz- und Ertragslage des Unternehmens geben (Helbling, 1992, S. 203 ff.). Sie sind darüber hinaus ausgesprochen leicht zu erheben (Meuli, 1996, S. 88), da diese spätestens im Rahmen der Erstellung des Jahresabschlusses vom Wirtschaftsprüfer ermittelt werden.¹⁸³

¹⁸³ Normalerweise sollte ein Unternehmen über ein detailliertes externes und internes Rechnungswesen verfügen, so dass die Basisgrößen monatlich abrufbar sind. Bei Konzerneinheiten mit vor der Transaktion fehlender rechtlicher Selbständigkeit oder Finanzabteilung kann es jedoch sein, dass in der ersten Zeit nach Ausgliederung erst der Wirtschaftsprüfer zuverlässige Zahlen ermittelt.

Zentraler Nachteil aller Basisgrößen des Rechnungswesens ist jedoch die Manipulationsmöglichkeit (Atkinson & Kaplan, 1989, S. 724). Aufgrund gewisser Spielräume in den Standards der Rechnungslegung und der Beeinflussbarkeit von externen Entscheidungen (Meuli, 1996, S. 90) besteht die Gefahr, dass die Basisgrößen manipuliert werden. In der Erfolgsrechnung nehmen diese Manipulationsmöglichkeiten dabei zu, je weiter „unten“ in der Erfolgsrechnung die gewählte Basisgröße steht (Schulz, 2004, S. 43). Aufgrund der Stichtagsbezogenheit müssen sich die Basisgrößen der Bilanz zudem der gleichen Kritik aussetzen wie die Einzelbewertungsverfahren der Unternehmensbewertung.¹⁸⁴

Die folgende Tabelle 6 gibt einen beispielhaften Überblick, wie die in Kapitel 4.2.2.3.1 thematisierten Basisgrößen beeinflusst werden können. Welche Basisgröße dabei für eine bestimmte Konzern-Sell-off-Transaktion am geeignetsten ist, hängt stark von den Charakteristika der Transaktion ab und ist nicht allgemeingültig darzustellen. In jedem Fall muss auf die Manipulationsmöglichkeiten im Rahmen der Transaktionsverträge detailliert eingegangen werden. Diese werden daher in Kapitel 5.3.2 aufgegriffen.

¹⁸⁴ Siehe Kapitel 3.2.2.

Basisgröße	Beispielhafte Manipulationsmöglichkeiten
<i>Basisgrößen der Bilanz</i>	
- Bilanzsumme	<ul style="list-style-type: none"> - Kapitalerhöhung - Aufnahme Fremdkapital - Vermögensübertragung - Fusion
- Eigenkapital	<ul style="list-style-type: none"> - Kapitalerhöhung - Dividende - Gewinnbringende Veräußerung von Vermögen
<i>Basisgrößen der Erfolgsrechnung</i>	
- Umsatz	<ul style="list-style-type: none"> - Änderung Rechnungssteller - Änderung Verrechnungspreise - Erhöhung Werbebudget, ohne auf Profitabilität zu achten
- Bruttogewinn	<ul style="list-style-type: none"> - Änderung Materialpreise bei Bezug über Mutterkonzern - Änderung sonstiger Herstellkosten, die Dienstleistungen der Muttergesellschaft betreffen
- EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> - Änderung Verrechnungspreise von unterstützenden Unternehmensfunktionen - Änderung der Intensität der herangezogenen Beratungsleistungen - Änderung F&E- oder Marketing-Aufwand
- EBIT	<ul style="list-style-type: none"> - Änderung Abschreibungsmethode/-sätze
- Jahresgewinn, -verlust	<ul style="list-style-type: none"> - Änderung konzerninterne Zinsverrechnung - Aufnahme verzinsliches Fremdkapital - Rückstellungsaufösungen/-bildungen
<i>Basisgrößen der Kapitalflussrechnung</i>	
- Free Cashflow	<ul style="list-style-type: none"> - Änderung Zahlungsverhalten - Veränderung Vorratsvermögen - Änderung des Investitionsverhaltens - Veräußerung von Anlagevermögen
- Total Cashflow	<ul style="list-style-type: none"> - Kapitalerhöhungen/Dividenden - Aufnahme Fremdkapital
<i>Sonstige Basisgrößen</i>	
- Anzahl Mitarbeiter	<ul style="list-style-type: none"> - Einstellung Auszubildende, Leiharbeiter - Umstrukturierung Personal mit Schwestergesellschaften
- Ausbau Marktposition	<ul style="list-style-type: none"> - Abschluss unprofitabler Geschäfte - Zusatzakquisitionen

Tabelle 6: Beispielhafte Manipulationsmöglichkeiten der Basisgrößen

4.4 Vor- und Nachteile des Earn-outs bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

4.4.1 Gemeinsame Vor- und Nachteile

Vorteile

Die Earn-out-Struktur hat den zentralen Vorteil für beide Parteien, das heißt veräußernden Konzern und erwerbende Beteiligungsgesellschaft, dass eine Transaktion überhaupt zustande kommt (Craig & Smith, 2003, S. 46; Ang & Kohers, 2000, S. 447). Aufgrund von Bewertungsdifferenzen bzw. verschärften Informationsasymmetrien und -mängeln könnte eine Konzern-Sell-off-Transaktion sonst nicht mit für beide Parteien zufriedenstellendem Ergebnis abgeschlossen werden.

Nachteile

Nachteilig für Beteiligungsgesellschaft und Konzern ist es, dass durch Strukturierung einer Earn-out-Vereinbarung neue Probleme, speziell verhaltens-, anreiz- und vertragsthematischen Ursprungs, entstehen, die die Komplexität der Transaktion deutlich erhöhen. Die auch nach der Transaktion vorhandene Abhängigkeit von der jeweils anderen Partei und die potentiell stets vorhandene Kurz- statt Langfristoptimierung (Hamilton, Metcalf & Walton, 2004, S. 13) bergen „ein nicht zu unterschätzendes Konfliktpotenzial“ (Riedl, 2005, S. 51).

Wie in Kapitel 5 genauer ersichtlich werden wird, benötigen Earn-out-Vereinbarungen daher „wohldurchdachte, eingehende Regelungen im Kaufvertrag selbst sowie einen erheblichen Abwicklungsaufwand“ (Baums, 1993, S. 2). Hierzu gehören neben den Vertragsgestaltungs- und Vertragsabwicklungskosten auch Berichtskosten des Käufers und Kontrollkosten des Verkäufers bzw. seines Wirtschaftsprüfers (Baums, S. 7). Gemäß Craig und Smith (2003) müssten möglichst alle Details im Rahmen der Earn-out-Vereinbarung aufgenommen werden (S. 47) – und trotzdem können „aufgrund der enormen vertraglichen Gestaltungsvielfalt nicht alle

möglichen Problemfälle im Vorfeld geregelt werden“ (Weiser, 2004, S. 516). Dies stellt den wesentlichen Nachteil einer Earn-out-Vereinbarung bei Konzern-Sell-off-Transaktionen dar.

4.4.2 Spezielle Vor- und Nachteile der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft

Vorteile

Der Hauptvorteil der Earn-out-Struktur für eine Beteiligungsgesellschaft liegt in der Risikoteilung. Durch die Aufnahme einer variablen Kaufpreiszahlung ist die Gefahr, einen zu hohen Kaufpreis zu bezahlen, in Earn-out-Strukturen nicht existent (Meuli, 1996, S. 81). Zudem ist das unternehmerische Risiko dahingehend begrenzt, als der veräußernde Konzern versuchen wird, den Kaufpreis und damit den Unternehmenswert zu maximieren (Meuli, S. 81). Dieser Anreiz bzw. die gleichzeitige Bindung des Alteigentümers (Datar et al., 2001, S. 207; Reum & Steele, 1970, S. 88) stellt einen optimalen Unternehmensverlauf weitgehend sicher. Aufzubauende Funktionen oder Umsatzabhängigkeiten, die bei Konzern-Sell-offs oft eine bedeutende Rolle spielen und zu erheblichem unternehmerischem Risiko führen, können optimal gehandhabt werden. Andererseits kann im Konzern vorhandenes Know-how eingebracht werden und können gute Kunden-, Lieferanten- oder Mitarbeiterbeziehungen, ohne von den Kunden, Lieferanten oder Mitarbeitern im Rahmen des Eigentümerwechsels detailliert hinterfragt zu werden, aufrechterhalten werden. Dies liegt unter anderem darin begründet, dass der veräußernde Konzern den verschiedenen Stakeholdern sein Interesse und sein Engagement auch nach der Transaktion signalisiert (Weiser, 2004, S. 516).

Die Risikoteilung führt darüber hinaus dazu, dass die erwerbende Beteiligungsgesellschaft nicht direkt von schlechten Managementleistungen des Führungsteams betroffen ist, da der variable Kaufpreis bei schlechten Ergebnissen entsprechend geringer ist. Die Beteiligungsgesellschaft hat durch eine als verlängerte Due Diligence betrachtbare Phase über das

Closing der Transaktion hinaus also die Möglichkeit, das Management detailliert einzuschätzen und gegebenenfalls nach der Earn-out-Periode durch besseres Führungspersonal zu ersetzen (Reum & Stelle, 1970, S. 88).

Des Weiteren ist als Vorteil zu nennen, dass die Prüfung der Konzerneinheit verkürzt werden kann (bzw. oft auch muss¹⁸⁵).¹⁸⁶

Zusätzlich ist es ein bedeutender Vorteil, dass Kapital bzw. Liquidität geschont werden. Die Finanzierung des Kaufpreises ist zeitlich verschoben und kann teilweise mit erzielten Unternehmensergebnissen refinanziert werden (Reum & Steele, 1970, S. 88).¹⁸⁷ Dies kann bei einer vorgesehenen Fremdfinanzierung zu verringerten Zinsbelastungen bzw. verlagerten Tilgungszeitpunkten führen (Labbé, 2004, S. 121).

Nachteile

Ebenso wie die Strukturierung eines variablen Kaufpreiselements einen Vorteil darstellt, kann es auch als Nachteil angesehen werden, dass kein günstiger, unter dem fairen Wert liegender Preis erzielt wird (Reum & Steele, 1970, S. 90). In jedem Fall ist die Kaufpreiszahlung an tatsächlich realisierte Ergebnisse geknüpft.

Zusätzlich ist als zentraler Nachteil zu nennen, dass die Beteiligungsgesellschaft als neue Eigentümerin dahingehend in ihrem Handlungs- bzw. Kontrollspielraum eingegrenzt ist (Baums, 1993, S. 7), dass alle ergebnisverbessernden Maßnahmen potentiell zu einem höheren Kaufpreis führen. Fusionen, Zusatzakquisitionen o. Ä. sind aufgrund der Notwendigkeit, Basisgrößen stets korrekt errechnen zu müssen, häufig gar nicht möglich

¹⁸⁵ Oft kann die Due Diligence bei Konzerneinheiten aufgrund fehlender Informationen bzw. Offenlegungsbeschränkungen des Konzerns bei diesen selbst tangierenden Geschäftsbereichen nicht vollständig erfolgen.

¹⁸⁶ Die Zeit- und Kosteneinsparungen, die aus der verkürzten Due Diligence resultieren, werden jedoch bei der oben genannten Komplexität der Vertragsverhandlungen meist wieder aufgezehrt.

¹⁸⁷ „Im Idealfall können die Earn-out-Zahlungen sogar komplett aus den zukünftig erwirtschafteten Cash-flows geleistet werden“ (Weiser, 2004, S. 516).

(Baums, S. 7).¹⁸⁸ Wie auch beim verkaufenden Konzern, der beispielsweise „die Ausschöpfung von Synergien auf Kosten des eigenen Betriebes“ (Meuli, 1996, S. 82) zu verhindern versucht, ist in der Earn-out-Periode eine eher kurz- als langfristige Optimierung das Ziel (Meuli, S. 81).

Ein Risiko besteht für die Beteiligungsgesellschaft auch in der zeitverlagerten Finanzierung. Sollte beispielsweise eine Fremdfinanzierung nur zu deutlich schlechteren Konditionen als geplant bzw. im Extremfall überhaupt nicht möglich sein¹⁸⁹, kann die Beteiligungsgesellschaft den Kaufpreis nicht oder nur zu äußerst ungünstigen Konditionen begleichen.

4.4.3 Spezielle Vor- und Nachteile des veräußernden Konzerns

Vorteile

Die Nachteile der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft sind teilweise auch Vorteile für den veräußernden Konzern. So wird durch die Earn-out-Struktur sichergestellt, dass kein zu niedriger Verkaufserlös akzeptiert wird (Reum & Steele, 1970, S. 90). Der Konzern erzielt einen fairen, im Fall von Konzern-Sell-offs meist höheren Verkaufserlös als ohne Earn-out.¹⁹⁰

Außerdem besteht bei Earn-out-Transaktionen die Möglichkeit für den verkaufenden Konzern, die eigenen Interessen gewissermaßen auch nach der Transaktion noch durchzusetzen. Er hat die Möglichkeit, weiterhin gewisse Informations- und Kontrollrechte geltend zu machen und teilweise in Entscheidungen mit eingebunden zu sein (Weiser, 2004, S. 517).¹⁹¹

Ein weiterer Vorteil stellt die Kapazitätsanpassung dar. Im Fall, dass die Konzerneinheit durch Veräußerung an die Beteiligungsgesellschaft nicht

¹⁸⁸ Siehe Kapitel 5.3.2.

¹⁸⁹ Dies war in der Finanzkrise 2008 bis 2009 häufig der Fall.

¹⁹⁰ Alternativen sind bei Konzern-Sell-offs aufgrund der Informationsasymmetrien bzw. Informationsmängel oft lediglich ein Verschenken oder ein Nichtverkauf der Konzerneinheit.

¹⁹¹ Siehe u. a. Kapitel 5.3.3.

unmittelbar selbständig ist¹⁹², hat der Konzern die Möglichkeit, seine für die Konzerneinheit vor und begrenzt nach der Transaktion durchgeführten Dienstleistungen (zentrale Funktionalitäten wie IT, Rechnungswesen, aber auch Einkaufsmitarbeiter)¹⁹³ über eine längere Zeit hin anzupassen.

Nachteile

Die im Vorkapitel als Vorteile für den veräußernden Konzern genannten Aspekte können auch nachteilig sein: Meuli (1996) erläutert, dass die Earn-out-Struktur generell die Möglichkeit nimmt, einen zu hohen, sicheren Verkaufserlös zu erzielen (S. 83). Dies muss im Fall von Konzern-Sell-offs jedoch nicht gelten, da ein hoher sofortiger Kaufpreis aufgrund der verschärften Informationsasymmetrien bzw. -mängel zumeist nicht realisierbar ist. Ein wirklicher Nachteil ist jedoch, dass der Konzern einen Teil des unternehmerischen Risikos übernimmt, obwohl seine Verfügungsmacht deutlich begrenzt ist (Weiser, 2004, S. 517).

Zusätzlich ist als Nachteil zu nennen, dass der Konzern gewisse Kapazitäten, auch wenn sie sorgfältig geplant werden können, über einen gewissen Zeitraum bereithalten muss, ohne dass diese für andere Zwecke eingesetzt oder abgebaut werden können. Generell ist es als unvorteilhaft zu klassifizieren, wenn der eigene Handlungsspielraum durch weiter bestehende Verflechtung mit der Konzerneinheit für einen bestimmten Zeitraum weiter eingeschränkt ist. Eine reale Alternative ist jedoch nicht denkbar.

Für den veräußernden Konzern stellt es darüber hinaus ein gewisses Risiko dar, dass die Beteiligungsgesellschaft als Schuldnerin einer zeitlich verlagerten Kaufpreiszahlung diese aufgrund von Finanzierungsproblemen oder sogar Insolvenz (Allen, 2008, S. 17; Weiser, 2004, S. 517) nicht, unvollständig oder unpünktlich zahlen kann (Craig & Smith, 2003, S. 47).

¹⁹² Bei einem strategischen Investor, der die Konzerneinheit übernimmt, könnte dies grundsätzlich der Fall sein.

¹⁹³ Siehe Kapitel 4.3.2.3 und 5.2.

5 Vertragliche Strukturierung eines 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

5.1 Charakteristik des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes

Nachdem das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem, resultierend aus den Unselbständigkeiten bzw. der Informationsintransparenz bei Konzerneinheiten, beschrieben und auf die daraus entstehenden Schwierigkeiten der Unternehmensbewertung eingegangen wurde, stellte Kapitel 4 – ebenfalls weitgehend deskriptiv – die Earn-out-Struktur vor. Da klassische Ex-ante-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie aufgrund von verschärften Informationsasymmetrien bzw. sogar Informationsmängeln nicht anwendbar sind, wurde gezeigt, dass der Earn-out fähig ist, das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem zu lösen.

Zusätzlich wurde jedoch auch dargestellt, dass mit Strukturierung einer Earn-out-Vereinbarung ex post neue Informationsprobleme zwischen Verkäufer und Käufer entstehen.¹⁹⁴ Um dabei eine Möglichkeit zu erhalten, das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante- und Ex-post-Informationsproblem zu lösen, werden im Folgenden ein 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz und dessen vertragliche Strukturierung bei Konzern-Sell-off-Transaktionen vorgestellt.¹⁹⁵ An dieser Stelle beginnt somit der hauptsächlich präskriptive bzw. normative Teil der Arbeit.

Als Basis müssen einerseits Vertragsregelungen aufgrund der Unselbständigkeiten der Konzerneinheit erarbeitet werden.¹⁹⁶ Dies stellt die erste Säule des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes dar. Hierauf aufbauend muss andererseits eine das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem lösende Earn-out-Vereinbarung derart vertraglich strukturiert werden, dass das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-post-Informations-

¹⁹⁴ Siehe Kapitel 4.3.2.4.

¹⁹⁵ Siehe Abbildung 84.

¹⁹⁶ Siehe Kapitel 5.2.

problem minimiert wird.¹⁹⁷ Bezogen auf diese Earn-out-Regelungen wird von der zweiten Säule des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes gesprochen.

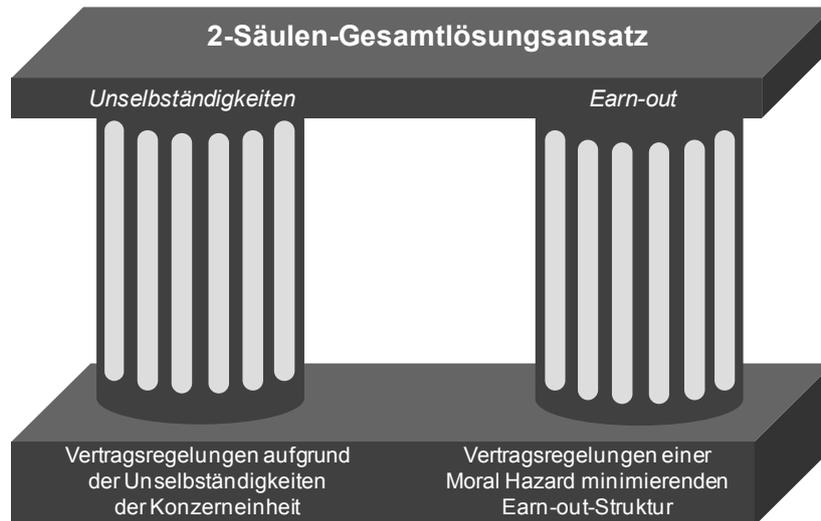


Abbildung 84: Übersicht des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes

Es gilt, den Earn-out in den Kaufverträgen und sonstigen im Rahmen einer Konzern-Sell-off-Transaktion abzuschließenden Verträgen detailliert und in allen Facetten schriftlich festzuhalten, um einen optimalen Transaktionsablauf zu erhalten und die dort inhärenten Prinzipal-Agenten-Probleme, Moral Hazard bzw. strategisches Verhalten, zu minimieren.¹⁹⁸ Es muss ein ausreichend detailliert festgelegter, jedoch nicht zu komplizierter Weg gefunden werden, die Bedürfnisse der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft und des veräußernden Konzerns gleichermaßen zu berücksichtigen (Schulz, 2004, S. 43) bzw. zu erreichen, dass Verkäufer und Käufer

¹⁹⁷ Siehe Kapitel 5.3.

¹⁹⁸ Wie in Kapitel 4.3.2.4 bereits dargestellt, können Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie ex post, das heißt nach Vertragsabschluss, wieder Anwendung finden. Der Grund liegt darin, dass sich etwaige ex ante verschärft vorgelegene Informationsasymmetrien bzw. Informationsmängel im Zeitablauf verringern bzw. kein einigungsverhinderndes Problem mehr darstellen und somit nur noch von der Prinzipal-Agenten-Theorie thematisiertes und lösbares Moral Hazard (auch wenn in diesem Fall von beiden Seiten) vorliegt.

nach Möglichkeit „dazu bewogen werden, aus Eigeninteresse auch im Sinne der anderen Vertragspartei zu handeln und damit den Gesamterfolg für beide zu vergrößern“ (Riedl, 2005, S. 43).

Die Verfolgung des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes im Rahmen von Konzern-Sell-off-Transaktionen kann dabei als Handlungsempfehlung für Beteiligungsgesellschaften, M&A-Berater und Investmentbanken sowie Konzerne angesehen werden.

5.2 Anforderungen an die Vertragsregelungen aufgrund der Unselbständigkeiten der Konzerneinheit

Rechtliche Unselbständigkeit: Strukturierung Asset oder Share Deal

Handelt es sich um eine rechtlich nicht selbständige Konzerneinheit, kann die Beteiligungsgesellschaft entweder einen Asset Deal (Povaly, 2006, S. 194) oder einen Share Deal durchführen.¹⁹⁹

Insbesondere aufgrund von Widerspruchsrechten im Rahmen des Betriebsübergangs ist es zumeist jedoch einfacher, wenn der veräußernde Konzern die zur Konzerneinheit gehörenden Aktiva und Mitarbeiter in eine Rechtseinheit transferiert und anschließend die Anteile an dieser neuen Rechtseinheit verkauft. Ist dieser Transfer noch nicht passiert, muss dies als aufschiebende Bedingung²⁰⁰ im Kaufvertrag aufgenommen werden.

Wird dennoch ein Asset Deal vollzogen, sind alle Bilanzpositionen, Mitarbeiter, Rechte o. Ä. – statt lediglich die zu übernehmenden Anteile – als Kaufobjekte im Kaufvertrag einzeln aufzulisten.

Funktionale Unselbständigkeit: Abschluss Dienstleistungsverträge zwischen Konzerneinheit und Konzern

Wie schon in Kapitel 2.2.2.2 und Kapitel 4.3.2.3 thematisiert, ist eine funktionale Abhängigkeit der Konzerneinheit gegenüber dem Konzern meist nicht vor bzw. im Rahmen der Transaktion lösbar. Es ist daher essentiell, dass Basisleistungen wie beispielsweise Informationstechnologie (IT), Einkauf, Rechnungslegung o. Ä. zu einem angemessenen Preis und für eine ausreichend lange Zeit weiterhin vom Verkäufer zur Verfügung gestellt werden (Levin, 1998, S. 156–157).²⁰¹ Dies bedeutet, dass die

¹⁹⁹ Siehe Kapitel 2.2.2.2.1.

²⁰⁰ „Bei der aufschiebenden Bedingung tritt die von der Bedingung abhängig gemachte Rechtsfolge erst mit dem Eintritt der Bedingung ein“ (Flume, 1992, S. 681).

²⁰¹ Sowohl die Verrechnung als auch die Dauer von internen Dienstleistungen kann zu Meinungsverschiedenheiten führen (PwC, 2004) und muss im Detail festgehalten werden.

funktionale Abhängigkeit für einen Übergangszeitraum (jedoch idealerweise maximal bis zum Ende der Earn-out-Periode) nach der Transaktion bestehen bleibt.

Um die mit der Abhängigkeit verbundenen Leistungen einerseits sicherzustellen, andererseits aber auch flexibel zu halten und fair zu bewerten, müssen alle die funktionale Abhängigkeit betreffenden Leistungen in Dienstleistungsverträgen, sogenannten Service Level Agreements, bzw. einem Rahmendienstleistungsvertrag erfasst werden.

Dabei ist es wesentlich, alle Leistungen jeweils einzeln hinsichtlich Menge, Preis und Kündigungsfristen für beide Seiten, das heißt Konzerneinheit und Konzern, festzuschreiben. Es sollten marktübliche Servicemengen zu marktnahen Servicepreisen fixiert werden, weil dadurch ein Moral Hazard begrenzendes Bonding-Instrument geschaffen wird: Dem Konzern werden gewisse Restriktionen auferlegt (insbesondere verglichen zu vor der Transaktion, wo Leistungsvergütungen beliebig strukturier- und wechselbar waren).

Wichtig für die Konzerneinheit bzw. die erwerbende Beteiligungsgesellschaft ist in jedem Fall, dass die Fortführung der Leistungsbereitstellung gesichert bzw. garantiert ist, da derartige Leistungen oft nicht schnell ersetzbar sind. Andererseits sollten die Kündigungsfristen für die Konzerneinheit vergleichsweise kurz festgelegt werden, damit die Konzerneinheit, sobald sie die entsprechende Funktionalität selbst aufgebaut hat oder von extern beziehen kann, flexibel in die Selbständigkeit entlassen werden kann. Dies ist auch im Sinne des veräußernden Konzerns. Bei Funktionen wie Rechtsberatung o. Ä. könnte die Kündigungsfrist per sofort lauten, bei Nutzungseinstellung der IT-Systeme beispielsweise vier Wochen – um dem veräußernden Konzern Handlungsflexibilität zu geben, seine eigenen Kapazitäten gegebenenfalls anzupassen.

Finanzielle Unselbständigkeit: Handhabung von Konzernforderungen und -verbindlichkeiten sowie Finanzierung nach Transaktion

Finanzielle Abhängigkeit bzw. das Vorliegen von Ergebnisabführungsverträgen (EAV), Cashpool-Vereinbarungen, Konzerndarlehen oder Besicherung von Bankverbindlichkeiten durch den Mutterkonzern erschweren die Transaktion und die Zeit unmittelbar nach Transaktion. Bei Ergebnisabführungsverträgen, die gewöhnlich zum Tag des Closings gekündigt werden, muss die Frage gestellt werden, wie gegebenenfalls mit in der Bilanz noch vorzufindenden Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der Muttergesellschaft verfahren werden soll. Diese können stehengelassen, erlassen, erworben oder erfüllt werden (Weber, 2006, S. 57). Gleiches gilt für Konzerndarlehen und Forderungen bzw. Verbindlichkeiten, die sich aus der Cashpool-Vereinbarung ergeben. Was die Sicherheiten des Konzerns zur Besicherung anderer Fremdkapitalgeber angeht, muss der Konzern diese Sicherheiten für einen Übergangszeitraum fortwährend zur Verfügung stellen oder – soweit die Fremdkapitalgeber nicht von der Beteiligungsgesellschaft befriedigt werden – die anderen Fremdkapitalgeber vorzeitig auszahlen, so dass eine konzernexternen Besicherung nicht mehr notwendig ist. Eine derartige Sicherheitenübernahme kommt für Beteiligungsgesellschaften in der Regel nicht in Frage.

Wie genau die Auflösung dieser finanziellen Abhängigkeiten erfolgt, hängt von den Ergebnissen der Verhandlungen zwischen veräußerndem Konzern und erwerbender Beteiligungsgesellschaft ab. Dies kann dazu führen, dass Verzichte bzw. Erlasse, Rückführungen oder Übernahmen der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten vom Konzern in das Vertragswerk, z. B. als aufschiebende Bedingung, aufgenommen oder Bankenverträge neu verhandelt werden müssen.

Auch für die Zeit nach der Transaktion stellt sich die Frage der Finanzierung. Grundsätzlich sollte diese in der Hand des neuen Eigentümers liegen. Stehen jedoch durch die Abtrennung vom Cashpool des ehemaligen Mutterkonzerns keine liquiden Mittel mehr zur Verfügung und sind große Liquiditätsmengen unmittelbar nach der Transaktion erforderlich, könnte der veräußernde Konzern diese erste Phase durch ein Verkäuferdarlehen

(Vendor Loan) oder eine Kontokorrentlinie zur Überbrückung unterstützen (AKF, 2006, S. 250). Auch wenn kurzzeitig nach der Transaktion enorme Restrukturierungskosten anfallen, die der Verkäufer mit zu verursachen hat, könnte die Notwendigkeit gegeben sein, dass der Verkäufer kurzzeitig nach der Transaktion eine Kapitalunterstützung leistet (Weber, 2006, S. 57). Sollte dies per Darlehen der Fall sein, müsste ein Darlehensvertrag mit entsprechender Festlegung von Fälligkeit, Zins, Rang etc. strukturiert werden. Ist eine Eigenkapitalunterstützung vom Verkäufer zu leisten, ist vom Verkäufer vor der Transaktion eine Kapitalerhöhung durchzuführen, die vertraglich als aufschiebende Bedingung aufgenommen wird.

Marktunselbständigkeit: Festlegung von Umsatzgarantien bzw. Abnahmeverpflichtungen des Konzerns und Handhabung von Namen, Marken, Lizenzen und Patenten

Im besonderen Fall der Marktabhängigkeit bzw. Abhängigkeit vom Konzern als Kunden sind Umsatzgarantien vom Konzern abzugeben, wenn der Rückzug des Konzerns als Kunde für die Konzerneinheit erhebliche Probleme mit sich bringt. Dies ist immer dann der Fall, wenn der konzernexterne Umsatz vor der Transaktion vergleichsweise gering oder sogar null war.

Bei diesen Umsatzgarantien garantiert der Verkäufer für eine bestimmte Zeit, bestimmte Mengen zu bestimmten Preisen von der Konzerneinheit als Lieferanten abzunehmen. Durch diese dem Konzern auferlegte Verpflichtung (Bonding) ist der Konzerneinheit dieser Teil des Umsatzes gesichert und das Risiko, dass der Konzern seine Produkte unmittelbar nach der Transaktion von einem anderen Lieferanten bezieht, eliminiert.

Der veräußernde Konzern hat hier zwei gegenläufige Zielsetzungen: Einerseits ist ihm an der Stabilität der Konzerneinheit nach der Transaktion gelegen. Andererseits schränken ihn Umsatzgarantien selber ein und können daher nur begrenzt abgegeben werden. Sinnvoll ist es also, abhängig von dem vor der Transaktion prozentual vorhandenen konzernex-

ternen Umsatz, Umsatzgarantien zu strukturieren, die über die Zeit hinweg geringer werden. Bei 0 Prozent konzernexternem Umsatz vor der Transaktion könnte z. B. im ersten Jahr nach der Transaktion 75 Prozent des Umsatzvolumens der Vorperiode (vor Transaktion) garantiert werden, im zweiten Jahr 50 Prozent, im dritten Jahr 25 Prozent und ab dem vierten Jahr 0 Prozent. Derartig zurückgehende Garantien sichern dem Konzern die nötige Handlungsflexibilität und einen Anreiz für die Konzerneinheit bzw. erwerbende Beteiligungsgesellschaft, möglichst schnell und erfolgreich externe Kunden zu gewinnen.

Auf die schwer quantifizierbaren passiven Verbundwirkungen haben, wie in Kapitel 2.2.2.2.4 gesehen, u. a. Namen, Marken, Lizenzen oder auch Patente, die einen Marktzugang ermöglichen, bedeutenden Einfluss. Wie mit diesen nach der Transaktion verfahren werden soll, das heißt, bei wem die Namen, Marken, Lizenzen oder auch Patente nach der Transaktion angesiedelt sind, ob sie transferiert werden oder gegebenenfalls der anderen Partei (für einen Übergangszeitraum oder langfristig) zur Verfügung gestellt werden, muss ebenfalls detailliert festgelegt werden.

Physische Unselbständigkeit: Abschluss Immobilienkauf- bzw. Mietvertrag

Unter physischer Selbständigkeit wurde die eigene Immobilie bzw. zu marktüblichen Konditionen gemietete Immobilie in räumlicher Distanz der Konzerneinheit zum Mutterkonzern bezeichnet, da dies zur korrekten Abbildung der Eigentums- bzw. Mietverhältnisse einerseits führt und zu kultureller Selbständigkeit andererseits beiträgt.

Ist keine physische Selbständigkeit gegeben, das heißt, ist die Konzerneinheit in Räumlichkeiten der Muttergesellschaft, in unmittelbarer Nähe zu dieser und erfolgt die Miete nicht zu marktüblichen Konditionen, ist ein sofortiger Auszug der Konzerneinheit aufgrund der oft zusätzlich vorzufindenden funktionalen Abhängigkeit in neue Räumlichkeiten häufig nicht unmittelbar möglich. In derartigen Fällen ist es notwendig, einen Mietvertrag mit marktüblichen Konditionen und einer für beide Seiten fairen Kün-

digungsfrist abzuschließen. Die marktüblichen Konditionen sind wichtig, da nur dann eine marktgerechte Ermittlung der variablen Kaufpreiszahlung, soweit diese von einem Ergebnis bzw. Gewinn abhängt, bzw. eines fairen Unternehmenswerts möglich ist. Sie sind somit als Bonding-Instrument zu verstehen, da dem Konzern mit festgelegten Mieten Restriktionen auferlegt werden. Die Kündigungsfrist sollte möglichst flexibel gewählt werden, da es das Ziel von Beteiligungsgesellschaft und auch veräußerndem Konzern sein sollte, einen Auszug gegebenenfalls möglichst schnell vollziehen zu können, um auch kulturell eine rasche Trennung²⁰² zu bewirken.

Falls die Räumlichkeiten der Konzerneinheit in räumlicher Distanz zum Veräußerer liegen, aber dennoch zum Konzernverbund gehören, muss der Mietvertrag bzw. die Miete gemäß Marktkonditionen angepasst werden, sofern die derzeitige Miete keine fairen Konditionen beinhaltet. Eine Alternative wäre, wenn die Beteiligungsgesellschaft Gebäude und Grundstück vom Konzern separat erwirbt. In diesem Fall wäre ein Immobilien- bzw. Grundstückskaufvertrag abzuschließen.

Unselbständigkeit des Managements: Bindung bei der Konzerneinheit verbleibender Schlüsselmitarbeiter sowie Abwerbe- und Wettbewerbsverbot des Konzerns

Sollte es leitende Mitarbeiter geben, die für eine erfolgreiche Ausgliederung, Verselbständigung, Restrukturierung oder Weiterentwicklung notwendig sind, können sogenannte „key man clauses“ (American Bar Association [ABA], 2008, S. 43) in das Vertragswerk eingebaut werden. Diese verpflichten bestimmte Personen, bzw. ein Kernteam, für eine gewisse Zeit bei der Konzerneinheit zu bleiben und beispielsweise keine anderwei-

²⁰² Die rasche kulturelle Trennung ist auch im Sinne des Veräußerers, da auch bei diesem Verwirrungen bei den Mitarbeitern bei vorübergehender Nutzung der gleichen Kantine etc. entstehen können.

tigen Tätigkeiten aufzunehmen. Als Bonding-Restriktion wird dem Konzern damit gleichzeitig untersagt, bedeutende Mitarbeiter abzuwerben²⁰³.

Sollten zentrale Know-how-Träger im Konzern bzw. beim Verkäufer verbleiben, ist es in den meisten Konzern-Sell-off-Transaktionen sinnvoll, dem veräußernden Konzern im Rahmen der Unternehmenskaufverträge ein zeitlich limitiertes Wettbewerbsverbot (Baums, 1993, S. 11) aufzuerlegen. Dieses soll den Konzern für einen bestimmten Zeitraum in einem festgelegten geographischen Raum nach der Transaktion daran hindern, das veräußerte Geschäftsmodell zu einem späteren Zeitpunkt wieder aufzunehmen und der dann selbständigen Konzerneinheit Konkurrenz zu machen (Hempstead, 2000, 108). Ein derartiger Wettbewerb könnte für die Konzerneinheit bedrohlich sein, da der Konzern unter Umständen weiterhin über gewisses Know-how der Konzerneinheit verfügt und bei etwaigen Kunden bzw. Lieferanten eine vermeintlich bessere Reputation hat als die seit Ausgliederung und Verselbständigung nicht mehr zu einem größeren Konzern gehörende Konzerneinheit.²⁰⁴ Zusätzlich verringert ein derartiges Wettbewerbsverbot die Risiken der Mitarbeiterabwerbung (Reum & Steele, 1970, S. 88).

Grundsätzlich sollte der veräußernde Konzern kein Problem mit Mitarbeiterbindungen, Abwerbe- oder Wettbewerbsverboten haben. Es ist erstens ein strategisches Ziel, sich aus den in der Konzerneinheit gebündelten Aktivitäten zurückzuziehen. Zweitens hat der Konzern grundsätzlich ein Interesse daran, dass sich die Konzerneinheit – nicht nur in der Earn-out-Periode, sondern auch mittelfristig – gut entwickelt.

²⁰³ Ein Abwerbeverbot untersagt, Mitarbeiter der Konzerneinheit abzuwerben bzw. diesen einen Arbeitsvertrag anzubieten respektive mit ihnen abzuschließen.

²⁰⁴ Siehe u. a. passive Verbundwirkungen in Kapitel 2.2.2.2.2 und 2.2.2.2.4.

5.3 Anforderungen an die Vertragsregelungen einer Moral Hazard minimierenden Earn-out-Struktur

5.3.1 Anforderungen an die Festlegung des fixen Basiskaufpreises bei Closing

Der Basiskaufpreis ist ein bedeutender Bestandteil des Kaufvertrags. Wie hoch der Basiskaufpreis – insbesondere im Vergleich zur variablen Kaufpreiskomponente – ist, hängt von der Intensität der Informationsintransparenz bzw. der Ausgestaltung im Kontingenzmodell ab: Kapitel 4.2.3 hat gezeigt, dass erhöhte Informationsintransparenz bzw. Unselbständigkeit für einen eher geringen Basiskaufpreis und vergleichsweise hohen variablen Kaufpreis spricht.

Im Fall von unselbständigen Konzern-Sell-offs ist der Basiskaufpreis meistens ein von erwerbender Beteiligungsgesellschaft und veräußerndem Konzern willkürlich festgelegter Kaufpreis, der als Anzahlung oder Mindestkaufpreis angesehen wird und daher nicht direkt etwas mit einer Form der Unternehmensbewertung zu tun hat. Bei äußerst selbständigen Konzern-Sell-offs andererseits wird der Basiskaufpreis grundsätzlich per Unternehmensbewertung ermittelt.

Abhängig von der Ausgestaltung der Einflussfaktoren des Kontingenzmodells bzw. der Informationstransparenz und Selbständigkeit des Konzern-Sell-offs liegt der Basiskaufpreis höher oder tiefer. Denkbar sind alle Basiskaufpreise: von negativen Basiskaufpreisen²⁰⁵ bei Unternehmen, die kurzzeitig vom Konzern bereitgestelltes Kapital benötigen, bis hin zu Basiskaufpreisen, die in die Nähe des tatsächlichen, ex ante nicht bekannten Unternehmenswerts kommen. Die obere Grenze des Basiskaufpreises ist allerdings dahingehend gegeben, dass ausgesprochen selbständige und transparente Konzern-Sell-offs nicht zwangsläufig eine Earn-out-Struktur benötigen. Wenn ein ausgesprochen hoher Basiskaufpreis bezahlbar ist,

²⁰⁵ Um einen Anreiz zu setzen, dass sich die erwerbende Beteiligungsgesellschaft trotz Earn-out-Struktur einem gewissen finanziellen Risiko ausgesetzt sieht, sollte entweder ein geringer positiver Basiskaufpreis oder, bei negativen Basiskaufpreisen, eine Kapitalzusage o. Ä. verlangt werden.

lässt sich die gerechtfertigte Frage stellen, wieso zusätzlich noch ein Earn-out, der die Hauptaufgabe hat, ein Informationsintransparenz-Problem zu lösen, benötigt wird.

In der Regel ist der Basiskaufpreis zwischen der Vertragsunterschrift (Signing) und dem Wirksamwerden der Transaktion (Closing) von der Beteiligungsgesellschaft auf ein Konto des veräußernden Konzerns zu begleichen. Die Kaufpreiszahlung ist dabei als aufschiebende Bedingung in den Kaufvertrag aufzunehmen. Dies bedeutet, dass der Vertrag nur wirksam wird, wenn die Bedingung der Kaufpreiszahlung erfüllt ist.

Der Mechanismus, wie der Basiskaufpreis ermittelt wurde, auf den sich Verkäufer und Käufer geeinigt haben, ist dabei nicht zwangsläufig vertraglich aufzunehmen. Wurde jedoch eine Unternehmensbewertung durchgeführt – was nur in ausgesprochen selbständigen bzw. transparenten Konzerneinheiten der Fall ist –, wird meistens die Herleitung des Kaufpreises aus dem Gesamtunternehmenswert dargestellt.

5.3.2 Anforderungen an die Festlegung des variablen Kaufpreises am Ende der Earn-out-Periode

5.3.2.1 Merkmale der variablen Kaufpreisfestlegung

Da es das Kontingenzmodell inklusive seiner Einflussfaktoren bei Konzern-Sell-offs und die aus der Unselbständigkeit abgeleitete Informationsintransparenz gibt, bietet sich, wie oben beschrieben, die Earn-out-Methode als Lösung des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems an. In diesen problemlösenden Fällen ist damit auch die Notwendigkeit gegeben, einen Großteil des Kaufpreises erfolgsabhängig bzw. in einer Earn-out-Komponente zu strukturieren. Die Schilderung des variablen Kaufpreises bzw. dessen Ermittlung inklusiver aller Annahmen, Elemente und Einschränkungen ist vertragstechnisch allerdings deutlich umfangreicher als die Beschreibung des fixen Basiskaufpreises.

Prinzipiell kennzeichnen die Festlegung des variablen Kaufpreises dabei drei Hauptmerkmale. Diese sind in Abbildung 85 dargestellt:

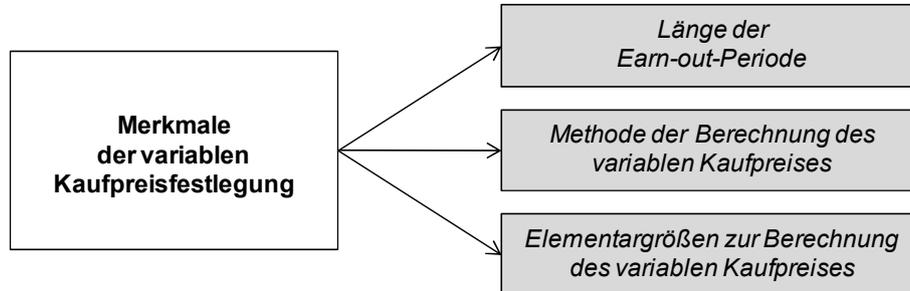


Abbildung 85: Merkmale der variablen Kaufpreisfestlegung

Länge der Earn-out-Periode

Als elementarer Bestandteil der Earn-out-Vereinbarung muss die zwischen Käufer und Verkäufer verhandelte Länge der Earn-out-Periode aufgenommen werden. Wie Kapitel 4.3.2.2 und 4.3.2.3 gezeigt haben, herrscht hier kein grundsätzlicher Dissens zwischen erwerbender Beteiligungsgesellschaft und veräußerndem Konzern, obwohl unterschiedliche Vor- und Nachteile existieren. Die Earn-out-Periode sollte der Unselbständigkeit und Informationsintransparenz entsprechend daher so lange dauern, bis eine ausreichende Selbständigkeit und Transparenz, um einen fairen Kaufpreis zu zahlen, voraussichtlich hergestellt sind.²⁰⁶ Meistens, jedoch abhängig von der Ausgestaltung der Einflussfaktoren im Kontingenzmodell²⁰⁷, scheint ein Zeitraum von zwei bis vier Jahren angemessen zu sein.

²⁰⁶ Wie oben beschrieben, wird der Earn-out als Transaktionsform gewählt, um einen Kaufpreis auf Basis transparenter Fakten ermitteln zu können. Da die Earn-out-Periode bis zur vermutlichen Transparenzherstellung dauert, kommt bei Konzern-Sell-offs dabei nur die einmalige Zahlung am Ende der Earn-out-Periode in Betracht. Unterjährige oder jährliche Zahlungen sind nicht sinnvoll strukturierbar.

²⁰⁷ Siehe Kapitel 2.2.2.

Die Länge der Earn-out-Periode – mit Anfangs- und Enddatum – muss vertraglich explizit festgelegt werden. Zudem sollte auch festgehalten werden, wann der auf Basis des Endes der Earn-out-Periode festgestellte variable Kaufpreis zur Fälligkeit ansteht. Für die Feststellung des variablen Kaufpreises eignet sich insbesondere das Ende eines Geschäftsjahres, da der Wirtschaftsprüfer im Rahmen der Analyse des Jahresabschlusses ohnehin in die Geschäftsentwicklung der ehemaligen Konzerneinheit eingearbeitet ist. Nachdem der Jahresabschluss festgestellt ist, sollte der Kaufpreis anschließend innerhalb von maximal sechzig Tagen fällig sein.²⁰⁸

Methode der Berechnung des variablen Kaufpreises

In Kapitel 4.2.2.3.2 wurde die Ermittlung der variablen Kaufpreiszahlung mittels Unternehmensbewertungsverfahren beschrieben. Die Ertragswert- bzw. DCF- und Multiplikator-Methode wurden als am zielführendsten anwendbar eingestuft und stehen daher im Fokus der Analyse. Zusätzlich wurde in Kapitel 4.2.2.3.3 die Methode der willkürlichen Kaufpreisfestlegung vorgestellt und vermerkt, dass diese lediglich in Form der Korrekturmethode für relativ selbständige Konzern-Sell-offs, bei denen zum Closing bereits eine ungefähre Unternehmensbewertung möglich ist, hilfreich und sinnvoll anwendbar ist. In anderen willkürlichen Kaufpreisermittlungen knüpfen weder die Basiskaufpreiszahlung noch die Earn-out-Komponente an einer Unternehmensbewertung an. Sie werden aufgrund dieser Kritik im Folgenden nicht thematisiert.²⁰⁹ Man muss sich demnach für ein Verfahren der Unternehmensbewertung oder, wenn möglich und sinnvoll, eine willkürliche Methode zur Ermittlung des variablen Kaufpreises entscheiden.

²⁰⁸ Soweit gewünscht, kann in diesem Zeitraum von beiden Seiten Einspruch erhoben werden. In diesen Fällen wird ein zweiter unabhängiger Sachverständiger mit der Analyse des Unternehmens bzw. der variablen Earn-out-Kaufpreiszahlung betraut.

²⁰⁹ Vollständig willkürliche Elemente wären jedoch vertragstechnisch vergleichsweise einfach zu erfassen.

Elementargrößen zur Berechnung des variablen Kaufpreises

Unabhängig von der Methode der Berechnung der variablen Kaufpreiszahlung und der Dauer der Earn-out-Periode muss eine klare Festlegung aller Elementargrößen in den Übernahmeverträgen erfolgen. Nur so können bestimmte Manipulationsanreize bzw. ‚double-sided moral hazard‘ minimiert werden.

Einen Überblick, welche Elementargrößen im Fall der Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode bereits beim Signing, das heißt vor der Earn-out-Periode, vertraglich festgelegt werden müssen, gibt folgende Tabelle 7:

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(1) Basisgröße	<ul style="list-style-type: none"> - Art - Definition - Standard - Korrekturwerte/Restriktionen
(2) Multiplikator bzw. Wachstumsrate und Diskontierungssatz	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe bzw. Ermittlung
(3) zinstragende Verbindlichkeiten & Cash	<ul style="list-style-type: none"> - Definition
(4) veräußerter Anteil	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe
(5) Wertgenerierungsfaktor (VCF)	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe
(6) Zinssatz Basiskaufpreis	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe
(7) Mindestkaufpreis	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe

Tabelle 7: Festzulegende Elementargrößen der Unternehmensbewertung

Verwendet man andererseits die willkürliche Methode, um den Basiskaufpreis zu korrigieren, sind deutlich weniger Elemente der Kaufpreisermittlung vertraglich festzulegen. Dies ist aus Tabelle 8 ersichtlich:

Elementargröße der willkürlichen Methode	Vertragsfestlegungen
(1) Basisgröße	<ul style="list-style-type: none"> - Art - Definition - Standard - Korrekturwerte/Restriktionen
(2) Anteil	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe

Tabelle 8: Festzulegende Elementargrößen der willkürlichen Methode

Aufgrund des Detailgrades der Festlegung der Elementargrößen wird diese in den folgenden Kapiteln separat aufgegriffen. Kapitel 5.3.2.2 beschäftigt sich daher mit der bedeutendsten Elementargröße, der Basisgröße. Anschließend werden die weiteren Elementargrößen der Unternehmensbewertung bzw. willkürlichen Kaufpreisermittlung durch die Korrekturmethode in Kapitel 5.3.2.3 thematisiert.

5.3.2.2 Anforderungen an die vertragliche Festlegung der Basisgröße als zentrale, besonders manipulationsanfällige Elementargröße der variablen Kaufpreiszahlung

Elementargröße der Unternehmensbewertung und willkürlichen Methode	Vertragsfestlegungen
(1) Basisgröße	<ul style="list-style-type: none"> - Art - Definition - Standard - Korrekturwerte/Restriktionen

Tabelle 9: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung und willkürlichen Methode: Basisgröße

Hölscher et al. (2007) stellen dar, dass eine Earn-out-Vereinbarung „dann sinnvoll und durchführbar [ist], wenn sie an Kriterien anknüpft, die wesentliche Werttreiber des Geschäftsmodells darstellen“ (S. 362). Auch gemäß Meuli (1996) sind eine genaue Bestimmung und Definition der Bemessungsgrundlage, im hiesigen Fall Basisgröße genannt, in Earn-out-Vereinbarungen von zentraler Bedeutung (S. 90). Sie muss festgelegt und definiert werden, ihr müssen ein Zeitraum und Standard zugeordnet werden und Manipulationen durch Korrekturen eliminiert oder durch Festlegung manipulierbarer Größen verhindert werden.²¹⁰

Welche Basisgrößen grundsätzlich als Grundlage von Earn-out-Vereinbarungen zur Verfügung stehen, wurde in Kapitel 4.2.2.3.1 bereits beschrieben. Cain et al. (2006) belegen, dass finanzielle, meist Cashflow-, Umsatz- oder Ergebnis-Basisgrößen der von ihnen untersuchten (nicht nur auf Konzern-Sell-offs bezogenen) Earn-out-Vereinbarungen am häufigsten vorkommen (S. 39)²¹¹ und nicht-finanzielle Basisgrößen im speziellen Fall

²¹⁰ Siehe Tabelle 9.

²¹¹ Siehe Abbildung 83.

von Konzern-Sell-offs wenig Möglichkeiten geben, einen fairen Kaufpreis zu ermitteln. Wie auch in der klassischen Unternehmensbewertung werden die finanziellen Basisgrößen im Folgenden daher ins Zentrum der Analyse gestellt.

Die Art der konkreten finanziellen Basisgröße ist äußerst transaktionsabhängig. In jedem Fall ist es jedoch essentiell, wenn sich Verkäufer und Käufer auf eine finanzielle Basisgröße verständigt haben, deren Definition bzw. Berechnungsweise vertraglich festzuhalten: Umsatz, EBITDA, EBIT, Betriebsergebnis, Geschäftsergebnis, Ergebnis vor Steuern, Jahresergebnis bzw. Bilanzergebnis oder Cashflow sind zwar Größen, die aus den Standards der Rechnungslegung stammen und daher vordefiniert sind. Da jedoch unterschiedliche Rechnungslegungsstandards teilweise mehrere Annahmen bzw. Kalkulationen erlauben, sollte die Definition im Vertrag genau umschrieben (Baums, 1993, S. 6) oder ein Verweis auf die entsprechenden Gesetze respektive Rechnungslegungsstandards angegeben werden (Bonenfant, 2005, S. 8). Bei Umsatz-Basisgrößen sollte beispielsweise detailliert definiert werden, ob es sich um Brutto- oder Nettoumsatz bzw. in Rechnung gestellten oder bezahlten Umsatz handelt (Vischer, 2002, S. 511). Ist die Basisgröße ein Ergebnis, sollte z. B. genau festgelegt werden, wie mit außerordentlichen Aufwendungen und Erträgen, Verlustvorträgen o. Ä. umzugehen ist (Vischer, S. 511).

Ist die Definition der Basisgröße grundsätzlich festgehalten, muss im nächsten Schritt der anzuwendende Standard vertraglich festgeschrieben werden. Es sollte demnach fixiert werden, wann die Basisgröße für die Kaufpreisermittlung herangezogen wird. Denkbar sind, wie in Kapitel 4.2.2.3.1 gesehen, ein fixer Standard, das heißt beispielsweise die Festlegung des Geschäftsjahres vor dem Ende der Earn-out-Periode oder eines Durchschnitts, ein variabler Standard, bei dem das beste Resultat der Earn-out-Periode herangezogen wird, oder ein kumulativer Standard, wenn beispielsweise die kumulierten Resultate der Basisgröße in der Earn-out-Periode für die Kaufpreisermittlung herangezogen werden (Craswell & Lukas, 2008, S. 728–729).

Neben der Festlegung von Art, Definition und Standard der Basisgröße fügt Baums (1993) hinzu, dass „die für strategisches Verhalten am wenigsten anfällige Bemessungsgrundlage gewählt werden“ (S. 6) sollte: Nicht nur aufgrund gewisser, von den Standards der Rechnungslegung erlaubter Spielräume, z. B. in Bezug auf die Bildung von Rückstellungen bzw. bei anderen „Ansatz- und Bewertungswahlrechten“ (Schulz, 2004, S. 43), besteht die Möglichkeit, die Basisgrößen der Earn-out-Komponente zu manipulieren.²¹² Im Fall, dass veräußernder Konzern, erwerbende Beteiligungsgesellschaft und Management wissen, dass der variable Kaufpreis von bestimmten Basisgrößen abhängt, könnte dies stets unterstellt werden. Dies liegt an der Zielsetzung von Käufer und Verkäufer, die maximale persönliche Wertsteigerung erzielen zu wollen.

Hat man die Grundbausteine der variablen Kaufpreiszahlung festgelegt, muss daher die Frage gestellt werden, wie mit potentiellen Manipulationen, die, wie vorher beschrieben, von Seiten des veräußernden Konzerns und der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft denkbar sind (‘double-sided moral hazard’), umzugehen ist. Eine Möglichkeit, diesem Problem zu begegnen, sind Korrekturen, um bestimmte „Aufwendungen oder Erlöse evtl. aus der Bemessungsgrundlage herauszunehmen“ (Baums, 1993, S. 6), damit der „Spielraum für strategisches Verhalten“ (Baums, S. 6) reduziert wird. Um das Problem des ‘double-sided moral hazard’ optimal zu bewältigen, ist es am eindeutigsten, die wesentlichen manipulierbaren Größen einzeln vertraglich detailliert festzulegen – obwohl dies einen sehr hohen Administrationsaufwand mit sich bringt bzw. die Komplexität des Vertragswerks deutlich erhöht.²¹³

Neben aus der Bemessungsgrundlage beispielsweise herauszurechnender Transaktionskosten, Kosten der Akquisitions- oder sonstigen außergewöhnlichen Finanzierung, Abschreibung von Goodwill, bestimmter Gemeinkosten oder bestimmter außerordentlicher Aufwendungen bzw. Er-

²¹² Derartige Manipulationsmöglichkeiten wurden in Kapitel 4.3.2.5 in Tabelle 6 bereits beispielhaft aufgezeigt.

²¹³ Gemäß Dill und Vigelius (2004) „kann die exakte Definition unendliche Verhandlungsrunden und unerträglich lange und kostenintensive Vertragstexte in Anspruch nehmen“ (S. 53).

träge (Bonenfant, 2005, S. 8–9) zeigt Abbildung 86 sechs wesentliche, bei Konzern-Sell-off-Transaktionen festzulegende Hauptaspekte, die die Bemessungsgrundlage bedeutend beeinflussen können und daher im Folgenden näher aufgegriffen werden. Bei allen sechs handelt es sich im weitesten Sinne um das Moral Hazard bekämpfende Instrument des Bondings²¹⁴: Der Agent, dessen Rolle im Folgenden von Käufer oder Verkäufer eingenommen werden kann, bekommt gewisse Restriktionen auferlegt, die seinen Handlungsspielraum einschränken.

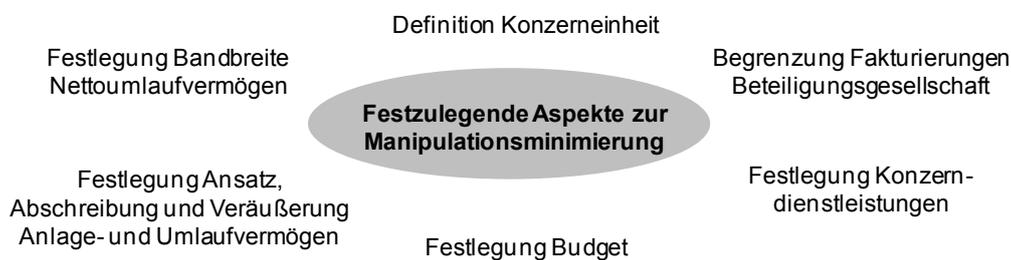


Abbildung 86: Festzulegende Hauptaspekte zur Manipulationsminimierung

Dabei sollte klar sein, dass es trotz dieser detaillierten Festlegung aufgrund der unsicheren Zukunft, der sehr großen Fülle an potentiell zu regelnden Aspekten sowie „Ansatz- und Bewertungswahlrechten“ (Schulz, 2004, S. 43) bei allen Unternehmenstransaktionen immer Spielräume für etwaige Manipulationen geben wird. Beispiele sind auslegungsbedürftige Rückstellungsbildungen, Änderungen des Geschäftsmodells oder Veränderungen der Rechnungslegungsstandards innerhalb der Earn-out-Periode (Bonenfant, 2005, S. 8). Da der veräußernde Konzern jedoch auch andere Ziele als die Maximierung des Kaufpreises hat, ist dies im gewissen Umfang tolerierbar. Eine Konzern-Sell-off-Transaktion hat somit immer viel mit Vertrauen zu tun. In jedem Fall ist jedoch darauf zu achten, dass die Anreize so gesetzt sind, dass beide Parteien, Käufer und Verkäu-

²¹⁴ Siehe Kapitel 4.3.1.

fer, einen fairen Beitrag zur Entwicklung der Konzerneinheit leisten und „eine gemeinsame Sprache“ (Meuli, 1996, S. 90) existiert.

Definition Konzerneinheit

Aufgrund der Handlungsfreiheiten der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft als neue Eigentümerin nach der Transaktion ist es notwendig, die Konzerneinheit selbst in den Übernahmeverträgen zu definieren. Nur wenn diese auch am Ende der Earn-out-Periode noch als solche zu identifizieren ist, ist die variable Kaufpreisermittlung fair und nicht durch andere Einflüsse verändert worden (Bonenfant, 2005, S. 4). So ist z. B. festzulegen, „das Verkäuferunternehmen während der Bemessungsperiode buchhalterisch und weitgehend auch finanziell und geschäftlich von dem oder den übrigen Unternehmen des Käufers getrennt fortzuführen“ (Baums, 1993, S. 7).

Im Allgemeinen sind in diesem Zusammenhang Verschmelzungen, Vermögensübertragungen oder Übertragungen an Dritte vertraglich zu verbieten (Baums, 1993, S. 7), da „volle organisatorische, wirtschaftliche und finanzielle Eingliederung des Unternehmens oder Anpassung des Unternehmens an veränderte Verhältnisse“ (Baums, 1993, S. 7) zur Manipulation der Basisgrößen führen. Synergierrealisierungen mit anderen Portfoliounternehmen der Beteiligungsgesellschaft sind demnach ebenfalls nicht möglich, da diese „zwangsläufig zu einer Vermischung des Potenzials der erworbenen Gesellschaft und der bestehenden Gesellschaftsstruktur des Erwerbers führen“ (Hölscher et al., 2007, S. 361). Auch „wesentliche Änderungen im Geschäftsmodell“ können vertraglich vereinbart werden (Frankel, 2005, S. 24).

Sollte der Verkäufer offen für etwaige Verschmelzungen, Vermögensübertragungen oder Übertragungen an Dritte sein, ist dies vertraglich entsprechend zu regeln (Bonenfant, 2005, S. 7). Es könnte beispielsweise aufgenommen werden, dass „gewisse Umstrukturierungen nur bei vorgängiger

Einigung über eine Anpassung der earn out-Klausel erlaubt“ (Vischer, 2002, S. 512) sind.

Insbesondere die Handhabung der vorzeitigen Exit-Möglichkeit der Beteiligungsgesellschaft spielt hier eine große Rolle: Die Earn-out-Periode wird zwar, wie in Kapitel 4.2.2.1 gesehen, grundsätzlich so lange strukturiert, bis eine ausreichende Informationstransparenz der Konzerneinheit hergestellt ist, um diese fair bepreisen zu können. Sollte dies stets korrekt sein, dürfte es für die erwerbende Beteiligungsgesellschaft grundsätzlich keine vorzeitig sinnvolle Exit-Möglichkeit geben. Ist ein Käufer jedoch trotz Informationsintransparenz an der Übernahme vor Ende der Earn-out-Periode interessiert oder ist schon vor Ende der Earn-out-Periode ausreichend Transparenz hergestellt, bestünde die Möglichkeit, die Konzerneinheit zu verkaufen.

Wie in derartigen Fällen vorzugehen ist, muss vertraglich festgelegt werden. Entweder können Veräußerungen an Dritte in der Earn-out-Periode verboten oder Vereinbarungen getroffen werden, dass eine fest vereinbarte Abfindung (Harris, 2002, S. 34; Pentilla, 2005, S. 107) oder der von dem Dritten bezahlte Kaufpreis für die Anteile der Beteiligungsgesellschaft gemäß Wertgenerierungsfaktor bei Anwendung der Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode bzw. willkürlich festgelegtem Prozentsatz bei Anwendung der willkürlichen Methode am Ende der Earn-out-Periode aufgeteilt wird. Ob und wie eine solche vorzeitige Exit-Option realisierbar ist, hängt dabei maßgeblich vom Verkäufer ab. Seine Intention, an die Beteiligungsgesellschaft zu veräußern, hatte einen bestimmten Grund: Vertrauen. Sollte der bietende Dritte in den Augen des veräußernden Konzerns kein passender Eigentümer²¹⁵ sein, wird dieser eine Transaktion nicht ermöglichen.²¹⁶

In den meisten Unternehmenskaufverträgen wird daher stets eine Zustimmung des veräußernden Konzerns bei Anteilsverkäufen notwendig

²¹⁵ Zum Beispiel weil dieser ein Wettbewerber des Konzerns ist.

²¹⁶ Denkbar wäre hier jedoch, dass der veräußernde Konzern ein Vorkaufsrecht bzw. eine Call-Option erhält und die Anteile damit zum gebotenen Preis selbst zurückerwerben kann.

sein²¹⁷ bzw. die Beteiligungsgesellschaft erst nach Ablauf der Earn-out-Periode bzw. Begleichen des variablen Kaufpreises weiterveräußern können. Sind die Anteile als Sicherheit bis zur Zahlung des variablen Kaufpreises dem veräußernden Konzern verpfändet, was, wie Kapitel 5.3.3 zeigen wird, eine Möglichkeit der Zahlungssicherung ist, kann die Beteiligungsgesellschaft ohnehin nicht über die Anteile verfügen.

Begrenzung Fakturierungen Beteiligungsgesellschaft

Bedeutende Aspekte für die Beteiligungsgesellschaft sind die Refinanzierung des eingesetzten Kapitals und die Vergütung von Ausgliederungs-, Verselbständigungs- oder Restrukturierungsleistungen²¹⁸: Im Rahmen der Ausgliederung, Verselbständigung, Restrukturierung und generell Weiterentwicklung der Konzerneinheit fallen bei der Beteiligungsgesellschaft Kosten, insbesondere Personalkosten, an. Hierbei muss daher die Frage gestellt werden, inwieweit die Beteiligungsgesellschaft Leistungsentschädigungen an die Konzerneinheit fakturieren darf. Einerseits haben die eingebrachten Leistungen das Ziel, eine maximale Wertsteigerung zu erreichen. Andererseits kann auch argumentiert werden, dass durch Fakturierung der Leistungen ein Teil des eingesetzten Kapitals refinanziert bzw. Aufwand vergütet wird.

Auf Seiten des Verkäufers, der seinerseits versucht, den maximalen Kaufpreis zu erzielen, ist eine Kaufpreissenkung durch Leistungsfakturierungen verständlicherweise nicht gewollt. Andererseits können die durch die Beteiligungsgesellschaft eingebrachten Leistungen bzw. das eingebrachte Ausgliederungs-, Verselbständigungs-, Restrukturierungs- und Weiterentwicklungs-Know-how dazu führen, dass der Wert auf etwas längere Sicht hin, abhängig von der Länge der Earn-out-Periode auch schon vor deren

²¹⁷ Sogenannte Change-of-Control-Klausel (Fraser-Sampson, 2007, S. 230).

²¹⁸ Siehe Kapitel 4.3.2.2.

Ende, steigt. In diesen Fällen hat der Veräußerer ein Interesse daran, dass die Beteiligungsgesellschaft ihr Know-how optimal einbringt.²¹⁹

Die Beratungsaufwendungen bzw. Umlagen vom Käufer auf das Zielunternehmen sollten daher grundsätzlich als „ordnungsgemäße Geschäftsbeziehungen at arm's length“ (Baums, 1993, S. 7) erfolgen.²²⁰ Um dies sicherzustellen, müssen sowohl Höhe als auch Intensität der fakturierten Beratungsaufwendungen vertraglich festgelegt werden. Ein völliges Verbot derartiger Beratungsaufwendungen ist vom Verkäufer nicht wünschenswert, da der Anreiz der übernehmenden Beteiligungsgesellschaft, sich maximal einzubringen, geringer sein könnte. Wichtig ist jedoch, dass die eingebrachten Leistungen der Beteiligungsgesellschaft die Konzerneinheit kurzfristig nicht zu stark belasten und nicht überhöht sind. Es muss demnach eine Festlegung, im Sinne der Konzerneinheit, der Beteiligungsgesellschaft und des veräußernden Konzerns gefunden werden, die fair ist, optimale Anreize setzt bzw. die Manipulationsmöglichkeiten minimal erscheinen lässt. Dies ist nur bei angemessenem fakturiertem Aufwand möglich.

In diesem Zusammenhang ist ebenfalls darauf zu achten, dass der Aufwand, den die Konzerneinheit für das sogenannte Investment Controlling bzw. Reporting der Beteiligungsgesellschaft hat, angemessen ist. Derartige Aufwendungen sollten nicht deutlich zu Lasten des variablen Kaufpreises fallen. Ein gewisses Investment Controlling über den Stand der Geschäftsentwicklung sollte jedoch akzeptiert werden, um bei Fehlentwicklungen beispielsweise frühzeitig gegenlenken zu können.

²¹⁹ Auch nach einer Earn-out-Periode hat der veräußernde Konzern allerdings ein Interesse daran, dass der Wert der dann ehemaligen Konzerneinheit maximiert wird: Ein wichtiges, nicht-finanzielles Ziel des Veräußerers ist, wie in Kapitel 4.3.2.1 gesehen, die langfristige Insolvenzvermeidung.

²²⁰ Der Fiskus ist dabei grundsätzlich gleicher Meinung. Überhöhte Beratungsaufwendungen des Gesellschafters stuft der Staat regelmäßig als verdeckte Gewinnausschüttung ein.

Festlegung Konzerndienstleistungen

Ein ähnlicher, jedoch für veräußernden Konzern und erwerbende Beteiligungsgesellschaft gleichgerichteter Aspekt ergibt sich aus den bereits beschriebenen Entschädigungen für erbrachte Dienstleistungen.²²¹ Der Konzern hat einerseits ein Interesse an hohen Verrechnungspreisen, um kostendeckend und gegebenenfalls gewinnmaximierend zu wirtschaften. Andererseits führen hohe verrechnete Leistungen zu einem höheren Aufwand in der Earn-out-Periode und damit geringeren variablen Kaufpreis, sollte die Basisgröße der Earn-out-Komponente eine Ergebnisgröße sein. Dies ist nicht im Interesse des veräußernden Konzerns. Die Beteiligungsgesellschaft stellt die gleichen Abwägungen an. Einerseits ist sie an hohen Aufwandspositionen interessiert, um ihren Kaufpreis minimal zu halten. Andererseits haben geringe Bezüge für die vom Konzern bereitgestellten Dienstleistungen den Vorteil, dass die für potentielle Interessenten für die Konzerneinheit bei Exit darstellbaren Ergebnisse höher ausfallen.

Es muss eine anreizoptimale, faire und manipulationsminimale Lösung gefunden werden. Im Sinne aller Beteiligten ist die optimale Lösung die Verrechnung vertraglich festgelegter, marktüblicher Servicemengen und Servicepreise.

Festlegung Budget

Im Rahmen des Machbaren sollte für die Earn-out-Periode ein Budget festgelegt werden, um darzustellen, welche Aufwendungen als geschäftsgewöhnlich einzustufen sind. Cain et al. (2006) führen beispielsweise Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf (S. 2). Hier besteht die – durch die Budgetfestlegung reduzierte – Manipulationsmöglichkeit der Beteiligungsgesellschaft, in der Earn-out-Periode viel Forschungs- und Entwicklungsaufwand zu verursachen, der sich jedoch erst nach dem Ende

²²¹ Siehe Kapitel 4.3.2.3 und Kapitel 5.2.

der Earn-out-Periode im Umsatz widerspiegelt. Ähnliche Szenarien sind bei Nichtfestlegung von Marketingbudgets vorzufinden.

Darüber hinaus sollte ebenfalls ein faires Investitionsbudget vertraglich mit aufgenommen werden (Baums, 1993, S. 11). Die Beteiligungsgesellschaft hat sonst den Anreiz, möglichst viele Investitionen zu tätigen, wenn die Basisgröße der Cashflow ist. Bei Umsatz- oder Ergebnisbasisgrößen würde sie versuchen, mit sich schnell materialisierenden Investitionen bis zum Ende der Earn-out-Periode abzuwarten. In diesen Fällen „besteht die Gefahr, dass die kurzfristige (den Earn-out erhöhende) Ertragsmaximierung auf Kosten der langfristigen Ertragsmaximierung zu sehr in den Vordergrund rückt“ (Mittendorfer, 2007, S. 139).

Festlegung Ansatz, Abschreibung und Veräußerung Anlage- und Umlaufvermögen

Ein Spezifikum der Rechnungslegung stellen die Aktivierung und anschließende Abschreibung von Anlage- bzw. (außerplanmäßig teilweise auch) Umlaufvermögen dar. Sie haben das Ziel, den Aufwand über die Nutzungsdauer – beispielsweise einer Maschine – zu verteilen. Wie die Abschreibung dabei erfolgt, muss festgelegt werden (Baums, 1993, S. 11).

Ist die Basisgröße zur Berechnung des variablen Kaufpreises eine Gewinngröße nach Abschreibungsaufwand, hätte die Beteiligungsgesellschaft die Möglichkeit, wenn vom Wirtschaftsprüfer bestätigt, die Abschreibungsmethode bzw. -sätze derart zu ändern, dass möglichst hohe Abschreibungen erfolgen, die zu einem niedrigeren Kaufpreis führen.

Gleiches gilt für die Handhabung bzw. Aktivierung von Vorratsvermögen (Modlich, 2003, S. 440). Hier könnte ebenfalls die Ansatz- oder auch Abschreibungsmethode während der Earn-out-Periode zum Vor- oder Nachteil des veräußernden Konzerns geändert werden.

Sollen Vermögensgegenstände des Anlage- oder Umlaufvermögens ertrags- und liquiditätswirksam veräußert werden, sollte erwerbender Betei-

ligungsgesellschaft und veräußerndem Konzern im Vorhinein bewusst sein, ob dies in die erfolgs- oder liquiditätsbezogene Basisgröße mit einfließt bzw. welche Konsequenzen für die variable Kaufpreiszahlung damit einhergehen. Auch dies sollte daher vertraglich mit aufgenommen werden.

Festlegung Bandbreite Nettoumlaufvermögen

In jedem Fall ist auch eine Bandbreite für das Nettoumlaufvermögen vertraglich festzulegen. Geschieht dies nicht, hätte die Beteiligungsgesellschaft den Anreiz, vor Messung der Basisgröße viel Vorratsvermögen oder Forderungen aus Lieferungen und Leistungen aufzubauen bzw. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen abzubauen, um damit den Cashflow bzw. daraus resultierend, sollte die Basisgröße ein Cashflow sein, indirekt den Kaufpreis zu verringern.

Die Bandbreite des Nettoumlaufvermögens ist jedoch nicht nur essentiell, wenn eine Cashflow-Basisgröße für die Ermittlung des variablen Kaufpreises herangezogen wird. Für den Fall der Anwendung einer Unternehmensbewertung²²² am Ende der Earn-out-Periode muss zudem Folgendes beachtet werden: Auch wenn die Basisgröße der Unternehmensbewertung kein Cashflow ist, kann zwar der Wert des Gesamtunternehmens nicht direkt beeinflusst werden, jedoch die zinstragenden Verbindlichkeiten bzw. das Cash, die bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals relevant sind. Es bestünde auch hier die Möglichkeit, vorhandenes Cash oder ein neu aufgenommenes Darlehen, das für den Verkäufer eigenkapitalwertmindernd wirkt, zum Aufbau des Nettoumlaufvermögens, insbesondere zur Erhöhung des Vorratsvermögens oder zur Reduktion von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, zu verwenden.

²²² Statt einer willkürlichen Methode.

5.3.2.3 Anforderungen an die vertragliche Festlegung der weiteren Elementargrößen der variablen Kaufpreisermittlung

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(2) Multiplikator bzw. Wachstumsrate und Diskontierungssatz	- Höhe bzw. Ermittlung

Tabelle 10: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung: Multiplikator bzw. Wachstumsrate und Diskontierungssatz

Der Multiplikator, als eine von zwei zentralen Größen, um den Gesamtunternehmenswert mittels der Multiplikator-Methode zu ermitteln, ist in seiner absoluten Höhe ein bedeutendes Element des Unternehmenskaufvertrags.²²³ Die Höhe des Multiplikators hängt von Faktoren der gesamtwirtschaftlichen Situation, Branchen- und Unternehmensspezifika ab, sollte jedoch letztlich zur Verhandlungssache gemacht²²⁴ und in den Kaufvertrag entsprechend aufgenommen werden.

Gleiches gilt für den Fall, dass eine Ertragswert- oder DCF-Methode verwendet werden soll. Die ewige Wachstumsrate, mit der die gewählte Basisgröße nach der Earn-out-Periode wachsen soll, und der Diskontie-

²²³ Siehe Tabelle 10.

²²⁴ Sind Vergleichsunternehmen bekannt, wäre eine Kalkulation des Multiplikators am Ende der Earn-out-Periode denkbar. Da jedoch äußerst schwer einschätzbar ist, ob Vergleichsunternehmen zum Zeitpunkt des Closings auch am Ende der Earn-out-Periode noch Vergleichsunternehmen darstellen oder beispielsweise in die Multiplikator-Berechnung der Vergleichsunternehmen außerordentliche Effekte einfließen, kann eine derartige Ermittlung ein verzerrteres Bild vermitteln als bei verhandelter bzw. frei geschätzter Höhe des Multiplikators.

zungssatz (bzw. das anzuwendende β^{225} , die Art der Ermittlung des risikofreien Zinssatzes und der Marktrendite) müssen verhandelt und vertraglich mit aufgenommen werden.

Elementargröße der willkürlichen Methode	Vertragsfestlegungen
(2) Anteil	- Höhe

Tabelle 11: Festzulegende Elementargröße der willkürlichen Methode: Anteil

Kapitel 4.2.2.3.3 hat dargestellt, dass die Methode der willkürlichen Kaufpreisermittlung nur bei ausgesprochen selbständigen Konzern-Sell-off-Transaktionen sinnvoll anwendbar ist. In diesen Fällen schlägt Meuli (1996, S. 59 ff.) vor, den gezahlten Basiskaufpreis mit der variablen Kaufpreiskomponente zu korrigieren, soweit bestimmte Basisgrößen über- oder unterschritten sind. Im Vertragswerk muss also neben den Basisgrößen auch der Anteil am Über- bzw. Unterschrittenen, der dem Verkäufer als Zusatzkaufpreis (bzw. Käufer gegebenenfalls als Rückerstattung) zusteht, als zentraler Bestandteil der Ermittlung des variablen Kaufpreises festgelegt werden.²²⁶ Ähnlich wie der Wertgenerierungsfaktor bei der Unternehmensbewertung ist der Anteil am Über- bzw. Unterschrittenen grundsätzlich Verhandlungssache, sollte jedoch ebenfalls eine faire Korrektur ermöglichen.

²²⁵ Auch eine Kalkulation des β am Ende der Earn-out-Periode ist denkbar. Da jedoch die Einflussgrößen der Ermittlung des β nur äußerst schwer vorab festlegbar sind (bei Verwendung von Vergleichsunternehmen (siehe Kapitel 3.3.3) stellt sich beispielsweise die Frage, ob Vergleichsunternehmen zum Zeitpunkt des Closings auch am Ende der Earn-out-Periode noch Vergleichsunternehmen darstellen), liefert eine derartige Ermittlung in vielen Fällen ein verzerrteres Bild als bei Verwendung einer verhandelten bzw. frei geschätzten Höhe des β .

²²⁶ Siehe Tabelle 11.

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(3) zinstragende Verbindlichkeiten & Cash	- Definition

Tabelle 12: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung: zinstragende Verbindlichkeiten und Cash

Nachdem durch die aufgezeigten Elemente Basisgröße und Multiplikator bzw. Wachstumsrate und Diskontierungssatz die Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts mittels des Multiplikator- oder Ertragswert- bzw. DCF-Verfahrens möglich ist, müssen die Elemente zinstragende Verbindlichkeiten und Cash für die Unternehmensbewertung ebenfalls definiert werden, um eine Ermittlung des Werts des Eigenkapitals möglich zu machen.²²⁷

Als zinstragende Verbindlichkeiten sind Darlehen, Kontokorrentschulden und sonstige zinstragende Verbindlichkeiten vom Gesamtunternehmenswert in Abzug zu bringen. Cash betrifft alle Kassenbestände, Bankguthaben, schnell liquidierbare Wertpapierpositionen und Forderungen an Unternehmen der Beteiligungsgesellschaft oder des veräußernden Konzerns und ist zum Gesamtunternehmenswert hinzuzuzählen. Welche gegebenenfalls unternehmensspezifischen Bilanzpositionen darüber hinaus als zinstragende Verbindlichkeiten bzw. Cash zu verstehen sind, sollte, um spätere Auseinandersetzungen zu vermeiden, auch im Sinne einer Bonding- bzw. Restriktionsmaßnahme gegen Moral Hazard, möglichst genau vertraglich fixiert sein.

Im Rahmen dieser Festlegungen muss darüber hinaus vertraglich berücksichtigt werden, dass Kapitalerhöhungen der Beteiligungsgesellschaft (mindestens teilweise) vom vorhandenen Cash abgezogen werden bzw. wie zinstragende Gesellschafterdarlehen zu verstehen sind – und damit

²²⁷ Siehe Tabelle 12.

kaufpreissenkend wirken. Nur derart ist die Ermittlung des Eigenkapitalwerts fair. Andererseits muss gleichermaßen gelten, dass Dividenden zum Cash addiert werden. Wäre dies nicht der Fall, wäre die Ermittlung des Eigenkapitalwerts ebenfalls als nicht fair anzusehen, da der verkaufende Konzern als in der Earn-out-Periode nach wie vor unternehmerisches Risiko tragende Partei auch ein Recht auf die in dieser Periode erzielten Zahlungsüberschüsse hat.

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(4) veräußerter Anteil	- Höhe

Tabelle 13: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung: veräußerter Anteil

Im Unternehmenskaufvertrag ist des Weiteren die Höhe des zu veräußernden Anteils an der Konzerneinheit als Verkaufsobjekt aufzunehmen.²²⁸ Dieser von der Beteiligungsgesellschaft nach der Transaktion gehaltene Anteil muss am Ende der Earn-out-Periode bzw. bei Ermittlung des variablen Kaufpreises mit dem Wert des Eigenkapitals multipliziert werden, um zum dem Verkäufer grundsätzlich zustehenden Kaufpreis zu gelangen.

Sofern der veräußernde Konzern eine Restbeteiligung an der Konzerneinheit wünscht, um auch langfristig noch an der Wertsteigerung der Konzerneinheit partizipieren zu können, ist der vertraglich fixierte Kaufgegenstand in Form eines Prozentsatzes der Unternehmensanteile entsprechend geringer. Auch diese Art der Anreizgenerierung kann dazu führen, dass das Problem des ‚double-sided moral hazard‘ reduziert wird. Einerseits wird sich der Verkäufer intensiver in die Entwicklung und Wertgene-

²²⁸ Siehe Tabelle 13.

rierung der Konzerneinheit einbringen. Andererseits erschwert die erhöhte Transparenz für den Verkäufer etwaige Manipulationen der Beteiligungsgesellschaft – wie beispielsweise durch erhöhte Beratungsaufwendungen.

Wie bereits in Kapitel 4.3.2 angemerkt, ist eine Managementbeteiligung ein entscheidendes Anreizinstrument, auch gegen Moral Hazard wirkend, da das Management in jedem Fall versuchen wird, den eigenen Anteilswert zu maximieren. Die Beteiligung ermöglicht also, dem Management durch Etablierung gleicher Zielsetzungen wie bei Verkäufer und grundsätzlich Eigentümer, einen richtigen Anreiz zu geben.

Sollte von Käufer und Verkäufer eine Managementbeteiligung gewollt bzw. von einer Partei gewollt und der anderen Partei toleriert werden, so reduziert sich der veräußerte Anteil meist nicht, da in der Regel ein Käufer für die Managementbeteiligung bezahlt, um dieses als Anreizinstrument einzusetzen. Die Beteiligungsgesellschaft erwirbt somit erst alle zum Erwerb stehenden Anteile und überträgt anschließend bestimmte Anteile an das Management weiter. Alternativ könnte der veräußerte Anteil reduziert werden und parallel zur Übernahme ein separater Anteilskaufvertrag für das Management angefertigt werden.

Die Beteiligungsgesellschaft muss bei einem Exit, z. B. einem Verkauf an einen strategischen Investor, der 100 Prozent der Anteile erwerben möchte und eigenes Management zur Verfügung hat, jedoch in jedem Fall derart flexibel sein, dass alle Exit-Kanäle offen sind. Wichtig für die Beteiligungsgesellschaft ist daher, dass der Anteilserwerb des Managements derart verläuft, dass die Beteiligungsgesellschaft die Möglichkeit hat, die an das Management veräußerten Anteile zu einem späteren Zeitpunkt ebenfalls zu übernehmen (Vorkaufsrecht oder Call-Option (Rock, 2001, S. 51 f.)). Alternativ könnte eine sogenannte Drag-along-Klausel, das heißt eine Veräußerungsverpflichtung des Managements bei Verkauf der Beteiligungsgesellschaft zu den gleichen Konditionen (Hirsch, 2004, S. 115), mit in das Vertragswerk aufgenommen werden.²²⁹

²²⁹ Gleiches gilt für die Restbeteiligung des Verkäufers.

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(5) Wertgenerierungsfaktor (VCF)	- Höhe

*Tabelle 14: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung:
Wertgenerierungsfaktor (VCF)*

Ist der dem Verkäufer aufgrund seines Anteils grundsätzlich zustehende Wert des Eigenkapitals²³⁰ durch Multiplikation des Werts des Eigenkapitals mit dem veräußerten Anteil ermittelt, ist dieser noch mit dem Wertgenerierungsfaktor zu multiplizieren, um den tatsächlich dem Verkäufer zustehenden Wert bzw. Kaufpreis zu erhalten. Die Höhe des Wertgenerierungsfaktors muss bei der Ermittlung des variablen Kaufpreises im Vertrag berücksichtigt und fixiert werden.²³¹

Der Wertgenerierungsfaktor ist abhängig von der Arbeitsintensität des veräußernden Konzerns und der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft in der Earn-out-Periode, grundsätzlich jedoch Verhandlungssache. Eine Aufteilung ist allerdings in jedem Fall gerechtfertigt, da sowohl Verkäufer als auch Käufer in der Earn-out-Periode zumeist entscheidend dazu beitragen, den am Ende der Earn-out-Periode ermittelten Gesamtunternehmenswert zu generieren. Im Sinne aller Beteiligten sollte hier somit eine faire Aufteilung gewählt werden.

²³⁰ Zur Kaufpreisermittlung, das heißt exklusive des gegebenenfalls per Restbeteiligung gehaltenen Eigenkapitalwerts.

²³¹ Siehe Tabelle 14.

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(6) Zinssatz Basiskaufpreis	- Höhe

*Tabelle 15: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung:
Zinssatz Basiskaufpreis*

Weiter ist für die Unternehmensbewertung essentiell, festzulegen, mit welchem Zinssatz der Basiskaufpreis am Ende der Earn-out-Periode aufgezinst wird, um vom Gesamtkaufpreis bzw. Wert des Eigenkapitals des Verkäufers bei der Kaufpreisermittlung zum variablen Kaufpreis zu kommen.²³²

Elementargröße der Unternehmensbewertung	Vertragsfestlegungen
(7) Mindestkaufpreis	- Höhe

*Tabelle 16: Festzulegende Elementargröße der Unternehmensbewertung:
Mindestkaufpreis*

Ist es die Absicht des veräußernden Konzerns, beim variablen Kaufpreis eine Mindesthöhe in jedem Fall erzielen zu wollen, ist vertraglich zusätzlich ein Mindestkaufpreis zu fixieren.²³³

²³² Siehe Tabelle 15.

²³³ Siehe Kapitel 4.2.2.3.2.3 bzw. Tabelle 16.

5.3.3 Anforderungen an die Vertragsregelungen der Abwicklungskontrolle

Im Rahmen der Abwicklungskontrolle ist es von wesentlicher Bedeutung, die in Abbildung 87 dargestellten Aspekte im Vertragswerk vollumfänglich mit zu regeln.

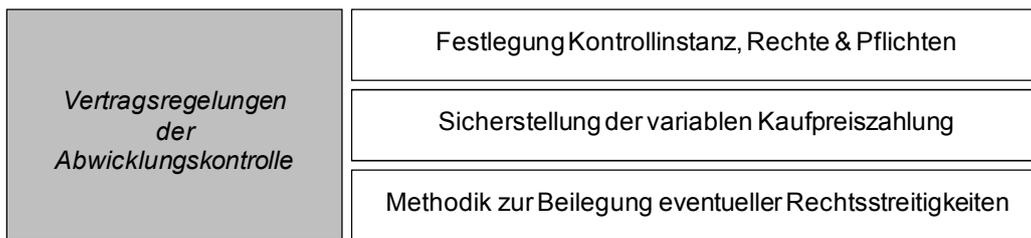


Abbildung 87: Vertragsregelungen der Abwicklungskontrolle

Festlegung einer unabhängigen Kontrollinstanz, Einsichts- und Zustimmungsrechte des Konzerns sowie Informationspflichten der Konzerneinheit bzw. Beteiligungsgesellschaft

„Im Kaufvertrag muss festgelegt sein, wie und von wem die Erfüllung bzw. Nichterfüllung des für die Kaufpreiszahlung maßgeblichen Bemessungskriteriums festgestellt wird, und wie diese Feststellung überprüft werden kann“ (Baums, 1993, S. 8). Es muss also eine Möglichkeit gegeben sein, eine objektive Feststellung der Earn-out-Komponente zu gewährleisten, um insbesondere Manipulationen ausmachen zu können (Brüser, 2007, S. 71). Hieran ist insbesondere der Verkäufer interessiert (Sherman, 1998, S. 784), der seit dem Eigentumswechsel weniger Informationen zur Verfügung hat (Frankel, 2005, S. 230). Dazu sollte eine unabhängige Instanz bzw. ein unabhängiger Sachverständiger wie ein Wirtschaftsprüfer (Baums, 1993, S. 9; Bruski, 2005, S. 17; Reum & Steele, 1970, S. 85) gewählt und festgelegt werden. Außerdem sollte in diesem Zusammenhang festgeschrieben werden, wie und wie lange der Verkäufer

Einwendungen gegen die vorgelegten Daten anbringen kann (Vischer, 2002, S. 512).

Um die nötige Transparenz für den veräußernden Konzern herzustellen, bietet es sich an, diesem in der Earn-out-Periode zusätzlich freies Einsichtsrecht (Vischer, 2002, S. 515) in sämtliche Unterlagen zu gewähren, um „die Richtigkeit der Angaben unter Einsicht der Bücher und Papiere des Käufers hierüber zu prüfen“ (Baums, 1993, S. 9).²³⁴ Weiter ist es angemessen, ein Berichtswesen an den veräußernden Konzern zu etablieren, wodurch dieser regelmäßig Unterlagen zugesandt bekommt und diese sodann hinterfragen kann. Bei wichtigen Entscheidungen kann dem veräußernden Konzern zusätzlich ein Zustimmungsrecht eingeräumt werden (Vischer, 2002, S. 512). Ein weiteres, Transparenz herstellendes Instrument ist, einen freiwilligen Beirat zu installieren. Dies hat den Vorteil, dass für die Vertreter des Konzerns im Beirat regelmäßig Transparenz hergestellt wird und die Konzerneinheit von Impulsen, Kontakten oder anderen Hilfestellungen der Konzernvertreter profitieren kann.

Durch die Bereitstellung bestimmter unternehmensinterner Informationen ist es allerdings notwendig, dass sich der Verkäufer einer Geheimhaltungsverpflichtung unterzieht (Vischer, 2002, S. 513).

Diese im Bereich der Abwicklungskontrolle aufgeführten Maßnahmen sind als Moral Hazard begrenzende Bonding- bzw. Monitoring-Instrumente einzustufen: Einerseits kann der Verkäufer den Käufer bzw. dessen Konzerneinheit (z. B. im Beirat) überwachen, andererseits ist der Käufer durch die Etablierung einer unabhängigen Prüfstelle und eines an den Verkäufer zu adressierenden Berichtswesens gewissen Handlungsrestriktionen bzw. Informationspflichten ausgesetzt.

²³⁴ Ein solches freies Einsichtsrecht ist nur notwendig, wenn der Konzern keine Restbeteiligung hält. Als Gesellschafter hätte er dieses Recht sowieso.

Sicherstellung der variablen Kaufpreiszahlung

Auch wenn bei vielen Konzern-Sell-off-Transaktionen die Ermittlung des (überwiegenden Teils des) Kaufpreises erst am Ende der Earn-out-Periode erfolgt, ändern sich die Eigentumsverhältnisse bereits am Closing der Transaktion. Die übernehmende Beteiligungsgesellschaft hat das Kaufobjekt demnach ohne bereits (vollständig) beglichene Gegenleistung zur Verfügung gestellt bekommen. Für den veräußernden Konzern muss daher sichergestellt sein, dass dieser den Kaufpreis nach Ablauf der Earn-out-Periode überwiesen bekommt.

Es muss also eine Sicherheit vorhanden sein, die die erwerbende Beteiligungsgesellschaft zwingt, den Kaufpreis nach Ende der Earn-out-Periode zu begleichen. In herkömmlichen Unternehmensübernahmen sind großteils Bankbürgschaften zu leisten. Da im Fall von Konzern-Sell-offs die Höhe des variablen Kaufpreises nicht quantifizierbar ist, ist diese Form der Besicherung nicht zielführend. Eine andere denkbare Möglichkeit wäre, dass die erwerbende Beteiligungsgesellschaft Sicherheiten stellt. Da dies aufgrund der Fondsstruktur und Unabhängigkeit der verschiedenen erworbenen Unternehmen meist nicht realisierbar ist und das Akquisitionsvehikel²³⁵, das zur Übernahme der Konzerneinheit von der Beteiligungsgesellschaft in der Regel verwendet wird, häufig nicht von Beginn an mit ausreichend Kapital ausgestattet – und der variable Kaufpreis bei Closing noch nicht bekannt – ist, ist auch eine derartige Lösung nicht praktikabel.

Es besteht jedoch die Möglichkeit der Anteilsverpfändung: Für den Fall, dass eine Verpflichtung nicht eingehalten wird, gibt es die Call-Option (Sallis-Lütolf, 2002, S. 276). Damit die erwerbende Beteiligungsgesellschaft den Kaufpreis nach Ablauf der Earn-out-Periode zahlt, sind die Geschäftsanteile an der Konzerneinheit an den Verkäufer, den veräußernden Konzern, verpfändet und der Verkäufer besitzt eine Rückübertragungsoption der Anteile, sprich eine solche Call-Option. Zahlt der Käufer den variablen Kaufpreis nicht innerhalb der vereinbarten Zeit, hat der Verkäufer

²³⁵ Sogenanntes Special Purpose Vehicle (SPV) (Fleuriot, 2008, S. 320).

ein Recht, die Anteile zu vorher vertraglich fixierten Konditionen wieder in sein Eigentum zu nehmen.

Aufgrund der teilweise erheblichen Ungewissheit, wo der variable Kaufpreis liegen wird, ist die von Riedl (2005) angesprochene Einzahlung des „maximal möglichen Betrag[s] des Zusatzpreises“ (S. 51) auf ein Treuhandkonto im speziellen Fall von Konzern-Sell-offs oft nicht sinnvoll möglich. Als ähnliche Alternative besteht jedoch die Möglichkeit, die Aktien bis zur Frei- bzw. Rückgabe von einem Treuhänder verwahren bzw. verwalten zu lassen (Baums, 1993, S. 9).

Wie mit einer Kaufpreiszahlung verfahren wird, wenn das Zielunternehmen innerhalb der Earn-out-Periode insolvent wird, sollte ebenfalls festgehalten werden. Auch dies stellt eine Zahlungssicherung dar. Grundsätzlich ermittelt der Insolvenzverwalter den den Eigentümern zustehenden Wert nach Befriedigung der Gläubiger durch Sanierung bzw. Verkauf der Aktivpositionen. Wenn dieser positiv ist, stellt dieser positive Wert den Wert des Eigenkapitals dar und steht, im Fall der Unternehmensbewertung nach Aufteilung gemäß Wertgenerierungsfaktor, dem Verkäufer als variable Kaufpreiszahlung zu. Ob und wie eine Kaufpreiszahlung im Fall der willkürlichen Methode zur Ermittlung des variablen Kaufpreises erfolgt, muss anderenfalls ebenso festgelegt werden. Für derartige Fälle kann beispielsweise auf das Instrument des Mindestkaufpreises für die Earn-out-Komponente zurückgegriffen werden.

Methode zur Beilegung eventueller Rechtsstreitigkeiten

Für den Fall, dass sich eine der Vertragsparteien nicht an vertraglich festgelegte Aspekte hält und damit den Vertrag bricht oder es Streitigkeiten insbesondere in Bezug auf die variable Earn-out-Komponente gibt, muss eine Regelung gefunden werden. Bezogen auf die willkürliche Earn-out-Methode meint Baums (1993), dass sich insbesondere Streit aus der Frage ergeben könnte, „ob der Schwellenwert in einer bestimmten Periode erreicht worden ist“ (S. 10), oder bezüglich etwaiger Manipulationen, „ob be-

stimmte im Vertrag nicht ausdrücklich erwähnte Aufwendungen aus der Berechnung des Schwellenwerts herauszunehmen sind“ (S. 10). Häufig ist gemäß Pizzani (2006) außerdem, dass der Käufer sich weigert, den variablen Kaufpreis ganz oder teilweise zu bezahlen, da er der Meinung ist, er sei vollständig für die positive Entwicklung der Bemessungsgrundlage verantwortlich (S. 4). Es ist demnach zu raten, möglichst viel vertraglich festzulegen, um das Konfliktpotential später zu verringern. Dies gilt beispielsweise für die Festlegung – und damit Schaffung einer vertraglichen Grundlage – des Anteils bzw. des Wertgenerierungsfaktors.

Darüber hinaus sollte nicht ausschließlich die Nichterfüllung der Kaufpreiszahlung geregelt werden. Auch die „Nichterfüllung allfälliger im Unternehmenskaufvertrag statuerter Handlungspflichten und allfälliger Mitwirkungsrechte, Rechenschaftsablage- und Kontrollrechte der Parteien“ (Vischer, 2002, S. 515) – das heißt weitere, zum Teil das Problem des ‚double-sided moral hazard‘ bekämpfende Maßnahmen – und sich daraus ableitende Konventionalstrafen (S. 516) sind vertraglich aufzunehmen.

In jedem Fall sollte ein unabhängiger Sachverständiger bzw. ein Schiedsgutachter respektive -gericht (Janatka & Sherman, 1992, S. 27) über die Sachlage entscheiden. Das Vorgehen, an wen sich die korrekt verhaltene Vertragspartei zu wenden hat, ist im Kaufvertrag mit zu verankern.

6 Anwendungsbeispiele des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften

6.1 Kategorisierung der Praxisbeispiele

Das folgende Kapitel 6 soll den 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz aus Kapitel 5 beispielhaft anwenden, um dessen grundlegende Relevanz aufzuzeigen. Da es, wie von Cain et al. (2006) aufgeführt, keinen „one-size-fits-all“-Ansatz für Earn-out-Strukturen gibt (S. 26), was in der Fallspezifität bzw. daraus resultierend unterschiedlichst ausgestalteter Einflussfaktoren im Kontingenzmodell aus Kapitel 2.2.2 begründet ist, kann folglich nicht auf alle denkbaren Earn-out-Vereinbarungen eingegangen werden.

Es scheint jedoch zweckmäßig, die Grundmechanik bzw. -struktur anhand eines stark unselbständigen, äußerst intransparenten Konzern-Sell-offs²³⁶ – bei dem die ans Ende der Earn-out-Periode verlagerte Unternehmensbewertung Anwendung finden kann und muss, um einen fairen Kaufpreis zu ermitteln – und eines sehr selbständigen und transparenten Konzern-Sell-offs²³⁷ – bei dem die willkürliche Methode der variablen Kaufpreisermittlung Anwendung finden sollte – aufzuzeigen²³⁸.

²³⁶ Siehe Kapitel 6.2.

²³⁷ Siehe Kapitel 6.3.

²³⁸ Siehe Abbildung 88.

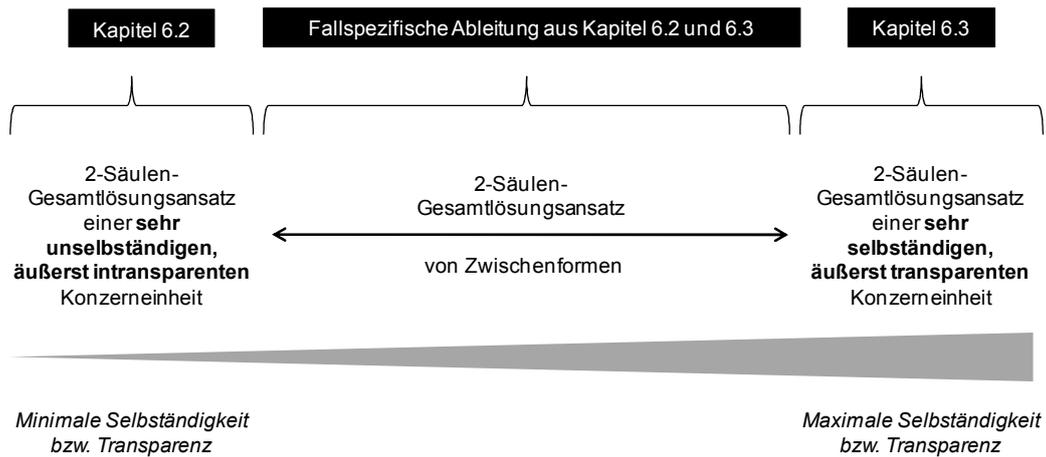


Abbildung 88: Übersicht von Kapitel 6

Als unselbständigster, intransparentester Konzern-Sell-off müsste eine Konzerneinheit verstanden werden, die in allen sechs Einflussfaktoren als unselbständig klassifiziert wurde. Dies entspräche demjenigen Konzern-Sell-off aus Abbildung 88, der am weitesten links steht. Aufgrund der Tatsache, dass dieser Maximalfall jedoch lediglich zweimal im in Kapitel 2.2.2.4 dargestellten Datensatz vorkommt, wird für Kapitel 6.2, das heißt die Beschreibung eines beispielhaften 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes eines unselbständigen, intransparenten Konzern-Sell-offs, unter einem unselbständigen, intransparenten Konzern-Sell-off eine Konzerneinheit verstanden, die in allen Einflussfaktoren, außer der Selbständigkeit des Managements, als unselbständig klassifiziert wurde. Diese Kombination von Unselbständigkeiten ist im Datensatz der 80 untersuchten Konzern-Sell-offs der Jahre 2006 bis 2009 neunmal vorzufinden und damit deutlich praxisrelevanter.²³⁹

Für Kapitel 6.3, der Beschreibung eines beispielhaften 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes eines selbständigen, transparenten Konzern-Sell-offs hingegen, kann das andere Extrem aus Abbildung 88, die Selbständigkeit in allen Einflussfaktoren, als sehr bedeutend für die Praxis herangezogen

²³⁹ Siehe Abbildung 89.

werden. Im Datensatz von 80 untersuchten Konzern-Sell-offs ist diese Kombination absolut sechsmal vorzufinden.²⁴⁰

Absolute Häufigkeiten						
Rechtliche Unselbständigkeit	Funktionale Unselbständigkeit	Finanzielle Unselbständigkeit	Markt-unselbständigkeit	Physische Unselbständigkeit	Unselbständigkeit Management	Absolute Häufigkeit
1	1	0	1	1	1	20
0	0	0	0	0	1	9
1	1	1	1	1	1	6
1	0	0	0	1	1	5
1	1	0	0	1	1	5
1	1	0	1	1	0	5
1	0	0	1	1	1	4
0	0	0	1	0	1	4
1	0	0	1	1	0	3
0	0	0	1	1	1	3
1	1	0	1	0	1	3
0	0	0	0	0	0	2
0	0	0	1	1	0	2
0	1	0	1	0	1	2
1	0	0	0	1	0	1
0	0	0	0	1	1	1
0	1	0	0	0	1	1
1	0	1	0	0	1	1
1	1	0	0	0	1	1
1	0	0	1	0	1	1
1	1	1	1	1	0	1

80

Abbildung 89: Auswahl der zu beschreibenden Situationsbeispiele des Praxisdatensatzes

Dadurch werden zwei Extreme, die in ca. 19 Prozent der untersuchten Konzern-Sell-off-Transaktionen aus Kapitel 2.2.2.4 in der Praxis vorkommen, und ihre möglichen 2-Säulen-Gesamtlösungsansätze thematisiert und beispielhaft aufgezeigt. Um passende 2-Säulen-Gesamtlösungsansätze für die Fülle an weiter denkbaren Konzern-Sell-offs, die zwischen den beiden Extremen positioniert sind und etwa 81 Prozent der 80 untersuchten Konzern-Sell-offs ausmachen, aufzusetzen, kann man sich an den beiden Extremen orientieren.

Für beide beschriebenen Fälle wird im Folgenden je ein Konzern-Sell-off der 80 untersuchten Konzerneinheiten, der die jeweilige Kombination an Unselbständigkeiten bzw. Selbständigkeiten aufweist, mit sämtlichen konkreten Ausprägungen der einzelnen Einflussfaktoren, wie sie in der Praxis erhoben wurden, herangezogen. Dieses Grundgerüst wird anschließend

²⁴⁰ Siehe Abbildung 89.

um erfundene Industrie- und abgeänderte Finanzdaten ergänzt. Dies ist notwendig, da sonst auf die konkrete, in der Praxis real zum Verkauf gestandene Konzerneinheit geschlossen werden könnte bzw. die versicherte Vertraulichkeit der Daten nicht eingehalten würde. Als Ausgangssituation stellt das beschriebene Grundgerüst sodann die Basis dar, um einen angemessenen 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz qualitativ und quantitativ anhand des fiktiven Beispiels durchzuspielen.

6.2 Anwendungsbeispiel für eine unselbständige Produktionsabteilung eines Automobilzulieferers

6.2.1 Beschreibung der Ausgangssituation

Als Grundgerüst für das fiktive Beispiel des unselbständigen, intransparenten Konzern-Sell-offs wird Konzern-Sell-off Nummer 38 aus Abbildung 17 herangezogen. Dieser ist, wie schon oben beschrieben und aus Abbildung 90 ersichtlich, in allen Faktoren, außer der Selbständigkeit des Managements, als unselbständig zu klassifizieren.

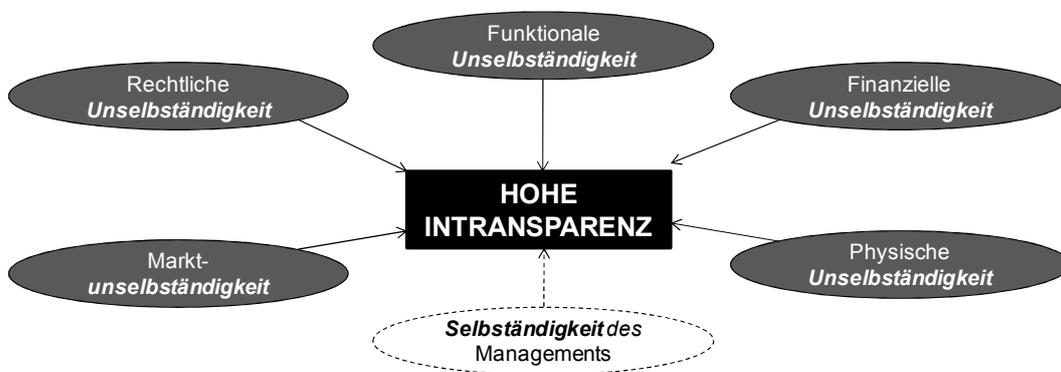


Abbildung 90: Ausprägung des Kontingenzmodells von Konzern-Sell-off Nummer 38

Die konkrete Ausgestaltung der einzelnen Einflussfaktoren des Kontingenzmodells von Konzern-Sell-off Nummer 38 aus Abbildung 17 stellt sich dabei wie in Tabelle 17 aufgezeigt dar:

Einflussfaktor	Ausprägung Zielobjekt
Rechtseinheit? (0/1)	0
Rechtliche Unselbständigkeit	ja
vorhandene WS-Stufen (%)	25%
vorhandene Overhead-Stufen (%)	0%
AGGREGIERT: (WS+Overhead > 150%)? (0/1)	0
Funktionale Unselbständigkeit	ja
Ergebnisabführungsvertrag (EAV)? (0/1)	1
Cashpool? (0/1)	1
Gesellschafterdarlehen? (0/1)	1
Besichertes FK vorhanden? (0/1)	0
AGGREGIERT: (1+2+3+4) < 1? (0/1)	0
Finanzielle Unselbständigkeit	ja
Konzernexterne Umsätze (%)	11%
TRANSFORMIERT: (Umsatz > 80%)? (0/1)	0
Marktunselbständigkeit	ja
Distanz zur Muttergesellschaft größer als 10 km? (0/1)	0
Physische Unselbständigkeit	ja
Management selbständig? (0/1)	1
Unselbständigkeit des Managements	nein

Tabelle 17: Ausprägungen der Einflussfaktoren von Konzern-Sell-off Nummer 38

Diese Ausprägungen als Grundgerüst nehmend, wird Folgendes angenommen: Bei Konzern-Sell-off 38 handelt es sich um eine Produktionsabteilung eines europäischen Automobilzulieferers, die technisch anspruchsvolle Elementarteile für Personenfahrzeuge herstellt. Die Produktionsabteilung erwirtschaftet einen Jahresumsatz von ca. 25 Millionen Euro.²⁴¹ Die einzelnen Einflussfaktoren und ihre Klassifizierung ergeben sich aus der Beschreibung der Grundsituation von Konzern-Sell-off 38 folgendermaßen:

Rechtliche Unselbständigkeit

Sell-off 38 besitzt keine eigene Rechtsidentität. Es handelt sich um eine Abteilung eines großen Automobilzulieferers, dessen Produktionsabteilungen rechtlich nicht selbständig agieren.

²⁴¹ Zu den genauen Finanzdaten siehe Kapitel 6.2.2.

Testierte Jahresabschlüsse eines Wirtschaftsprüfers, die die finanzielle Situation der Konzerneinheit aussagekräftig beschreiben, existieren nicht. Es wird lediglich der Gesamtkonzern geprüft.

Funktionale Unselbständigkeit

Wie aus der Bezeichnung als Produktionsabteilung bereits ersichtlich, ist die einzige von der Abteilung übernommene wesentliche Wertschöpfungsstufe die Produktion von bestimmten Automobilteilen. Vom Konzern dagegen werden noch drei weitere zentrale Wertschöpfungsstufen übernommen: Einkauf, Vertrieb und Logistik.²⁴² Da also lediglich eine von vier im Konzern übernommenen wesentlichen Wertschöpfungsstufen von der Konzerneinheit selbst durchgeführt wird, weist Tabelle 17 bei den wesentlichen Wertschöpfungsstufen die Prozentzahl 25 auf.

Die Kosten für die vom Mutterkonzern übernommenen wesentlichen Wertschöpfungsfunktionen werden recht genau ermittelt. Welche Vor- und Nachteile die Konzerneinheit durch passive Verbundwirkungen – Vorteile z. B. durch günstigere Einkaufskonditionen aufgrund größerer Mengen – hat, ist nicht quantifizierbar.

Im Bereich der Unterstützungs- bzw. Overhead-Funktionen weist die Konzerneinheit in Tabelle 17 die Prozentzahl null auf. Dies ist darauf zurückzuführen, dass von acht in Kapitel 2.2.2.4 betrachteten bzw. sieben von der Konzerneinheit und dem Konzern insgesamt durchgeführten Unterstützungsfunktionen sieben vom Mutterkonzern und keine von der Konzerneinheit selbst durchgeführt werden. Hierbei handelt es sich um Marketing, Rechnungswesen, Controlling, Personalwesen, IT-Unterstützung sowie Rechts- und Strategiedienste.²⁴³

²⁴² Die fünfte, in Kapitel 2.2.2.4 genannte, wesentliche Wertschöpfungsstufe Service ist bei den von der Produktionsabteilung produzierten Produkten nicht notwendig bzw. vernachlässigbar.

²⁴³ Die achte, in Kapitel 2.2.2.4 genannte Unterstützungsfunktion Forschung und Entwicklung ist bei den von der Produktionsabteilung produzierten Produkten nicht notwendig bzw. vernachlässigbar.

Kostenumlagen sämtlicher Unterstützungsfunktionen sind jedoch nicht bzw. lediglich in überalterter, niemals angepasster Form vorhanden.

Sowohl bei den wesentlichen als auch bei den unterstützenden Unternehmensfunktionen ist die Konzerneinheit demnach als äußerst funktional abhängig zu betrachten.

Finanzielle Unselbständigkeit

Aufgrund der Tatsache, dass die Produktionsabteilung keine eigenständige Rechtseinheit darstellt, ist auch eine vollständige finanzielle Verflechtung mit dem Konzern vorzufinden. Eine solche Situation gleicht einer Situation, in der eine rechtlich selbständige Konzerneinheit einen EAV mit der Muttergesellschaft besitzt, an den Cashpool der Muttergesellschaft angeschlossen ist bzw. Gesellschafterdarlehen der Muttergesellschaft zur Finanzierung des Geschäfts verwendet. Daher ist bei diesen drei Möglichkeiten der Finanzverflechtung in Tabelle 17, wie auch bei anderen rechtlich nicht selbständigen Konzerneinheiten aus der Datenerhebung, eine 1 gesetzt worden.²⁴⁴

Marktunselbständigkeit

Tabelle 17 zeigt, dass bei Konzern-Sell-off 38 in 11 Prozent der Fälle der Abnehmer ein nicht zum Konzern gehörender Kunde ist. Auch wenn dies auf den ersten Blick ungewöhnlich erscheinen mag, da erstens bei der Konzerneinheit nie ein Umsatz, wie aus der Rechnungslegung bekannt, gebucht wird und zweitens die Vertriebsfunktion nicht von der Konzerneinheit übernommen wird, ist die Situation zu erklären: In 89 Prozent der Fälle tritt der Konzern als Kunde auf und verbaut die Produkte der Konzerneinheit weiter. Interne Verrechnungspreise sind vorhanden, gleichen jedoch den Herstellkosten, ohne Zusatzaufschlag für sämtliche Unterstüt-

²⁴⁴ Siehe Kapitel 2.2.2.4.

zungsfunktionen und ohne Gewinnmarge. In 11 Prozent der Fälle allerdings verkauft der Konzern die Produkte direkt am Markt – an einen Konkurrenten –, um sich einer gewissen Überproduktion zu entledigen. Da dies einen vorkommenden Notverkauf darstellt, erfolgt der Verkauf der Produkte lediglich zu Herstellkosten plus einer Gewinnmarge, jedoch unter theoretischen Vollkosten.

Physische Unselbständigkeit

Physische Unselbständigkeit ist bei Konzern-Sell-off 38 in vollem Umfang gegeben. Die Produktionsabteilung befindet sich in einer größeren Produktionshalle am Hauptstandort des Mutterkonzerns. Die Immobilie ist der Konzerneinheit somit nicht zuzurechnen. Die von ihr genutzten Produktionsquadratmeter bzw. die hierfür erforderliche Miete wird ihr anteilig zugerechnet. Die Mitarbeiter nutzen neben der Produktionsfläche jedoch auch Ruheräume, Kantine und Sanitäreinrichtungen auf der Fläche des Mutterkonzerns. Hierfür werden keine anteiligen Mietaufwendungen verrechnet. Auch kulturell ist eine starke Verflechtung zwischen Mitarbeitern der Konzerneinheit und Mitarbeitern des Restkonzerns gegeben.

Unselbständigkeit des Managements

Aufgrund der Größe der Konzerneinheit, mit ca. 25 Millionen Euro Umsatz pro Jahr, besitzt die Konzerneinheit einen Produktionsleiter, der ausschließlich für die Konzerneinheit zuständig ist. Für diesen Produktionsleiter hat der Mutterkonzern jedoch nach einer Veräußerung der Konzerneinheit keine Verwendung mehr, so dass die veräußernde Muttergesellschaft diesen Manager überzeugt hat, den Verkauf bzw. die Verselbständigung als unternehmerische Chance zu betrachten. Der Manager sieht dies ebenso und setzt sich für eine Veräußerung ein.

6.2.2 Überblick der Finanzdaten

Im Rahmen der Transaktionsüberlegungen erstellt der veräußernde Konzern, unterstützt durch eine auf Unternehmenskäufe und -verkäufe spezialisierte Investmentbank bzw. M&A-Boutique, eine aktuelle Bilanz (aktuelles Geschäftsjahr 200X) und Erfolgsrechnung (Vorjahr 200X-1 und aktuelles Geschäftsjahr 200X). Diese sind nicht testiert und sind daher als ‚pro forma‘ bezeichnet. Zusätzlich wird ein Businessplan, das heißt eine finanzielle Prognose der nächsten fünf Jahre (200X+1 bis 200X+5), unter der Annahme der Selbständigkeit erstellt.²⁴⁵

Bilanz (in TEUR)			
Aktivseite	200X	Passivseite	200X
<i>Anlagevermögen</i>		<i>Eigenkapital</i>	1.100
Sachanlagen (insbesondere Maschinen)	1.500		
<i>Umlaufvermögen</i>		<i>Pensionsverbindlichkeiten</i>	600
Vorräte	300	<i>Sonstige Personalarückstellungen</i>	100
Summe Aktiva	1.800	Summe Passiva	1.800

Tabelle 18: Pro-forma-Bilanz von Konzern-Sell-off 38 für 200X

Erfolgsrechnung (in TEUR)	200X-1	200X	200X+1	200X+2	200X+3	200X+4	200X+5
Umsatz	24.500	23.000	24.500	25.500	26.500	27.500	28.500
<i>Wachstum</i>		-6,12%	6,52%	4,08%	3,92%	3,77%	3,64%
Materialaufwand	10.290	9.660	10.045	10.200	10.335	10.725	11.115
<i>als % vom Umsatz</i>	42,00%	42,00%	41,00%	40,00%	39,00%	39,00%	39,00%
Personalaufwand	11.025	11.025	10.500	10.700	10.900	11.100	11.300
<i>als % vom Umsatz</i>	45,00%	47,93%	42,86%	41,96%	41,13%	40,36%	39,65%
sonstiger betrieblicher Aufwand	2.450	2.450	2.450	2.550	2.650	2.750	2.850
<i>als % vom Umsatz</i>	10,00%	10,65%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
EBITDA	735	-135	1.505	2.050	2.615	2.925	3.235
<i>als % vom Umsatz</i>	3,00%	-0,59%	6,14%	8,04%	9,87%	10,64%	11,35%
Abschreibungen	300	300	300	300	300	300	300
EBIT	435	-435	1.205	1.750	2.315	2.625	2.935
<i>als % vom Umsatz</i>	1,78%	-1,89%	4,92%	6,86%	8,74%	9,55%	10,30%

Tabelle 19: Pro-forma-Erfolgsrechnung und Businessplan von Konzern-Sell-off 38 für 200X-1 bis 200X+5

²⁴⁵ Siehe Tabelle 18 und Tabelle 19.

6.2.3 Vorstellung eines 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes und dessen vertraglicher Strukturierung

6.2.3.1 Vertragsregelungen aufgrund der Unselbständigkeiten der Konzerneinheit

Rechtliche Unselbständigkeit: Vorbereitung eines Share Deals

Für die Transaktionsstruktur mit der übernehmenden Beteiligungsgesellschaft gibt es, wie schon in Kapitel 2.2.2.2.1 gezeigt, zwei denkbare Wege: Entweder werden die zur Produktionsabteilung gehörenden Aktiv- und Passivpositionen von der Beteiligungsgesellschaft direkt erworben (Asset Deal) und in eine (eigene) Gesellschaft eingebracht oder die zur Konzerneinheit zu zählenden Aktiv- und Passivpositionen werden vom veräußernden Konzern zunächst selbst in eine Rechtshülle transferiert und anschließend die Anteile an dieser Rechtshülle veräußert (Share Deal). Sowohl aufgrund der zumeist einfacheren Übertragung der Mitarbeiter, wenn der veräußernde Konzern den Betriebsübergang gestaltet (in Deutschland § 613a BGB), als auch wegen des weniger komplexen Vertragswerks haben sich veräußernder Konzern und übernehmende Beteiligungsgesellschaft dazu entschieden, statt eines Asset Deals einen Share Deal durchzuführen. Dieser muss entsprechend vorbereitet werden: Es ist ein Einbringungsvertrag zwischen Verkäufer und Konzerneinheit anzufertigen, der beschreibt, wie einerseits das Anlagevermögen bzw. die Vorräte der Aktivseite und andererseits die Personal- bzw. Pensionsverbindlichkeiten sowie die Mitarbeiter und Namen, Marken, Lizenzen bzw. Patente an eine von ihm neu gegründete Tochtergesellschaft übertragen werden. Zusätzlich sollte der Konzern dafür sorgen, dass zwischen Geschäftsführung und Betriebsrat des Konzerns eine Betriebsvereinbarung abgeschlossen wird, die arbeitsrechtliche Themen regelt: Dem Betriebsübergang nach § 613a BGB, dem Fortbestand etwaiger Tarifverträge und weiterer Betriebsvereinbarungen des Konzerns, beispielsweise bezüglich Arbeitszeit oder Entgelt, sollte vom Betriebsrat zugestimmt werden.

Wenn dies erfolgreich verlaufen ist, besteht die Möglichkeit, die Anteile an dieser neuen Gesellschaft, zumeist einer Gesellschaft mit beschränkter

Haftung (in Deutschland GmbH), zu verkaufen. Es wird somit ein Anteilskaufvertrag strukturiert.

Funktionale Unselbständigkeit: Abschluss Dienstleistungsverträge zwischen Konzerneinheit und Konzern

Aus Kapitel 6.2.1 wird ersichtlich, dass aufgrund der funktionalen Unselbständigkeit auch nach der Transaktion gewisse Dienstleistungen vom Konzern bereitgestellt werden müssen. Dabei handelt es sich im Beispiel insbesondere um den Einkauf, die Logistik, die Rechnungslegung, das Controlling, das Personalwesen und die IT-Umgebung.²⁴⁶ Nachdem die Konditionen der Dienstleistungen festgeschrieben sind, muss ein Dienstleistungsvertrag zwischen der Konzerneinheit und dem Konzern aufgesetzt und als Ergänzung zum Kaufvertrag strukturiert werden.

Der Rahmendienstleistungsvertrag enthält im Bereich des Einkaufs, der Logistik, der Rechnungslegung, des Controllings und des Personalwesens insbesondere zu vergütenden Personalaufwand von beim Konzern angestellten Mitarbeitern. Deren anteilige Zeit, in der diese für die Konzerneinheit arbeiten, ist der marktnächste Verrechnungspreis für die Zeit nach der Transaktion. Im Bereich der IT sind insbesondere auf den Konzern zugeschnittene Lizenzkosten, Miete von Computer- bzw. Hardware im Allgemeinen und wiederum anteilige Personalkosten der Mitarbeiter des Konzerns zu verrechnen, um einen angemessenen Marktpreis zu erhalten.

Wichtig ist, dass die Personal-, Miet- und Lizenzkosten detailliert im Dienstleistungsvertrag aufgenommen werden. Hierzu gehören neben der Leistungsvergütung auch der (unter Umständen im Zeitablauf abnehmende) Umfang der Leistungen, Laufzeiten und Kündigungsfristen. Letztere sind essentiell, da einerseits sichergestellt werden muss, dass die Leistungen für einen ausreichenden Zeitraum, das heißt bis sie in der Kon-

²⁴⁶ Die Funktionen Marketing, Rechts- und Strategiedienste sowie Vertrieb werden von der Konzerneinheit unmittelbar nach Transaktion, durch Einstellung entsprechender Mitarbeiter, eigenständig übernommen.

zerneinheit selbst aufgebaut wurden oder von extern bezogen werden können, zur Verfügung stehen und andererseits die Flexibilität gewährleistet werden muss, nahezu jederzeit in die Unabhängigkeit übergehen zu können. Für alle Dienstleistungen wird für die Konzerneinheit eine Kündigungsfrist per sofort vereinbart, für den Konzern dagegen drei Monate, frühestens nach einem Jahr nach Closing.

Finanzielle Unselbständigkeit: Vendor-Loan-Finanzierung nach Transaktion

Aufgrund der rechtlichen Unselbständigkeit der veräußerten Konzerneinheit ist die Konzerneinheit auch als finanziell vollständig unselbständig einzustufen. Die Finanzierung der Konzerneinheit lief vor der Transaktion ausschließlich über den Konzern.

Im Zuge eines Verkaufs muss somit gewährleistet sein, dass die Konzerneinheit genügend Liquidität zur Verfügung hat, um das Tagesgeschäft nach Closing problemlos zu durchlaufen. Das spezielle Problem der Konzerneinheit nach Ausgründung ist dabei, dass ab dem ersten Tag nach der Transaktion potentiell Rechnungen bezahlt und Löhne überwiesen werden müssen. Kommen Einzahlungen verlagert zu diesen, fehlt der Konzerneinheit Liquidität. Es gilt demnach eine Finanzierung des Tagesgeschäfts sicherzustellen. Im vorliegenden Fall offeriert der Konzern, auch da er Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen nicht mit transferiert hat, der Konzerneinheit eine auf zwei Jahre befristete Kreditlinie in Höhe von 1 Millionen Euro zur Verfügung zu stellen. Damit ist gewährleistet, dass erste Rechnungen und Löhne unmittelbar nach der Transaktion bezahlt werden können.

Diese Kreditlinie hilft der Beteiligungsgesellschaft auch, die unmittelbar nach der Transaktion beginnende Restrukturierung in Gang zu bringen, da gegebenenfalls zunächst Verluste zu finanzieren sind und Restrukturie-

rungsaufwand, auch für den aus dem Business Plan ersichtlichen Mitarbeiterabbau²⁴⁷, anfällt.

Zusätzlich zum Anteilskaufvertrag wird somit ein Darlehensvertrag zwischen dem Konzern und der Konzerneinheit strukturiert. Er beinhaltet die Höhe (1 Millionen Euro), die Laufzeit (bis zwei Jahre nach Closing), die Besicherung (Anlage- und Vorratsvermögen)²⁴⁸, den Rang (vorrangig) und die Konditionen der Kreditlinie (als Sanierungsbeitrag fixe Verzinsung von 1 Prozent im ersten Jahr und fixe Verzinsung von 5 Prozent im zweiten Jahr).

Marktunselbständigkeit: Festlegung von Umsatzgarantien bzw. Abnahmeverpflichtungen des Konzerns und Handhabung von Namen, Marken, Lizenzen und Patenten

Aufgrund der Besonderheit, dass die Konzerneinheit über 89 Prozent Umsatz mit der Muttergesellschaft verfügt und die weiteren 11 Prozent auch lediglich ein Vermitteln der Überkapazitäten an externe Kunden ist, liegt äußerst starke Abhängigkeit vom Mutterkonzern vor. Vertriebsmitarbeiter sind bei der Konzerneinheit nicht vorhanden, da der Vertrieb vor der Transaktion über interne Konzernwege verlief.

Nach Einstellung von drei Vertriebsmitarbeitern nach Ausgründung bzw. Verselbständigung ist die Herausforderung, eigene externe Kunden zu überzeugen. Da aufgrund der Marktneuheit bei allen Kunden jedoch eine anfängliche Vorsicht vorzufinden sein wird und der Umsatz bzw. die darin enthaltenen Deckungsbeiträge zentral sind, um die transferierten Fixkosten zu decken, bedarf es sogenannter Umsatzgarantien bzw. Abnahmeverpflichtungen des Konzerns. Einerseits hat der Konzern zwar weiterhin Interesse, als (Groß-)Abnehmer der Konzerneinheit aufzutreten, anderer-

²⁴⁷ Da der Konzern diese abzubauenen Mitarbeiter ebenfalls in die neue Gesellschaft transferiert hat, ist auch eine Finanzierung dieser Restrukturierungskosten durch den Konzern als fair zu betrachten.

²⁴⁸ Für die Sicherheitenstellung wird ein separater Sicherungsübereignungsvertrag abgeschlossen.

seits möchte er durch den Verkauf der Konzerneinheit auch die Flexibilität erlangen, die Produkte bei anderen Lieferanten einzukaufen. Es gilt also im Sinne der Umsatzsicherheit der Konzerneinheit faire, festgeschriebene Umsatzhöhen in einer Abnahmeverpflichtung vertraglich mit aufzunehmen.

Im vorliegenden Fall des Automobilzulieferers ist es sinnvoll, bei einem Gesamtumsatz von 24,5 Millionen Euro im ersten Jahr nach Verselbständigung eine Umsatzgarantie von ca. 20 Millionen Euro zu strukturieren. Die Differenz von 4,5 Millionen Euro muss dann über den neu aufgebauten Vertrieb erzielt werden. Im zweiten Jahr werden 15 Millionen Euro durch eine Umsatzgarantie gesichert. Der externe Umsatz sollte nach zwei Jahren demnach bei mindestens 10,5 Millionen Euro bzw. 41 Prozent vom Gesamtumsatz liegen. Im dritten Jahr nach Verselbständigung sollte die verpflichtende Umsatzhöhe von Seiten des Konzerns mindestens 5 Millionen Euro betragen. Hier sollten bereits 21,5 Millionen Euro bzw. 81 Prozent des Gesamtumsatzes von externen Kunden stammen.

Neben dem festgelegten Gesamtumsatz werden keine konkreten Mengen vertraglich erfasst. Der Preis der abgenommenen Menge soll jedoch stets 10 Prozent über den operativen, vom Veräußerer kontrollierten Vollkosten liegen, deren Definition ebenfalls mit aufgenommen wird.

Sollte sich der Konzern nicht an die Abnahmeverpflichtungen halten, wird eine Strafzahlung etabliert: 50 Prozent des nicht erfüllten Teils des garantierten Gesamtumsatzes sind der Konzerneinheit ohne Gegenleistung zu überweisen. Diese Strafzahlung ermöglicht der Konzerneinheit, den (ungefähr) entgangenen Deckungsbeitrag zu kompensieren.

Neben der Umsatzgarantie werden notwendige Namen, Marken, Lizenzen bzw. Patente vom Konzern zusätzlich auf die neue Tochtergesellschaft übertragen bzw. ein Nutzungsrecht zu fixierten Konditionen (für einen bestimmten Nutzungszeitraum) festgelegt.²⁴⁹ Der Name der neuen Gesell-

²⁴⁹ Der Konzern würde der Konzerneinheit sonst vertraglich verbieten, seine Namen, Marken, Lizenzen bzw. Patente nach der Transaktion zu verwenden.

schaft ist mit der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft abgestimmt, um nach der Transaktion nicht zwangsläufig eine Umbenennung durchführen zu müssen.²⁵⁰

Physische Unselbständigkeit: Abschluss Mietvertrag

Da die Konzerneinheit nach Ausgründung zwar rechtlich selbständig, jedoch nach wie vor in ein Produktionswerk des Gesamtkonzerns integriert ist, viele Konzerndienstleistungen wie z. B. die IT-Umgebung auch nach der Transaktion weiterhin vom Konzern bereitgestellt werden und darüber hinaus keine passenden, alleinstehenden Räumlichkeiten zur Verfügung stehen, ist es notwendig und sinnvoll, dass die Konzerneinheit für einen begrenzten Übergangszeitraum in den Räumlichkeiten des Konzerns verbleibt.

Um die Kosten der Miete in der Erfolgsrechnung adäquat abzubilden, muss somit ein Mietvertrag abgeschlossen werden. Er sollte die Konditionen, abhängig von den Mietkosten des Gesamtgebäudes und der tatsächlich genutzten Fläche der Konzerneinheit, sowie insbesondere die Kündigungsfrist, die wiederum die nötige Sicherheit, allerdings auch Flexibilität bei entsprechender Vorbereitung eines Auszugs gewährleistet, beinhalten. Im Fall des Automobilzulieferer-Beispiels sei die Miete im ersten Jahr nach Closing mit 350.000 Euro angenommen. Dies entspricht der anteilig genutzten Flächenmiete, ist jedoch geringfügig geringer als vergleichbare Immobilien im Umkreis des Konzerns. Die geringe Differenz wird von beiden Parteien im ersten Jahr als Sanierungsbeitrag angesehen, so dass im Mietvertrag eine Miete in Höhe von 350.000 Euro statt sonst ca. 400.000 Euro, die nach Auszug ungefähr angefallen wäre, für das erste Jahr festgelegt wird. Ab dem zweiten Jahr erhöht sich die Miete auf marktübliche 400.000 Euro. Die Kündigungsfrist für die Konzerneinheit beträgt vier Wochen, für den Konzern drei Monate, frühestens jedoch nach Ablauf des

²⁵⁰ Der Konzern wird dabei in der Regel ausschließen, dass sein Name im Firmennamen enthalten ist.

ersten Jahres nach Closing. Dadurch hat die Konzerneinheit die notwendige Sicherheit und Flexibilität. Der Anreiz ist allerdings derjenige, dass, auch im Sinne der kulturellen Unabhängigkeit, ein schneller Auszug erfolgen kann.

6.2.3.2 Vertragsregelungen einer Moral Hazard minimierenden Earn-out-Struktur

6.2.3.2.1 Festlegung des fixen Basiskaufpreises bei Closing

Wie bereits erwähnt, ist es aufgrund von erheblichen Abhängigkeiten in fünf der sechs wesentlichen Einflussfaktoren aus dem Kontingenzmodell nicht zuverlässig möglich, mittels klassischer Unternehmensbewertungsmethodik bei Closing einen fairen Kaufpreis zu ermitteln: Zwar gibt es eine Pro-forma-Bilanz, diese existiert jedoch nur als Übergangsbilanz für das Jahr 200X. Bilanzen der Vorjahre (200X-1, 200X-2 etc.), um daraus eine Bilanzentwicklung der Konzerneinheit in den vergangenen Jahren ersehen zu können, sind durch den Konzern im Rahmen des Verkaufsprozesses nicht reproduziert worden.

Das Unternehmensbewertungsverfahren der Zerschlagung wäre mit der Übernahmebilanz zwar möglich, da es jedoch generelle Kritikpunkte, wie die fehlende Annahme der Fortführung des Geschäftsbetriebs, beinhaltet, wird es von Verkäufer und Käufer als nicht zielführend erachtet. Die Beurteilung mittels Fortführungswert dagegen ist nicht derart einfach, da die Betriebsnotwendigkeit der Sachanlagen, Vorräte und Pensionsverbindlichkeiten durch die übernehmende Beteiligungsgesellschaft nur schwer eingeschätzt werden kann. Zusätzlich ist der generelle Kritikpunkt des Fortführungswerts anzuführen, dass auch er die Ertragskraft, passive Verbundwirkungen und immaterielle, nicht bilanzierte Vermögenswerte wie das Humankapital nicht berücksichtigt.

Ertragswert- und DCF-Verfahren sind ebenfalls nicht zuverlässig anwendbar. Es existieren zwar eine Erfolgsrechnung und ein Businessplan, die Erfolgsrechnung des Basisjahres 200X, in dem ein negativer EBIT erwirt-

schaftet werden soll, muss jedoch dahingehend angezweifelt werden, dass sich die Konzerneinheit außerhalb des Konzernverbunds aufgrund abweichender interner Verrechnungen, Kosten oder passiver Verbundwirkungen vollständig anders darstellen kann. Gleiches gilt für die vom Konzern im Rahmen des Transaktionsprozesses aufgestellte Prognose für die folgenden Geschäftsjahre. Die Risiken, die mit der Übernahme der Konzerneinheit durch die Beteiligungsgesellschaft einzugehen sind, sind nur äußerst schwer quantifizierbar. Ein verlässlicher Unternehmenswert ist derart nicht darzustellen.

Da die Konzerneinheit nicht an der Börse gelistet ist, fehlt auch ein Börsenkurs als Wertindikator. Außerdem sind Multiplikator-Methoden, das heißt der Vergleich mit börsennotierten Unternehmen oder vergangenen M&A-Transaktionen, aufgrund der unsicheren Basis – im hiesigen Fall müsste beispielsweise ein nicht als definitiv korrekt verifizierbarer, negativer EBIT des Jahres 200X als Basis herangezogen werden – und der schwierigen Vergleichbarkeit – und damit Ermittlung eines passenden Multiplikators – nicht sinnvoll anwendbar. Ähnliches gilt für optionsbasierte Verfahren: Aufgrund der Abhängigkeiten zum Mutterkonzern und der intransparenten finanziellen Datenlage ist es nicht möglich, bestimmte Optionen einer verselbständigten Konzerneinheit zur Unternehmensbewertung heranzuziehen.

Da mittels klassischer Unternehmensbewertungsverfahren zum Closing – als Folge des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems – kein zuverlässiger Wert ermittelbar ist, wird zur Problemlösung ein Earn-out bzw. eine Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode vereinbart. Als Anzahlung des variablen Kaufpreises wird zwischen veräußerndem Konzern und erwerbender Beteiligungsgesellschaft ein fixer Basiskaufpreis in Höhe des Eigenkapitals der Übernahmebilanz (1,1 Millionen Euro) vereinbart. Ob dies eine faire Anzahlung ist, kann, wie oben dargelegt, nicht abschließend eingeschätzt werden. Sie ist ein Verhandlungspunkt im Rahmen der Vertragsverhandlungen und willkürlich. Der Basiskaufpreis bei Closing in Höhe von 1,1 Millionen Euro wird in diesem Fall von beiden Parteien, das heißt auch der Beteiligungsgesellschaft, je-

doch als fair betrachtet. Obwohl die Beteiligungsgesellschaft ein unsicheres, verlustträchtiges Geschäft übernimmt, ist sie aufgrund ihrer Erfahrung in Restrukturierungsfällen und zusätzlich der Automobilzulieferindustrie überzeugt, das Unternehmen rasch zu verselbständigen sowie profitabel und wachsend aufzustellen.

6.2.3.2.2 Festlegung des variablen Kaufpreises am Ende der Earn-out-Periode

Kapitel 4.2 hat gezeigt, dass die Anwendung einer willkürlichen Methode bei einer stark unselbständigen Konzerneinheit nicht sinnvoll ist.²⁵¹ Stattdessen wurde eine Ertragswert- bzw. DCF- oder Multiplikator-Methode empfohlen.

Im Fall des Automobilzulieferers einigen sich Käufer und Verkäufer auf die Anwendung der einfacheren, da weniger zu verhandelnde Elementargrößen umfassenden Multiplikator-Methode nach einer Earn-out-Periode von drei Jahren. Der Zeitraum ist vergleichsweise lange gewählt, da insbesondere die Marktverselbständigung, das heißt der Aufbau eines ausreichend großen Neukundenportfolios, sehr lange dauern kann.

Am Ende der Earn-out-Periode soll die variable Kaufpreiszahlung sechzig Tage nach Feststellung des letzten Jahresabschlusses erfolgen. Unterjährige Zahlungen sind aufgrund der mangelnden Informationstransparenz vor dem Ende der Earn-out-Periode nicht sinnvoll.

Hierauf basierend werden die Elementargrößen zur Berechnung des variablen Kaufpreises folgendermaßen fixiert:

²⁵¹ Der Grund hierfür war, dass in diesen Fällen weder zum Closing noch am Ende der Earn-out-Periode eine konkrete Verknüpfung zu klassischen Unternehmensbewertungsverfahren vorliegt.

(1) Basisgröße

Im vorliegenden Fall des Automobilzulieferers sind Abhängigkeiten zum Mutterkonzern vorhanden, die sowohl die Umsatz- als auch Kostenseite der Konzerneinheit betreffen. Dies legt nahe, dass als Basisgröße für die Multiplikator-Methode eine Größe gewählt wird, die möglichst sowohl Umsatz als auch alle Konzernabhängigkeiten betreffenden Kosten berücksichtigt: Verkäufer und Beteiligungsgesellschaft einigen sich daher auf den EBIT²⁵² als zentrale Basisgröße, die vertraglich sodann festgehalten wird. Als Rechnungslegungsstandard werden die lokalen Rechnungslegungsstandards des Landes, in dem der Automobilzulieferer seinen Hauptsitz hat, verwendet und im Kaufvertrag fixiert. Daher ergibt sich genau, welche Aufwandspositionen im EBIT enthalten sind und welche nicht. Beispielsweise wird klargestellt, dass Zins- und Steuer- sowie außerordentliche Aufwendungen nicht Teil des EBIT sein sollen.

Aufgrund der Tatsache, dass die Konzerneinheit derzeit verlustreich wirtschaftet und margenstarke Jahre gemäß Businessplan erst folgen, zieht der Verkäufer vor, den EBIT des letzten Jahres der Earn-out-Periode heranzuziehen (Standard). Die Beteiligungsgesellschaft allerdings überzeugt den Veräußerer, dass ein durchschnittlicher EBIT der letzten zwei Jahre vor dem Ende der Earn-out-Periode sinnvoller sein könnte, um Schwankungen fair abzubilden und im letzten Jahr der Earn-out-Periode nicht verstärkte Anreize für Moral Hazard zu geben. Sie ist der Auffassung, dass die Zeit unmittelbar nach Ausgliederung aufgrund der komplett fehlenden Selbständigkeit als nicht repräsentativ angesehen werden sollte.

Verkäufer und Beteiligungsgesellschaft sind sich bewusst, dass der EBIT durch Manipulationen von beiden Seiten beeinflusst werden kann – es gilt also, diese durch entsprechende Regelungen weitgehend zu verhindern, auch wenn beide Parteien wissen, dass die Transaktion durch viel Ver-

²⁵² Da die Abschreibungsmethode für die übernommenen Aktivpositionen nach Closing gleichermaßen weitergeführt wird, soll auch auf den EBIT, und nicht auf den EBITDA, abgestellt werden.

trauen geprägt ist und nie alle Manipulationsmöglichkeiten ausgeschlossen werden können.

Es wird daher zunächst vertraglich festgehalten, dass Transaktionskosten nicht Teil der Basisgröße EBIT sein sollen (Bonenfant, 2005, S. 8–9). Zusätzlich wird im Kaufvertrag auf die sechs in Abbildung 86 (Kapitel 5.3.2.2) dargestellten Hauptaspekte explizit eingegangen. Damit gehen bestimmte Bonding-Instrumente, die das Problem des Moral Hazard bekämpfen, einher:

Definition Konzerneinheit

Es wird festgehalten, wie die Übernahmebilanz der Konzerneinheit aussieht und dass „das Verkäuferunternehmen während der Bemessungsperiode buchhalterisch und weitgehend auch finanziell und geschäftlich von dem oder den übrigen Unternehmen des Käufers getrennt fortzuführen“ (Baums, 1993, S. 7) ist. Dadurch werden Verschmelzungen, Vermögensübertragungen oder Veräußerungen, was einem (in der Earn-out-Periode hier unrealistischen) vorzeitigen Exit der Beteiligungsgesellschaft entspricht, explizit ausgeschlossen. Konzern und Beteiligungsgesellschaft beschließen jedoch, dass bei derart notwendigen oder gewünschten zentralen Veränderungen der Konzerneinheit der Konzern konsultiert werden darf. Wie sich die Berechnung der variablen Kaufpreiszahlung dabei ergibt, wird nicht explizit in den Vertrag aufgenommen. Dies wird zum Verhandlungsthema gemacht, sollte der Konzern für derartige Veränderungen angefragt werden.²⁵³

²⁵³ Der Grund für das gewählte, eher pragmatische Vorgehen ist, dass der Konzern, wie später ersichtlich werden wird, eine Restbeteiligung an der Konzerneinheit behält und damit bei wichtigen Entscheidungen sowieso ein Mitspracherecht hat.

Begrenzung Fakturierungen Beteiligungsgesellschaft

Da die Abhängigkeiten im vorliegenden Fall des Automobilzulieferers ausgesprochen hoch sind, ist die Intensität der Ausgliederung bzw. Verselbständigung ebenfalls deutlich erhöht. Zusätzlich ist die Ertragslage der Konzerneinheit bei Übernahme negativ, so dass auch eine Restrukturierung, um zukünftig profitabel zu wirtschaften, notwendig ist. Der Aufwand für Ausgliederung und Verselbständigung einerseits bzw. Restrukturierung andererseits ist für die Beteiligungsgesellschaft somit entsprechend hoch.

Nicht im Sinne einer Refinanzierung, sondern lediglich als angemessene Vergütung des Personalaufwands vereinbaren Beteiligungsgesellschaft und Konzern daher, dass Beratungsaufwendungen der Beteiligungsgesellschaft zwar gestattet, jedoch begrenzt sind. Es wird vereinbart, dass als Tagessatz maximal 1.000 Euro plus Spesen pro Person verrechnet werden dürfen und der Gesamtaufwand für derartige Beratung im ersten Jahr nach Übernahme einen Betrag von 150.000 Euro, in weiteren Jahren der Earn-out-Periode einen Betrag von 75.000 Euro nicht übersteigen darf. Sollte der jährliche Betrag darüber liegen, werden derartige Beratungsaufwendungen aus der Basisgröße herausgerechnet. Durch Gestattung der Beratungsvergütung wird somit einerseits sichergestellt, dass die Beteiligungsgesellschaft einen Anreiz hat, die Ausgliederung, Verselbständigung, Restrukturierung und Weiterentwicklung optimal zu unterstützen. Andererseits wird das Insolvenzrisiko der Konzerneinheit durch Nichtanrechnung überhöhter Beratungsaufwendungen auf den EBIT zumindest verringert, wenn man annimmt, die Beteiligungsgesellschaft wird keinen über den festgelegten Betrag hinausgehenden Aufwand an die Konzerneinheit verrechnen.

Festlegung Konzerndienstleistungen

Konzerndienstleistungen werden von der Konzerneinheit insbesondere im Bereich der Unterstützungsfunktionen in Anspruch genommen. Im Fall des untersuchten Automobilzulieferers handelt es sich dabei um die Funktio-

nen des Marketings, Rechnungswesens, Controllings, Personalwesens, der IT sowie Rechts- und Strategieberatung. Wie bereits in Kapitel 6.2.3.1 gesehen, ist der Anspruch der Beteiligungsgesellschaft, die Funktionen Marketing sowie Rechts- und Strategieberatung unmittelbar nach der Transaktion selbst zu übernehmen bzw. von extern zuzukaufen. Im Bereich der anderen Funktionen ist dies jedoch nicht möglich: Ein detailliertes System des Rechnungswesens bzw. Controllings, inklusive der Lohnbuchhaltung des Personalwesens, und ein entsprechendes IT- bzw. Enterprise-Resource-Planning- oder ERP-System brauchen eine gewisse Zeit, bis diese vollständig aufgebaut werden können.

Zusätzlich sind Kosten für die Leistungen des Konzerneinkaufs und der Konzernlogistik relevant, da diese ebenfalls nach der Transaktion nicht unmittelbar selbst übernommen werden können.²⁵⁴ Als Beispiel sei der Einkauf genannt, der aufgrund gewisser dem Konzern von Lieferanten zugestandener Mengenkonditionen zu Beginn sinnvollerweise beim Konzern verbleibt.

Die Beteiligungsgesellschaft und der Konzern beschließen somit, dass die Konzerneinheit die Funktionen weiterhin nutzen kann. Die Konditionen werden im Rahmen der Gesamtverhandlungen als möglichst marktnah, das heißt zumeist gemäß dem Kostenanfall beim Konzern, festgelegt.²⁵⁵ Eine derartige Festlegung ist als Bonding-Instrument zwingend erforderlich, damit klargestellt ist, mit welchen Kosten die Konzerneinheit zu rechnen hat. Die Informationsasymmetrie wird somit gesenkt.

Aus den festgelegten Dienstleistungen resultieren für die Konzerneinheit anfangs monatliche Kosten von ca. 30.000 Euro. Diese reduzieren sich jedoch bereits im ersten Jahr deutlich, da weitere zentrale Funktionen selbst etabliert oder von extern bezogen werden können.

²⁵⁴ Im Gegensatz zur Funktion Vertrieb. Hierfür werden unmittelbar nach der Transaktion Vertriebsmitarbeiter eingestellt.

²⁵⁵ Siehe hierzu Kapitel 6.2.3.1.

Festlegung Budget

Der Businessplan, den der veräußernde Konzern der Beteiligungsgesellschaft im Verkaufsprospekt vorgelegt hat²⁵⁶, wird mit in den Kaufvertrag aufgenommen, um zu sehen, welche Aufwendungen für welche Bereiche der Konzerneinheit geplant waren bzw. sind. Ein Forschungs- und Entwicklungsbudget, wie von Cain et al. (2006) gefordert, muss nicht separat erstellt werden, da der Automobilzulieferer über keine Forschungs- und Entwicklungsabteilung in diesem Sinne verfügt bzw. verfügen muss. Sowohl ein Marketingbudget als auch ein Investitionsbudget sind in Form des Businessplans jedoch Teil des Unternehmenskaufvertrags. Mit Festlegung des Marketingbudgets wird erreicht, dass nicht unnötig hohe, für den Verkäufer kaufpreissenkend wirkende Aufwendungen für Marketing verursacht werden, die nicht direkt zu entsprechendem Umsatz führen. Das Marketingbudget wird daher festgelegt auf maximal 300.000 Euro im ersten Jahr nach Verselbständigung und jeweils 100.000 Euro in den Folgejahren in der Earn-out-Periode. Der deutlich erhöhte Ansatz im ersten Jahr nach Ausgliederung soll der Tatsache Rechnung tragen, dass die Konzerneinheit keine eigene Marktpräsenz hat. Angefangen bei einem zu definierenden Unternehmensnamen der neu gebildeten Rechtseinheit, über den Beitritt in Industrieverbände und eine Erhöhung der Anzahl von Messebesuchen bis hin zu gedruckten Unternehmensprospekten, verursacht diese fehlende Marktpräsenz enorme Anfangsaufwendungen. Bei Nichteinhalten bzw. Überschreiten des Budgets vereinbaren Verkäufer und Käufer, dass der EBIT zur Ermittlung des variablen Kaufpreises um den zu hohen Aufwand korrigiert wird.

Ähnliches gilt für das Investitionsbudget, das ebenfalls separat aufgeführt wird. Es enthält geplante Investitionen in Höhe von jährlich 300.000 Euro, die während der Earn-out-Periode geplant sind. Die Beteiligungsgesellschaft soll dadurch verpflichtet werden, Investitionen in der Earn-out-Periode zu tätigen und diese nicht auf das Ende der Earn-out-Periode o-

²⁵⁶ Detailliertere Materialien als die in Kapitel 6.2.2 vorgestellten Daten hat die Beteiligungsgesellschaft im Rahmen der Due Diligence analysiert.

der die Zeit nach der Earn-out-Periode zu verschieben. Bei Nichteinhalten oder Unterschreiten treffen veräußernder Konzern und erwerbende Beteiligungsgesellschaft die Vereinbarung, dass der EBIT zur Ermittlung des variablen Kaufpreises um den nicht investierten Teil erhöht wird.

Festlegung Ansatz, Abschreibung und Veräußerung Anlage- und Umlaufvermögen

Im Rahmen der Ansatz- und Abschreibungsmethode einigen sich Verkäufer und Käufer darauf, dass die bestehende Ansatz- und Abschreibungsmethode der Konzerneinheit beibehalten wird und während der Earn-out-Periode nicht geändert werden darf. Sollte dies dennoch sinnvoll bzw. notwendig werden, kann die Beteiligungsgesellschaft den Konzern konsultieren.

Bezüglich der ertragswirksamen Veräußerung von Anlage- und Umlaufvermögen gesteht der Konzern der Beteiligungsgesellschaft bzw. Konzerneinheit vollständige Flexibilität ein. Derartige Veräußerungen sind möglich und sollen als normale, den EBIT beeinflussende Transaktionen angesehen werden. Der Grund ist, dass der Konzern für die Transferierung der Bilanzpositionen verantwortlich war. Sollte die Konzerneinheit aus diesen vom Konzern zur Verfügung gestellten Bilanzpositionen Gewinne oder Verluste realisieren, sollte dies nach Auffassung von Konzern und Beteiligungsgesellschaft auch den variablen Kaufpreis beeinflussen.

Festlegung Bandbreite Nettoumlaufvermögen

Im vorliegenden Beispiel des Automobilzulieferers wird zwar kein Cashflow als Basisgröße zugrunde gelegt, jedoch sollte trotzdem eine Bandbreite für das Nettoumlaufvermögen festgelegt werden. Dies hat das Ziel, die Manipulationsmöglichkeit des Eigenkapitalwerts über die zinstragen-

den Verbindlichkeiten bzw. das Cash zu minimieren.²⁵⁷ Daher wird für die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen festgelegt, dass nur Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bis maximal 16 Prozent vom Jahresumsatz bei der Ermittlung des Cash für die Berechnung des Eigenkapitalwerts Berücksichtigung finden.²⁵⁸ Vorratsvermögen wird nur bis maximal 10 Prozent vom Jahresumsatz, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen werden nur bis minimal 10 Prozent vom Jahresumsatz bei der Ermittlung des Cash für die Berechnung des Eigenkapitalwerts berücksichtigt.²⁵⁹ Sollten diese Werte am Ende der Earn-out-Periode über- oder unterschritten werden, einigen sich Verkäufer und Käufer darauf, dass die Position Cash um den über- bzw. unterschrittenen Betrag korrigiert wird.

(2) Multiplikator

Grundsätzlich hängt der Multiplikator von der gesamtwirtschaftlichen Situation, Branchen- und Unternehmensspezifika ab. Da diese zentralen Einflussfaktoren jedoch für das Ende der Earn-out-Periode nicht voraussehbar sind²⁶⁰, ist die Höhe des Multiplikators Verhandlungssache. Der Konzern als Verkäufer und die Beteiligungsgesellschaft als Käufer analysieren dabei gemeinsam verschiedene vergangene M&A-Transaktionen und börsennotierte Unternehmen, die einigermaßen ähnlich zur Branche der Konzerneinheit sind. Das Resultat ist, dass sich die dort gehandelten EBIT-Multiplikatoren zwischen sechs und acht bewegen. Auf Grundlage dessen einigen sich Käufer und Verkäufer auf einen EBIT-Multiplikator von sieben, wobei angenommen wird, dass die Multiplikatoren am Ende der Earn-out-Periode auf einem ähnlichen Niveau sind wie bei Closing.

²⁵⁷ Siehe Kapitel 5.3.2.3.

²⁵⁸ Ansonsten könnten mit Kunden Absprachen getroffen werden, dass Forderungen erst nach dem Stichtag für die Ermittlung des Kaufpreises eingehen – und damit die Position Cash, die bei der Ermittlung des Eigenkapitalwerts entscheidend ist, beeinflusst wird.

²⁵⁹ Ein Beispiel der Manipulation wäre die sehr vorzeitige Rückzahlung von Lieferanten.

²⁶⁰ Und eine Nichtverhandlung bzw. Ermittlung des Multiplikators auf Basis zukünftiger Vergleiche zu falschen Ergebnissen führen kann (siehe Kapitel 4.2.2.3.2.2).

(3) zinstragende Verbindlichkeiten und Cash

Als zinstragende Verbindlichkeiten werden im Vertrag Darlehen, Kontokorrentschulden und sonstige zinstragende Verbindlichkeiten²⁶¹ festgelegt. Bei Closing wären demnach lediglich die Pensionsverbindlichkeiten in Höhe von 600.000 Euro als derartige zinstragende Verbindlichkeiten zu betrachten. Cash betrifft alle Kassenbestände, Bankguthaben, schnell liquidierbaren Wertpapierpositionen und Forderungen an Unternehmen der Beteiligungsgesellschaft oder des veräußernden Konzerns. Dieser Wert wäre bei der Transaktion gleich null.

Explizit vertraglich mit aufgenommen wird, dass notwendige Kapitalerhöhungen bis 2 Millionen Euro vom Cash bzw. Eigenkapitalwert bei der Kaufpreisermittlung abgezogen bzw. Dividenden zum Cash bzw. Eigenkapitalwert addiert werden.²⁶²

Sowohl die Definition der zinstragenden Verbindlichkeiten als auch die des Cash sind daher Maßnahmen, um Manipulationsmöglichkeiten zu minimieren und Auseinandersetzungen diesbezüglich am Ende der Earn-out-Periode zu vermeiden.

(4) veräußerter Anteil

Der Konzern hat ein Interesse, auch langfristig Aktionär der Konzerneinheit zu bleiben. Für die Beteiligungsgesellschaft ist dies ein guter Vertrauens- und Motivationsbeweis, dass der Konzern sich optimal in die Ausgliederung, Verselbständigung, Restrukturierung und Weiterentwicklung einbringt. Konzern und Beteiligungsgesellschaft haben sich daher darauf geeinigt, dass der verkaufende Konzern 10 Prozent der Unternehmensanteile behält bzw. die Beteiligungsgesellschaft lediglich 90 Prozent der Unternehmensanteile erwirbt. Dies wird im Bereich des Kaufgegenstands im Kaufvertrag fixiert.

²⁶¹ Zum Beispiel Gesellschafterdarlehen.

²⁶² Siehe Kapitel 5.3.2.3.

Im Fall des Automobilzulieferers entscheiden sich Konzern und Beteiligungsgesellschaft zusätzlich dazu, das Management nach der Transaktion mit 5 Prozent am Unternehmen zu beteiligen. Die 5 Prozent sollen dabei Teil der verkauften Anteilsmasse der Beteiligungsgesellschaft sein, so dass auch der variable Kaufpreis für 90 Prozent der Anteile zu bezahlen ist, jedoch die Beteiligungsgesellschaft eigentlich nur 85 Prozent besitzt. Hierfür wird direkt im Anschluss an die Transaktion ein separater Anteilskaufvertrag zwischen Beteiligungsgesellschaft und Management abgeschlossen.²⁶³

Um der Beteiligungsgesellschaft für den Exit-Fall jedoch die maximale Flexibilität zu gewährleisten, wird eine sogenannte Drag-along-Klausel mit aufgenommen, die das Management verpflichtet, seine Anteile bei Verkauf der Beteiligungsgesellschaft ebenfalls zu den gleichen Konditionen zu verkaufen. Die gleiche Drag-along-Klausel wie bei der Managementbeteiligung wird auch bezüglich der 10-prozentigen Restbeteiligung des Konzerns strukturiert.

(5) Wertgenerierungsfaktor (VCF)

Der Wertgenerierungsfaktor (VCF) als derjenige Faktor, der den geschaffenen Wert des Eigenkapitals zwischen Konzern und Beteiligungsgesellschaft aufteilt, ist zentraler Verhandlungspunkt.

Im vorliegenden Fall des ausgesprochen stark abhängigen Automobilzulieferers und der zusätzlichen Restrukturierungsnotwendigkeit aufgrund des bei Übernahme verlustträchtigen Geschäfts müssen sich sowohl Verkäufer als auch Käufer insbesondere in der Phase unmittelbar nach Ausgliederung stark mit der Verselbständigung und Restrukturierung beschäftigen. Sollte dies in gleichem Maße passieren, wäre ein Wertgenerierungsfaktor von 50 Prozent angemessen. Im vorliegenden Fall möchte sich der

²⁶³ Da der Konzern die Managementbeteiligung befürwortet, hat er die Anteilsverpfändung (Zahlungssicherung, siehe Kapitel 6.2.3.2.4) für die dem Management zu verkaufenden 5 Prozent aufgelöst.

Konzern jedoch operativ auf sein Kerngeschäft konzentrieren und damit lediglich die notwendigen, ihn unmittelbar betreffenden Verselbständigungsarbeiten unterstützen. Dies ist insbesondere im Fall der nach der Transaktion noch vorhandenen zentralen Wertschöpfungsstufen Einkauf und Logistik sowie Unterstützungsfunktionen wie Rechnungswesen, Controlling, Personalwesen, IT und im Bereich der Unterstützung der physischen Verselbständigung, z. B. Unterstützung der Suche einer neuen Immobilie bzw. beim Umzug, notwendig.

Die größten Herausforderungen hat jedoch die neue Mehrheitsgesellschafterin, die übernehmende Beteiligungsgesellschaft, zu bewältigen. Sie kümmert sich neben den Verselbständigungsarbeiten im Bereich der zentralen Wertschöpfungs- und Unterstützungsfunktionen einerseits um die Restrukturierung, das heißt Neuordnung gewisser Strukturen bzw. Prozesse inklusive starker Kostenreduktionen und Mitarbeiterabbau, und andererseits um das Werben neuer, externer Kunden. Beides sind zentrale Notwendigkeiten, um die Wertsteigerung der Konzerneinheit zu maximieren.

Aufgrund dieser Ungleichverteilung einigen sich Verkäufer und Käufer auf eine Verteilung von 70 Prozent für die Beteiligungsgesellschaft und 30 Prozent für den veräußernden Konzern. Die Verteilung wird im Kaufvertrag explizit niedergeschrieben.

(6) Zinssatz Basiskaufpreis

Der Zinssatz, mit dem der bezahlte Basiskaufpreis zur Ermittlung des variablen Kaufpreises aufgezinnt wird, wird von Verkäufer und Käufer gemäß dem aktuellen Zinsniveau, das heißt 5 Prozent, festgelegt und in den Kaufvertrag mit aufgenommen.

(7) Mindestkaufpreis

Im Rahmen der Transaktion wird zusätzlich ein (willkürlich festgelegter) Mindestkaufpreis vereinbart. Dieser soll 800.000 Euro betragen. Damit hat der Konzern durch die Transaktion in jedem Fall, das heißt unabhängig von in der Earn-out-Periode erzielten Ergebnissen, einen Kaufpreis von 1,9 Millionen Euro realisiert – bei dem 42 Prozent gestundet worden sind.

6.2.3.2.3 Ermittlung des zu erwartenden Gesamtkaufpreises

Wenn der vom Verkäufer aufgezeigte Businessplan exakt realisiert wird, ergibt sich aus den vorhergehenden Ausführungen demnach der in Tabelle 20 dargestellte Gesamtkaufpreis bzw. der, abzüglich des mit 5 Prozent aufgezinsten Basiskaufpreises, variable Kaufpreisanspruch des verkauften Konzerns:

Earn-out-Berechnung im Jahr 200X+3 (in TEUR)	
Durchschnittlicher EBIT (200X+2 bis 200X+3)	2.033
Multiplikator	7x
Gesamtunternehmenswert	14.228
zinstragende Verbindlichkeiten (Annahme: wie bei Closing)	600
Cash (Annahme: wie bei Closing)	0
Wert des Eigenkapitals	13.628
veräußerter Anteil	90%
Wertgenerierungsfaktor (VCF)	30%
Gesamtkaufpreis	3.679
Anzahlung in Form des Basiskaufpreises	1.100
Zinssatz für Aufzinsung	5%
Auf 200X+3 aufgezinsten Basiskaufpreis	1.273
Variabler Kaufpreis bzw. Earn-out-Komponente	2.406

Tabelle 20: Variabler Kaufpreis gemäß Multiplikator-Methode von Konzern-Sell-off 38

Erstens kann der Verkäufer im Fall dieses Automobilzulieferers somit 1,1 Millionen Euro bei Closing als Basiskaufpreis erzielen. Zweitens erhält er für den Verkauf von 90 Prozent der Anteile mindestens einen Erlös von 800.000 Euro, da ein Mindestkaufpreis verhandelt wurde. Sollte exakt der

von ihm dargestellte Businessplan realisiert werden, erhält er neben dem Basiskaufpreis bei Closing im Beispiel aus Tabelle 20 weitere 2,406 Millionen Euro nach der Earn-out-Periode bzw. sechzig Tage nach Feststellung des Jahresabschlusses 200X+3. Abhängig von der Höhe der zinstragenden Verbindlichkeiten und dem Cash, die in Tabelle 20 vereinfachend mit den gleichen Werten wie bei Closing angenommen wurden, wird dieser Kaufpreis jedoch anders ausfallen: Insbesondere werden zinstragende Pensionsverbindlichkeiten bei Realisierung des Businessplans wahrscheinlich geringfügig höher ausfallen, da neue Mitarbeiter eingestellt werden bzw. sich der Personalaufwand erhöht. Auch etwaige Kredite bzw. Kreditlinien von Banken oder Gesellschaftern sind wahrscheinlich. Ähnliches gilt für die Position Cash: Bei Erzielung derartig positiver Ergebnisse in der Earn-out-Periode wird die Position wahrscheinlich deutlich größer als bei Closing bzw. größer null ausfallen – und damit den variablen Kaufpreis substantiell erhöhen.

6.2.3.2.4 Vertragsregelungen der Abwicklungskontrolle

Festlegung einer unabhängigen Kontrollinstanz, Einsichts- und Zustimmungsrechte des Konzerns sowie Informationspflichten der Konzerneinheit bzw. Beteiligungsgesellschaft

Um den Kaufpreis festzustellen, bestimmte (Manipulations-)Sachverhalte zu überwachen und für die Einhaltung getätigter Zugeständnisse zu sorgen, werden von Beteiligungsgesellschaft und Konzern ein Wirtschaftsprüfer sowie ein Wirtschaftsanwalt als unabhängiges Kontrollgremium festgelegt und vertraglich gebunden. Dieses Gremium entscheidet über die Sachverhalte und kann bei Einwendungen bis zu sechzig Tage nach Feststellung angehört werden.

Darüber hinaus verpflichtet sich die Konzerneinheit, der ehemaligen Muttergesellschaft regelmäßig finanzielle Informationen über die Ertragslage der Konzerneinheit zuzusenden und im Rahmen eines freiwillig gegründeten Beirats, der aus drei Personen der Beteiligungsgesellschaft und zwei

Personen des Konzerns besteht, in Abständen von drei Monaten bis zum Ende der Earn-out-Periode gesondert zu berichten. Ein ständiges Einsichtsrecht wird vom veräußernden Konzern nicht verlangt, ist jedoch auch nicht notwendig, da der Konzern als verbliebener Minderheitsaktionär Einblick in die Geschäftsvorfälle erhält. Gleiches gilt für das Zustimmungrecht bei wichtigen Entscheidungen innerhalb der Earn-out-Periode.

Sicherstellung der variablen Kaufpreiszahlung

Damit der Konzern sicherstellen kann, dass die Beteiligungsgesellschaft ihren variablen Kaufpreis bzw. wenigstens den vereinbarten Mindestkaufpreis in Höhe von 800.000 Euro am Ende der Earn-out-Periode begleicht, sind die verkauften Anteile bis zur vollständigen Kaufpreiszahlung an den Konzern verpfändet. Der Konzern kann bei Verzug der Zahlung eine vertraglich aufgenommene Call-Option, das heißt das Recht auf Rückübertragung, in Anspruch nehmen. Im Gegenzug entfällt die Hälfte der variablen Kaufpreiszahlungsverpflichtung. Wird auch dies nicht gezahlt, entstehen Schadensersatzansprüche.

Im Fall der Insolvenz der Konzerneinheit innerhalb der Earn-out-Periode wird der vom Insolvenzverwalter ermittelte Wert der Konzerneinheit nach Befriedigung aller Gläubiger zu 30 Prozent, das heißt gemäß Wertgenerierungsfaktor, dem Verkäufer zugesprochen. Der Mindestkaufpreis von 800.000 Euro gilt jedoch nach wie vor und wird in diesem Fall vorzeitig fällig. Er kann allerdings, falls die der Beteiligungsgesellschaft zustehenden 70 Prozent des vom Insolvenzverwalter ermittelten Restwerts größer als 800.000 Euro sind, aus dem Insolvenzerlös finanziert werden. Dies wird ebenfalls vertraglich festgehalten.

Methode zur Beilegung eventueller Rechtsstreitigkeiten

Bei eventuellen Rechtsstreitigkeiten ist jeweils zunächst Einspruch beim Wirtschaftsprüfer- und Wirtschaftsanwalt-Gremium einzulegen. Sollte der

Sachverhalt durch diese Meldung nicht gelöst werden können, kann jede Partei ein Schiedsgerichtsverfahren einleiten. Der Schiedsgutachter wird in diesem Fall von beiden Parteien gemeinsam nominiert. Ist keine Einigung für einen Schiedsgutachter möglich, wird dieser von einer unabhängigen Instanz, z. B. dem Wirtschaftsprüfer- und Wirtschaftsanwalt-Gremium oder einer übergeordneten Stelle²⁶⁴, festgelegt.

²⁶⁴ In Deutschland beispielsweise das Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW).

6.3 Anwendungsbeispiel für eine selbständige Tochtergesellschaft im Bereich Textilmaschinenbau

6.3.1 Beschreibung der Ausgangssituation

Um das fiktive Beispiel des selbständigen, transparenten Konzern-Sell-offs und einen adäquaten 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz bei der Übernahme durch eine Beteiligungsgesellschaft zu beschreiben, wird als Grundgerüst Konzern-Sell-off Nummer 51 aus Abbildung 17 verwendet. Wie in Abbildung 91 dargestellt, zeichnet er sich dadurch aus, dass er in allen Faktoren als selbständig zu klassifizieren ist:

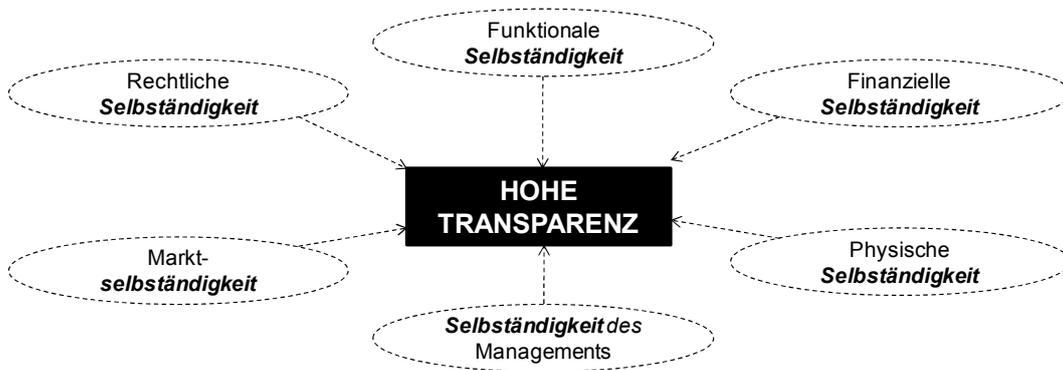


Abbildung 91: Ausprägung des Kontingenzmodells von Konzern-Sell-off Nummer 51

Betrachtet man die einzelnen Einflussfaktoren des Kontingenzmodells von Konzern-Sell-off Nummer 51 aus Abbildung 17 genauer, sind diese wie in Tabelle 21 dargestellt ausgeprägt:

Einflussfaktor	Ausprägung Zielobjekt
Rechtseinheit? (0/1)	1
Rechtliche Unselbständigkeit	nein
vorhandene WS-Stufen (%)	100%
vorhandene Overhead-Stufen (%)	100%
AGGREGIERT: (WS+Overhead > 150%)? (0/1)	1
Funktionale Unselbständigkeit	nein
Ergebnisabführungsvertrag (EAV)? (0/1)	0
Cashpool? (0/1)	0
Gesellschafterdarlehen? (0/1)	0
Besichertes FK vorhanden? (0/1)	0
AGGREGIERT: (1+2+3+4) < 1 ? (0/1)	1
Finanzielle Unselbständigkeit	nein
Konzernexterne Umsätze (%)	84%
TRANSFORMIERT: (Umsatz>80%)? (0/1)	1
Marktunselbständigkeit	nein
Distanz zur Muttergesellschaft größer als 10 km? (0/1)	1
Physische Unselbständigkeit	nein
Management selbständig? (0/1)	1
Unselbständigkeit des Managements	nein

Tabelle 21: Ausprägungen der Einflussfaktoren von Konzern-Sell-off Nummer 51

Nimmt man diese Ausprägungen wiederum als Grundgerüst, wird nun angenommen, dass es sich bei Konzern-Sell-off 51 um einen Textilmaschinenhersteller handelt. Dieser ist als selbständige Tochtergesellschaft aufgestellt und gehört zu einem diversifizierten Konzern, der in zwei unterschiedlichen Bereichen der Textilmaschinenindustrie tätig ist und sich aus dem einen Bereich vollständig zurückziehen und auf andere Konzernbereiche bzw. Industrien konzentrieren möchte.²⁶⁵ Es wird angenommen, dass die Konzerneinheit einen Umsatz von ca. 70 Millionen Euro pro Jahr erwirtschaftet.²⁶⁶

6.3.2 Überblick der Finanzdaten

Für Konzern-Sell-off 51 existieren, aufgrund der Selbständigkeit in allen Einflussfaktoren des Kontingenzmodells, zuverlässige und vom Wirtschaftsprüfer testierte Jahresabschlüsse der vergangenen Jahre. Im

²⁶⁵ Auch eine Restbeteiligung kommt für den verkaufenden Konzern nicht in Frage.

²⁶⁶ Zu den genauen Finanzdaten siehe Kapitel 6.3.2.

Transaktionsprozess werden diese der potentiell erwerbenden Beteiligungsgesellschaft zur Verfügung gestellt. Zusätzlich wird, wiederum unterstützt durch eine auf Unternehmenskäufe und -verkäufe spezialisierte Investmentbank bzw. M&A-Boutique, ein Businessplan für die Zukunft erstellt.²⁶⁷

Bilanz (in TEUR)					
Aktivseite	200X-1	200X	Passivseite	200X-1	200X
<i>Anlagevermögen</i>			<i>Eigenkapital</i>	3.450	3.350
Immaterielle Vermögensgegenstände	300	300			
Sachanlagen (insbesondere Maschinen)	4.500	4.500			
Finanzanlagen	200	200	<i>Rückstellungen</i>	1.550	1.600
<i>Umlaufvermögen</i>			<i>Verbindlichkeiten</i>		
Vorräte	3.200	3.000	Verbindlichkeiten Lieferungen & Leistungen	10.000	9.000
Forderungen Lieferungen & Leistungen	9.200	9.050	Bankverbindlichkeiten	4.000	4.000
Wertpapiere	200	200			
Kassenbestand	1.400	700			
Aktive Rechnungsabgrenzung	100	100	Passive Rechnungsabgrenzung	100	100
Summe Aktiva	19.100	18.050	Summe Passiva	19.100	18.050

Tabelle 22: Bilanz von Konzern-Sell-off 51 für 200X-1 und 200X

Erfolgsrechnung (in TEUR)	200X-1	200X	200X+1	200X+2	200X+3	200X+4	200X+5
Gesamtleistung	75.000	70.000	78.000	82.000	85.000	88.000	90.000
<i>Wachstum</i>		-6,67%	11,43%	5,13%	3,66%	3,53%	2,27%
Materialaufwand	36.000	34.300	37.440	38.540	39.100	40.480	41.400
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>48,00%</i>	<i>49,00%</i>	<i>48,00%</i>	<i>47,00%</i>	<i>46,00%</i>	<i>46,00%</i>	<i>46,00%</i>
Personalaufwand	24.000	24.000	24.000	24.000	24.500	25.000	25.500
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>32,00%</i>	<i>34,29%</i>	<i>30,77%</i>	<i>29,27%</i>	<i>28,82%</i>	<i>28,41%</i>	<i>28,33%</i>
sonstiger betrieblicher Aufwand	10.500	10.500	11.000	10.660	11.050	11.440	11.700
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>14,00%</i>	<i>15,00%</i>	<i>14,10%</i>	<i>13,00%</i>	<i>13,00%</i>	<i>13,00%</i>	<i>13,00%</i>
EBITDA	4.500	1.200	5.560	8.800	10.350	11.080	11.400
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>6,00%</i>	<i>1,71%</i>	<i>7,13%</i>	<i>10,73%</i>	<i>12,18%</i>	<i>12,59%</i>	<i>12,67%</i>
Abschreibungen	900	900	900	900	900	900	900
EBIT	3.600	300	4.660	7.900	9.450	10.180	10.500
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>4,80%</i>	<i>0,43%</i>	<i>5,97%</i>	<i>9,63%</i>	<i>11,12%</i>	<i>11,57%</i>	<i>11,67%</i>
Zinsen	400	400	400	400	400	400	400
EBT	3.200	-100	4.260	7.500	9.050	9.780	10.100
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>4,27%</i>	<i>-0,14%</i>	<i>5,46%</i>	<i>9,15%</i>	<i>10,65%</i>	<i>11,11%</i>	<i>11,22%</i>
Steuern	960	0	1278	2250	2715	2934	3030
EAT	2.240	-100	2.982	5.250	6.335	6.846	7.070
<i>als % von Gesamtleistung</i>	<i>2,99%</i>	<i>-0,14%</i>	<i>3,82%</i>	<i>6,40%</i>	<i>7,45%</i>	<i>7,78%</i>	<i>7,86%</i>

Tabelle 23: Erfolgsrechnung und Businessplan von Konzern-Sell-off 51 für 200X-1 bis 200X+5

²⁶⁷ Siehe Tabelle 22 und Tabelle 23.

6.3.3 Vorstellung eines 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes und dessen vertraglicher Strukturierung

6.3.3.1 Vertragsregelungen aufgrund der Unselbständigkeiten der Konzerneinheit

Da der Konzern-Sell-off 51 in allen Einflussfaktoren des Kontingenzmodells als selbständig klassifiziert wurde, muss im Folgenden nicht gesondert auf die Ausgestaltung der einzelnen Einflussfaktoren eingegangen werden. Die einzige aus Tabelle 21 ersichtliche Abhängigkeit, die jedoch aufgrund der subjektiven Setzung eines Schwellenwerts von 80 Prozent im Bereich der Marktunselbständigkeit nicht dazu führte, dass der Einflussfaktor der Marktunselbständigkeit gesamthaft als unselbständig eingestuft wurde, ist, dass ca. 16 Prozent des Umsatzes mit anderen Konzernbereichen, in diesem Fall dem zweiten, im diversifizierten Konzern befindlichen Textilmaschinenbereich, getätigt werden. Aufgrund der Tatsache, dass diese zu veräußernde Konzerneinheit jedoch alle Beziehungen ‚at arm’s length‘ verrechnet, ist diese Abhängigkeit weniger schwerwiegend als der intern getätigte Umsatz bei dem in Kapitel 6.2 beschriebenen Konzern-Sell-off 38. Passive Verbundwirkungen, z. B. die bessere Bonitätseinschätzung von Banken aufgrund der Tatsache, dass die Konzerneinheit zum Gesamtkonzern gehört, oder die größere Vertrauensposition von Kunden aufgrund der Konzernzugehörigkeit, sind aus Tabelle 21 allerdings nicht ersichtlich.

Namen, Marken, Lizenzen oder Patente (Marktunselbständigkeit) sind nicht zu transferieren bzw. festzulegen, da die Tochtergesellschaft diesbezüglich vollständig selbständig ist: Der Name des Konzerns taucht im Firmennamen der Tochtergesellschaft nicht auf. Darüber hinaus sind keine Marken-, Lizenz- oder Patentverbindungen, deren Handhabung sonst für den Zeitraum nach der Transaktion zu regeln wäre, vorhanden.

6.3.3.2 Vertragsregelungen einer Moral Hazard minimierenden Earn-out-Struktur

6.3.3.2.1 Festlegung des fixen Basiskaufpreises bei Closing

Sollte eine Veräußerung angestrebt werden, stellt sich auch im Fall weitgehender Selbständigkeit insbesondere die Frage nach dem Kaufpreis.

Zentraler Unterschied zum in Kapitel 6.2 beschriebenen unselbständigen Konzern-Sell-off 38 ist jedoch, dass bei Closing – aufgrund geringer Unselbständigkeiten – bereits eine hohe Informationstransparenz gegeben ist und somit eine klassische Unternehmensbewertung schon vor der Transaktion einigermaßen zuverlässig vollzogen werden kann.

Aufgrund der relativen Selbständigkeit der Konzerneinheit kann ein Unternehmenswert mittels klassischer Unternehmensbewertungsverfahren ausgerechnet werden. Da in der Theorie und Praxis hauptsächlich DCF- und Multiplikator-Verfahren verwendet werden, sollen diese Methoden im Folgenden ebenfalls federführend gebraucht werden.

Ausgehend von dem Businessplan bzw. der geplanten Erfolgsrechnung des Verkäufers aus Tabelle 23 wird eine Bilanzprognose erstellt²⁶⁸:

²⁶⁸ Vereinfachende Annahme: kein Einsatz von Fremdkapital als Akquisitionsfinanzierung, das sich (unmittelbar) in der Bilanz der Konzerneinheit wiederfindet.

Bilanz (in TEUR)							
Aktivseite	200X-1	200X	200X+1	200X+2	200X+3	200X+4	200X+5
<i>Anlagevermögen</i>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	300	300	300	300	300	300	300
Sachanlagen (insbesondere Maschinen)	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Finanzanlagen	200	200	200	200	200	200	200
<i>Umlaufvermögen</i>							
Vorräte	3.200	3.000	3.115	3.234	3.357	3.485	3.620
Forderungen Lieferungen & Leistungen	9.200	9.050	10.100	11.344	12.858	14.737	17.150
Wertpapiere	200	200	200	200	200	200	200
Kassenbestand	1.400	700	3.515	8.596	14.755	21.418	28.289
Aktive Rechnungsabgrenzung	100	100	111	117	121	126	129
Summe Aktiva	19.100	18.050	22.042	28.491	36.292	44.965	54.387
Passivseite	200X-1	200X	200X+1	200X+2	200X+3	200X+4	200X+5
<i>Eigenkapital</i>							
	3.450	3.350	6.212	11.342	17.557	24.283	31.233
<i>Rückstellungen</i>							
	1.550	1.600	1.680	1.764	1.852	1.945	2.042
<i>Verbindlichkeiten</i>							
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leistungen	10.000	9.000	10.038	11.267	12.761	14.611	16.984
Bankverbindlichkeiten	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
Passive Rechnungsabgrenzung	100	100	111	117	121	126	129
Summe Passiva	19.100	18.050	22.042	28.491	36.292	44.965	54.387

Tabelle 24: Bilanzprognose von Konzern-Sell-off 51

Auf Grundlage der in Tabelle 24 dargestellten Bilanzprognose, verbunden mit der Plan-Erfolgsrechnung aus Tabelle 23, werden die Cashflows errechnet und abdiskontiert. Der Konzern rechnet auf Grundlage dieser Daten mit einer ewigen Wachstumsrate nach dem Jahre 200X+5 von 2 Prozent und einem adäquaten Diskontierungsfaktor von 13,5 Prozent. Das Ergebnis ist ein Gesamtunternehmenswert von 54 Millionen Euro bzw. ein Wert des Eigenkapitals von 51 Millionen Euro. Dies ist aus der folgenden Tabelle 25 ersichtlich:

Discounted Cash Flow (DCF) (in TEUR)	200X	200X+1	200X+2	200X+3	200X+4	200X+5
EBIT	300	4.660	7.900	9.450	10.180	10.500
- Steuern (30%) auf EBIT	90	1.398	2.370	2.835	3.054	3.150
+ Abschreibungen	900	900	900	900	900	900
- Investitionen	900	900	900	900	900	900
- Zunahme Vorräte	200	-115	-118	-123	-128	-135
- Zunahme Forderungen Lieferungen/Leistungen	150	-1.050	-1.244	-1.514	-1.879	-2.413
- Zunahme Wertpapiere	0	0	0	0	0	0
- Zunahme aktive Rechnungsabgrenzung	0	-11	-6	-4	-4	-3
+ Zunahme Rückstellungen	50	80	84	88	93	97
+ Zunahme Verbindlichkeiten Lieferungen/Leistungen	-1.000	1.038	1.229	1.494	1.850	2.372
+ Zunahme passive Rechnungsabgrenzung	0	11	6	4	4	3
Free Cashflow	-390	3.215	5.481	6.560	7.062	7.271
- Zinsen	400	400	400	400	400	400
+ Zunahme Bankverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
+ Korrektur negative Steuern	90	0	0	0	0	0
Total Cashflow	-700	2.815	5.081	6.160	6.662	6.871
Present Value of Free Cashflows		2.833	4.254	4.486	4.256	3.860
Terminal Value						64.494
Present Value of Terminal Value	34.241					
Summe der Present Values (Enterprise Value)	53.930					
Bankverbindlichkeiten	4.000					
Cash & Wertpapiere	900					
Equity Value	50.830					

Tabelle 25: Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren des Konzerns bei Konzern-Sell-off 51

Zusätzlich führt der veräußernde Konzern eine Multiplikatorbewertung durch. Nach Recherche verschiedener vergleichbarer börsennotierter Unternehmen bzw. vergangener M&A-Transaktionen kommt er zu dem Schluss, dass diese mit Multiplikatoren zwischen sechs und neun gehandelt werden. Der Konzern wendet die Multiplikatoren auf den EBIT des Jahres 200X+1 und zusätzlich auf den durchschnittlichen EBIT der nächsten Jahre an, da er überzeugt ist, die unmittelbar folgende Ergebnissituation spiegele den wahren Unternehmenswert nicht korrekt wider.

Das Ergebnis seiner Multiplikatoranalyse ist in der folgenden Tabelle 26 ersichtlich. Die Unternehmenswerte schwanken zwischen 28 Millionen Euro im Minimum und 77 Millionen Euro im Maximum. Der Verkäufer sieht den Unternehmenswert seiner Konzerneinheit dabei bei einem Mittelwert dieser Extremwerte. Er erwartet aus der Transaktion demnach einen realisierten Unternehmenswert von ca. 52 Millionen Euro.

Multiplikatoren (in TEUR)		
EBIT 200X+1	Multiplikator	Unternehmenswert
4.660	6,0x	27.960
4.660	6,5x	30.290
4.660	7,0x	32.620
4.660	7,5x	34.950
4.660	8,0x	37.280
4.660	8,5x	39.610
4.660	9,0x	41.940
Ø EBIT (200X+1 bis 200X+5)	Multiplikator	Unternehmenswert
8.538	6,0x	51.228
8.538	6,5x	55.497
8.538	7,0x	59.766
8.538	7,5x	64.035
8.538	8,0x	68.304
8.538	8,5x	72.573
8.538	9,0x	76.842

Tabelle 26: Multiplikator-Verfahren bei Konzern-Sell-off 51

Die Beteiligungsgesellschaft hat die gleichen Vergleichsmultiplikatoren herausgefunden und ebenfalls auf den EBIT des Folgejahres angewandt. Als Mittelwert aus 28 Millionen Euro im Minimum und 42 Millionen Euro im Maximum liegt der faire Wert ihres Erachtens bei ca. 35 Millionen Euro.

Zusätzlich führt die Beteiligungsgesellschaft ebenfalls eine DCF-Analyse durch. Aufgrund der Informationsasymmetrien und sogar Informationsmängel insbesondere im Bereich der passiven Verbundwirkungen und der Tatsache, dass 16 Prozent des Gesamtumsatzes mit dem Konzern getätigt werden, setzt sie die Diskontierungsrate jedoch auf ca. 18 Prozent, bei einer gleichen Wachstumsrate von 2 Prozent und dem vom Verkäufer dargestellten Businessplan als Grundlage.

Das Ergebnis ist, wie aus Tabelle 27 ersichtlich, ein Gesamtunternehmenswert von 38 Millionen Euro. Dieser bestätigt die Multiplikatorschätzung von 35 Millionen Euro der Beteiligungsgesellschaft in etwa.

Discounted Cash Flow (DCF) (in TEUR)	200X	200X+1	200X+2	200X+3	200X+4	200X+5
EBIT	300	4.660	7.900	9.450	10.180	10.500
- Steuern (30%) auf EBIT	90	1.398	2.370	2.835	3.054	3.150
+ Abschreibungen	900	900	900	900	900	900
- Investitionen	900	900	900	900	900	900
- Zunahme Vorräte	200	-115	-118	-123	-128	-135
- Zunahme Forderungen Lieferungen/Leistungen	150	-1.050	-1.244	-1.514	-1.879	-2.413
- Zunahme Wertpapiere	0	0	0	0	0	0
- Zunahme aktive Rechnungsabgrenzung	0	-11	-6	-4	-4	-3
+ Zunahme Rückstellungen	50	80	84	88	93	97
+ Zunahme Verbindlichkeiten Lieferungen/Leistungen	-1.000	1.038	1.229	1.494	1.850	2.372
+ Zunahme passive Rechnungsabgrenzung	0	11	6	4	4	3
Free Cashflow	-390	3.215	5.481	6.560	7.062	7.271
- Zinsen	400	400	400	400	400	400
+ Zunahme Bankverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
+ Korrektur negative Steuern	90	0	0	0	0	0
Total Cashflow	-700	2.815	5.081	6.160	6.662	6.871
Present Value of Free Cashflows		2.725	3.936	3.992	3.643	3.178
Terminal Value						46.355
Present Value of Terminal Value	20.262					
Summe der Present Values (Enterprise Value)	37.737					
Bankverbindlichkeiten	4.000					
Cash & Wertpapiere	900					
Equity Value	34.637					

*Tabelle 27: Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Verfahren
der Beteiligungsgesellschaft bei Konzern-Sell-off 51*

In den Verhandlungen einigen sich verkaufender Konzern und erwerbende Beteiligungsgesellschaft auf einen Unternehmenswert von 38 Millionen Euro bzw. Kaufpreis für 100 Prozent der Unternehmensanteile in Höhe von 35 Millionen Euro, in Verbindung mit einem Earn-out. Auch wenn das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem nur geringfügig ausgestaltet ist, bietet sich in diesem Fall ebenfalls – aufgrund des intern getätigten Umsatzes und des Vorhandenseins von passiven Verbundwirkungen – eine Earn-out-Struktur an. Dies kann Bewertungsdifferenzen zwischen Verkäufer und Käufer überbrücken bzw. den gezahlten fixen Basiskaufpreis korrigieren bzw. ergänzen.

Durch den Earn-out kann die Bewertungsdifferenz zwischen 35 Millionen Euro und erwartetem Gesamtkaufpreis des Konzerns in Höhe von 52 Millionen Euro, je nach tatsächlicher Ergebnisentwicklung, geschlossen werden. Ohne eine Earn-out-Vereinbarung dagegen hätte unter Umständen keine Transaktion stattgefunden.

6.3.3.2.2 Festlegung des variablen Kaufpreises am Ende der Earn-out-Periode

Als Earn-out vereinbaren Konzern und Beteiligungsgesellschaft eine zusätzliche Zahlung in Abhängigkeit der zukünftigen Ergebnisse. Damit kann sich der Gesamtkaufpreis für den veräußernden Konzern noch erhöhen. Grundsätzlich besteht dabei die Möglichkeit, eine willkürliche Methode oder eine erneute Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode durchzuführen. Da allerdings bereits bei Closing eine Unternehmensbewertung möglich gewesen ist, ist die erneute Bewertung zu einem späteren Zeitpunkt nicht zwangsläufig notwendig bzw. sinnvoll. Um ein komplizierteres Vertragswerk im Fall der erneuten Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode zu verhindern, entschließen sich Käufer und Verkäufer deshalb dazu, dass der gezahlte fixe Basiskaufpreis willkürlich, aber an den Unternehmenswert grundsätzlich beeinflussende Kriterien anknüpfend, korrigiert bzw. festgelegt werden soll.

Im Fall des Textilmaschinenbauers geht es in der Earn-out-Periode nicht primär darum, Informationstransparenz herzustellen, um eine Unternehmensbewertung durchzuführen. Diese war, im Gegensatz zu dem im vorherigen Beispiel dargestellten Automobilzulieferer, bei Closing bereits möglich. Das Risiko, dass passive Verbundwirkungen existieren bzw. 16 Prozent Konzernumsatz bei Kündigung der Lieferantenbeziehung in geringer Zeit nicht ersetzt werden können, sollte nach kurzer Zeit bereits besser einschätzbar sein. Um die Verbindung zwischen Beteiligungsgesellschaft und Konzern mit allen damit verbundenen Einschränkungen im Handlungsspielraum nicht unnötig lange zu erhalten bzw. dem Verkäufer möglichst rasch den ihm gegebenenfalls zustehenden Zusatzkaufpreis vollständig zuzusprechen, einigen sich Konzern und Beteiligungsgesellschaft daher auf eine Earn-out-Periode von zwei Jahren.

Die variable Kaufpreiszahlung soll gebündelt am Ende der Earn-out-Periode, dreißig Tage nach Feststellung des letzten Jahresabschlusses, erfolgen. Unterjährige Zahlungen sind aufgrund der weiter bestehenden (wenn auch geringen) Informationsintransparenz und vergleichsweise kurzen Earn-out-Periode nicht vereinbart worden.

Hierauf basierend einigen sich Käufer und Verkäufer auf die folgende Ausgestaltung der vertraglichen Elementargrößen zur Berechnung des variablen Kaufpreises:

(1) Basisgröße

Als Basisgröße entscheiden sich die Parteien, den EBIT²⁶⁹ als alle betriebsnotwendigen Geschehnisse der Erfolgsrechnung erfassende Größe für die Ermittlung der variablen Kaufpreiszahlung heranzuziehen. Im Speziellen vereinbaren Konzern und Beteiligungsgesellschaft, dass dem Verkäufer in der Earn-out-Periode zusätzlich ein Vielfaches derjenigen absoluten Größen, die höher als 80 Prozent der im Businessplan aufgezeigten EBIT-Größen aller Jahre der Earn-out-Periode (Standard) sind, zusteht. Ein negativer variabler Kaufpreis wird ausgeschlossen.

Unter Wahrung der Bewertungskontinuität sollen die lokalen Rechnungslegungsstandards des Landes verwendet werden, in dem der Textilmaschinenhersteller seinen Hauptsitz hat. Dies wird vertraglich fixiert.

Um trotz dieser Festlegung Manipulationen bzw. Moral Hazard zu minimieren, werden darüber hinaus bestimmte Regelungen vertraglich aufgenommen. Wie bei dem im Vorkapitel beschriebenen Automobilzulieferer sollen dabei Transaktionskosten und außerordentliche Aufwendungen nicht Teil der Basisgröße EBIT sein. Zusätzlich wird im Kaufvertrag auf vier der sechs²⁷⁰ in Abbildung 86 dargestellten Hauptaspekte detailliert eingegangen.

²⁶⁹ Da die Abschreibungsmethode für die übernommenen Aktivpositionen nach Closing gleichermaßen weitergeführt wird, soll auch auf den EBIT, und nicht auf den EBITDA, abgestellt werden.

²⁷⁰ Da der EBIT die Basisgröße der variablen Kaufpreiszahlung darstellt – und keine Cashflow-Größe – sowie die Herleitung eines Eigenkapitalwerts aus einem Gesamtunternehmenswert bei der willkürlichen variablen Kaufpreisfestlegung keine Rolle spielt, ist es nicht notwendig, die Bandbreite des Umlaufvermögens detailliert festzulegen. Die Festlegung von Konzerndienstleistungen ist ebenfalls nicht notwendig, da der Konzern keine Dienstleistungen für die Konzerneinheit erbringt.

Definition Konzerneinheit

Im Vertrag wird festgeschrieben, dass die Konzerneinheit bis zur Zahlung des variablen Kaufpreises eigenständig verbleiben muss. Verschmelzungen und Vermögensübertragungen sind vertraglich explizit ausgeschlossen. Der Konzern darf jedoch, falls gewünscht, mit derartigen Anliegen angesprochen und um Erlaubnis gebeten werden. Bezüglich einer vorzeitigen Exit-Möglichkeit einigen sich Verkäufer und Käufer auf folgende Regelung: Dem Konzern steht bei Veräußerung von mehr als 50 Prozent der Anteile bzw. Vermögensgegenstände ein zusätzlicher Kaufpreis in Höhe von 15 Millionen Euro zu. Diese Höhe liegt daher über dem variablen Kaufpreis, der bei Erreichen der EBIT-Planzahlen gemäß Earn-out entsteht.²⁷¹

Begrenzung Fakturierungen Beteiligungsgesellschaft

Aufgrund der kurzfristig negativen Ertragssituation bzw. zur Erreichung der prognostizierten zukünftigen Erträge wird sich die Beteiligungsgesellschaft intensiv in die Wertentwicklung einbringen wollen. Im Sinne einer angemessenen Vergütung der Leistungen möchte die Beteiligungsgesellschaft den bei ihr anfallenden Personalaufwand an die Konzerneinheit verrechnen. Der Konzern, dessen variabler Kaufpreis durch diese Kosten sinkt, hat daran kein Interesse. Beteiligungsgesellschaft und Konzern vereinbaren somit, dass Beratungsaufwendungen der Beteiligungsgesellschaft zwar gestattet sind, aus der Basisgröße des EBIT jedoch vollständig herauszurechnen sind.

²⁷¹ Siehe Kapitel 6.3.3.2.3. Ein derart schneller Wertanstieg ist jedoch relativ unrealistisch.

Festlegung Budget

Neben dem vom Verkäufer aufgestellten Businessplan werden auch in diesem Fall ein Marketing- und Investitionsbudget vertraglich festgehalten.²⁷² Für den Verkäufer kaufpreissenkende Marketingaufwendungen sollen einen jährlichen Betrag von 400.000 Euro nicht übersteigen. Ist dies doch der Fall, wird das Überschrittene multipliziert mit dem festgelegten Faktor zum variablen Kaufpreis addiert. Das Investitionsbudget enthält jährliche Investitionen von 900.000 Euro. Die Konzerneinheit ist verpflichtet, diese anstehenden Investitionen durchzuführen, da nur durch diese ein derartiges Umsatzwachstum bzw. eine derartige Margenverbesserung möglich ist. Bei Nichteinhalten oder Unterschreiten soll der variable Kaufpreis um den nicht investierten Teil multipliziert mit dem festgelegten Faktor erhöht werden.

Festlegung Ansatz, Abschreibung und Veräußerung Anlage- und Umlaufvermögen

In der Konzerntochtergesellschaft vor der Transaktion verwendete Ansatz- und Abschreibungsmethoden sollen auch in der Earn-out-Periode weitergeführt werden. Eine kurzfristige, unter Umständen kaufpreissenkende Änderung der Methoden ist nicht gestattet. Sollte dies dennoch sinnvoll bzw. notwendig werden, kann die Beteiligungsgesellschaft den Konzern konsultieren.

Ertragswirksame Veräußerungen von Anlage- und Umlaufvermögen sollen für den Zeitraum der Earn-out-Periode gestattet sein.

²⁷² Eine Festlegung eines Forschungs- und Entwicklungsbudgets ist aufgrund fehlender Forschungs- und Entwicklungstätigkeit in der Konzerneinheit nicht notwendig.

(2) Anteil

In der Earn-out-Periode soll der Konzern diejenigen absoluten Werte als absoluten Kaufpreis zur Verfügung gestellt bekommen, die 80 Prozent des im Businessplan dargestellten EBIT übersteigen. Die Summe des Überstiegenen wird mit einem festgelegten Anteil von 400 Prozent multipliziert. Diese Festlegung der Zahl 400 ist Verhandlungssache und willkürlich.

Sowohl Konzern als auch Beteiligungsgesellschaft sehen es als essentiell an, das Management des Textilmaschinenherstellers zu beteiligen. Ihm werden durch die Beteiligungsgesellschaft nach dem Erwerb 10 Prozent der Anteile als Anreizinstrument angeboten. Zusätzlich wird die Beteiligungsgesellschaft einen weiteren Manager, der sich in der Branche sehr gut auskennt, kurzzeitig in die Konzerneinheit einbringen. Auch dieser soll 5 Prozent der Anteile erhalten. Der veräußernde Konzern befürwortet auch dessen Beteiligung, um die kurzfristige Restrukturierung bzw. den etablierten Manager in Restrukturierungsfragen zu unterstützen. Für beide Manager wird nach Erwerb der Konzerneinheit jeweils ein separater Anteilskaufvertrag zwischen Beteiligungsgesellschaft und Management abgeschlossen.

Um der Beteiligungsgesellschaft für den Exit-Fall jedoch die maximale Flexibilität zu gewährleisten, wird eine Drag-along-Klausel mit aufgenommen, die das Management verpflichtet, seine Anteile bei Verkauf der Beteiligungsgesellschaft ebenfalls zu den gleichen Konditionen zu verkaufen.

Die Managementbeteiligung soll jedoch keinen Einfluss auf den zu zahlenden variablen Kaufpreis haben.

6.3.3.2.3 Ermittlung des zu erwartenden Gesamtkaufpreises

Der Gesamtkaufpreis setzt sich aus dem bei Closing bezahlten Kaufpreis in Höhe von 35 Millionen Euro und dem variablen Kaufpreis zusammen.²⁷³ Dieser wird aus dem EBIT, der 80 Prozent des im Businessplan aufgezeigten EBIT der Jahre 200X+1 und 200X+2 übersteigt, multipliziert mit dem Faktor vier, ermittelt. Die Summe aus den Überschüssen, multipliziert mit dem festgelegten Faktor, muss größer null sein. Negative Kaufpreise bzw. Korrekturen sind nicht denkbar.

Wie in Tabelle 28 zu sehen, beträgt der variable Kaufpreis im ersten Szenario, das den Fall darstellt, dass der im Businessplan aufgezeigte EBIT vollständig realisiert wird, 10,048 Millionen Euro. Wird lediglich ein ca. 15 Prozent niedrigerer EBIT realisiert, wie im zweiten Szenario dargestellt, beläuft sich der variable Kaufpreis auf ca. 3,808 Millionen Euro. Ist der EBIT im Jahr 200X+1 kleiner als 3,728 Millionen Euro und im Jahr 200X+2 kleiner als 6,320 Millionen Euro, beläuft sich der variable Kaufpreis in jedem Fall auf null (drittes Szenario).

Willkürliche Methode (in TEUR)	200X+1	200X+2
EBIT gemäß Businessplan	4.660	7.900
80 % vom EBIT gemäß Businessplan	3.728	6.320
Szenario 1		
realisierter EBIT	4.660	7.900
Teil des realisierten EBIT, der 80% des EBIT gemäß Businessplan übersteigt	932	1.580
Anteil	400%	400%
variabler Kaufpreis	3.728	6.320
Szenario 2		
realisierter EBIT	4.000	7.000
Teil des realisierten EBIT, der 80% des EBIT gemäß Businessplan übersteigt	272	680
Anteil	400%	400%
variabler Kaufpreis	1.088	2.720
Szenario 3		
realisierter EBIT	3.000	6.000
Teil des realisierten EBIT, der 80% des EBIT gemäß Businessplan übersteigt	-728	-320
Anteil	400%	400%
variabler Kaufpreis	-2.912	-1.280

Tabelle 28: Variabler Kaufpreis gemäß willkürlicher Methode von Konzern-Sell-off 51

²⁷³ Eine Auf- bzw. Abzinsung erfolgt nicht, da der Zusatzkaufpreis lediglich als Korrektur angesehen wird. Siehe Kapitel 4.2.2.3.3.

Insgesamt kann der Verkäufer durch Anwendung der willkürlichen Methode im ersten Szenario einen Gesamtkaufpreis von 45 Millionen Euro erzielen. Dies kommt demjenigen Wert von 52 Millionen Euro, den sich der Konzern von der Transaktion versprochen hat, einigermaßen nahe. Durch Strukturierung des willkürlichen Elements kann somit die Bewertungslücke zwischen Konzern und Beteiligungsgesellschaft weitgehend geschlossen werden.

6.3.3.2.4 Vertragsregelungen der Abwicklungskontrolle

Festlegung einer unabhängigen Kontrollinstanz, Einsichts- und Zustimmungsrechte des Konzerns sowie Informationspflichten der Konzerneinheit bzw. Beteiligungsgesellschaft

Beteiligungsgesellschaft und Konzern legen fest, dass ein Wirtschaftsprüfer und ein Rechtsanwalt als unabhängiges Kontrollgremium gebunden werden, um einerseits (Manipulations-)Sachverhalte festzustellen, den Kaufpreis zu ermitteln und andererseits für die Einhaltung gemachter Zugeständnisse zu sorgen. Bis zu dreißig Tage nach Feststellung der Sachverhalte durch das Gremium kann Einspruch erhoben werden.

Die Vertragsparteien beschließen außerdem, dass die ehemalige Muttergesellschaft regelmäßig finanzielle Informationen der Konzerneinheit zugestellt bekommt. Des Weiteren wird ein freiwilliger Beirat gegründet, der aus drei Personen der Beteiligungsgesellschaft und zwei Personen des Konzerns besteht. Er tagt alle drei Monate bis zum Ende der Earn-out-Periode und ermöglicht der ehemaligen Muttergesellschaft damit, zusätzlichen Einblick in die Geschäftstätigkeit der Konzerneinheit zu erlangen. Darüber hinaus wird ein ständiges Einsichtsrecht vom Konzern gefordert, um fortwährend Einblick in die Geschäftsvorfälle zu haben. Ergänzend wird ein Zustimmungsrecht bei wichtigen Entscheidungen wie Änderungen in der Geschäftsstrategie vertraglich fixiert.

Sicherstellung der variablen Kaufpreiszahlung

Der Konzern möchte im Rahmen des Kaufvertrags sicherstellen, dass die Beteiligungsgesellschaft den variablen Kaufpreis am Ende der Earn-out-Periode an den Verkäufer überweist. Da der variable Kaufpreis ungefähr einschätzbar ist bzw. voraussichtlich in einer Bandbreite zwischen 0 Euro und 15 Millionen Euro liegen wird, wird der Durchschnitt von 7,5 Millionen Euro bei einem Treuhänder hinterlegt und verzinst. Ist der Kaufpreis höher, hat die Beteiligungsgesellschaft die Verpflichtung, das Residuum an den Konzern zusätzlich zu begleichen. Ist der variable Kaufpreis geringer, erhält die Beteiligungsgesellschaft das einbezahlte Kapital zurück.

Im Fall der Insolvenz der Konzerneinheit innerhalb der Earn-out-Periode vereinbaren Konzern und Beteiligungsgesellschaft, dass die beim Treuhänder hinterlegten 7,5 Millionen Euro gleichermaßen aufgeteilt werden. Dies wird ebenfalls vertraglich festgehalten.

Methode zur Beilegung eventueller Rechtsstreitigkeiten

Sollte es zu Rechtsstreitigkeiten kommen, kann beim Wirtschaftsprüfer- und Wirtschaftsanwalt-Gremium Einspruch eingelegt werden. Ist dadurch die Streitigkeit jedoch nicht lösbar, steht es den Parteien offen, ein Schiedsgerichtsverfahren einzuberufen.

Droht ein solches Schiedsgerichtsverfahren, nominieren beide Parteien den zuständigen Schiedsgutachter. Ist hierbei keine Einigung für einen Schiedsgutachter erzielbar, legt eine unabhängige Instanz, z. B. das Wirtschaftsprüfer- und Wirtschaftsanwalt-Gremium oder eine übergeordnete Stelle²⁷⁴, den Schiedsgutachter fest.

²⁷⁴ In Deutschland beispielsweise das Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW).

7 Ansatzpunkte für Weiterentwicklungen der abgehandelten Thematik

Wie in Kapitel 1 beschrieben, soll durch diese Arbeit ein signifikanter wissenschaftlicher Beitrag geliefert werden, ohne dabei den Blick auf die Praxis zu verlieren. Im Laufe der Abhandlung wurden die Zielsetzungen des Verknüpfens der Bereiche Private Equity, Konzernabspaltungen und Unternehmensbewertung, der Herstellung des Praxisbezugs und des Schließens der wissenschaftlichen Lücke folglich aufgenommen.

In Kapitel 2 wurde auf die Besonderheiten von Konzern-Sell-off-Transaktionen bzw. das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-ante-Informationsproblem eingegangen. Insbesondere wurden die für die Informationstransparenz eines Konzern-Sell-offs wesentlichen Einflussfaktoren in einem selbst entwickelten Kontingenzmodell dargestellt. Hierbei handelt es sich um die rechtliche, funktionale, finanzielle, Markt- und physische Unselbständigkeit sowie Unselbständigkeit des Managements. Abhängig von der Ausprägung der Faktoren bzw. der dann vorzufindenden Situation sind unterschiedliche Transparenzgrade vorzufinden. Damit wurde ein Instrument geschaffen, das fähig ist, die Informationstransparenz von Konzern-Sell-offs respektive die Informationsasymmetrien bzw. -mängel mit Hilfe zentraler Einflussfaktoren einzuschätzen. Es wurde verdeutlicht, dass die Ex-ante-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie, als die einzige wissenschaftliche Theorie, die sich mit Informationsasymmetrien detailliert beschäftigt, aufgrund des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems nicht zur Erklärung bzw. Lösung herangezogen werden kann. Um die Praxisrelevanz des Kontingenzmodells bzw. seiner Einflussfaktoren ergänzend aufzuzeigen, beschrieb Kapitel 2.2.2.4 zusätzlich eine Datenerhebung, deren Methode und statistische Auswertung.

Nach Beschreibung von Grundlagen zu Private Equity und Unternehmensbewertungen beschäftigte sich Kapitel 3.3 im Anschluss mit den aus der Unselbständigkeit bzw. Informationsintransparenz resultierenden Besonderheiten derartiger Konzerneinheiten: den Schwierigkeiten der Unternehmensbewertung. Ein Beispiel bei der Übernahme von rechtlich nicht

selbständigen Konzerndivisionen ist die begrenzte Orientierbarkeit am Eigenkapital – aufgrund mangelnder Einschätzbarkeit der Betriebsnotwendigkeit einzelner Bilanzpositionen – und daraus resultierend eine eingeschränkte Nutzbarkeit der klassischen Substanzwertmethode. Ertragswertverfahren andererseits können ebenfalls schwierig anwendbar sein: Wenn keine testierten Jahresabschlüsse oder gar korrekte Umsatz- und Kostenrechnungen vorliegen – da es sich um eine zu verselbständigende Abteilung des Veräußerers handelt –, ist die Basis für ein Ertragswertverfahren oft nicht gegeben. Auch lässt sich für einen potentiellen Käufer eine solche Basis im Rahmen der Due Diligence nur mit unverhältnismäßig hohem Aufwand bzw. oft auch gar nicht schaffen.

Kapitel 4 beschäftigte sich daher mit Earn-out-Strukturen bei Konzern-Sell-off-Transaktionen. Dies ist in bisher veröffentlichten Publikationen nirgends hinreichend und nie mit Bezug zu Private Equity geschehen.²⁷⁵ Aufgrund verschärfter Informationsasymmetrien und -mängel bzw. des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems, das aus dem Kontingenzmodell resultiert, wurde gezeigt, dass die Earn-out-Struktur eine für Konzern-Sell-offs angemessene Transaktionsstruktur ist – da die Prinzipal-Agenten-Theorie bzw. dessen Lösungsvorschläge nicht direkt anwendbar sind und einige klassische Verfahren der Unternehmensbewertung im Fall von Konzern-Sell-offs, wie oben beispielhaft aufgezeigt, nicht bzw. nur eingeschränkt herangezogen werden können. Neben der Definition, Funktions- und Lösungsbeschreibung erfolgt eine detaillierte Darstellung der zentralen Elemente und Funktionsweise der Earn-out-Vereinbarung – immer unter der Prämisse, dass eine Konzerneinheit durch eine Beteiligungsgesellschaft übernommen werden soll. Insbesondere werden zwei verschiedene Arten der Ermittlung des variablen Kaufpreises dargestellt: einerseits die in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur noch nie derart analysierte Unternehmensbewertung am Ende der Earn-out-Periode, als adäquates Instrument bei Vorliegen des Konzern-Sell-off-spezifischen Ex-ante-Informationsproblems bzw. starker Unselb-

²⁷⁵ In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird der Earn-out fast ausschließlich in Zusammenhang mit eigentümergeführten Privatunternehmen sehr allgemein thematisiert.

ständigkeit respektive Informationsintransparenz im Kontingenzmodell, und andererseits die willkürliche Festlegung eines variablen Kaufpreislements, die als Korrekturmethode von weniger unselbständigen bzw. intransparenten Konzern-Sell-offs angesehen werden kann. Letztere wurde in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bereits oft allgemein, jedoch nie Konzern-Sell-off- und Private-Equity-spezifisch abgehandelt.

Anschließend wurde in Kapitel 4.3 das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-post-Informationsproblem thematisiert. Auf Basis genereller Zielsetzungen und jeweils interner Abwägungsaspekte der Parteien, erwerbender Beteiligungsgesellschaft und verkaufendem Konzern, hat sich gezeigt, dass die Earn-out-Struktur nicht nur (Informationsintransparenz-)Problemlöser ist, sondern auch neue Informationsprobleme bzw. verhaltenstheoretische und vertragliche Herausforderungen bzw. Komplexität mit sich bringt. Insbesondere steht hierbei das ‚double-sided moral hazard‘ im Vordergrund, das eine bei Konzern-Sell-offs relevante, noch in keiner anderen wirtschaftswissenschaftlichen Publikation über Konzerneinheiten dargestellte Problemstellung ist. Es wurde festgehalten, dass das Konzern-Sell-off-spezifische Ex-post-Informationsproblem jedoch durch Ex-post-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie weitgehend in den Griff zu bekommen ist.

Als Zwischenresümee hat Kapitel 4.4 die Vor- und Nachteile einer derartigen Earn-out-Transaktion im Allgemeinen sowie für erwerbende Beteiligungsgesellschaft und verkaufenden Konzern im Speziellen aufgezeigt.

Das präskriptive bzw. normative Kapitel 5 beschrieb sodann einen 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz und dessen vertragliche Strukturierung bei Konzern-Sell-off-Transaktionen mit Beteiligungsgesellschaften. Für eine optimale Konzern-Sell-off-Transaktion sind dabei Regelungen bzw. Verträge resultierend aus den Unselbständigkeiten zu verfassen und ein strategisches Verhalten minimierender Earn-out zu strukturieren. Alle Rahmenbedingungen sind dabei dergestalt strukturiert, dass das Problem des ‚double-sided moral hazard‘ durch Bonding, Monitoring und Anreizmechanismen, Ex-post-Lösungsansätze der Prinzipal-Agenten-Theorie, weitestgehend eliminiert wird.

Es zeigt sich, dass Earn-out-Vereinbarungen sehr detailliert sind, auch wenn sich vertraglich nicht alle Eventualitäten regeln lassen (Vischer, 2002, S. 512) und der Earn-out nie vollständig frei von Manipulationsmöglichkeiten sein kann. Bis zu einem gewissen Grad ist dies jedoch tolerierbar, da bei Konzern-Sell-offs die Realisierung eines maximalen Kaufpreises nicht stets das einzig wichtige Kriterium der Transaktion ist. Eine Veräußerung einer Konzerneinheit hat stets mit viel Vertrauen und Pragmatik zu tun. Eine nur auf Fakten basierende Aufteilung des Unternehmenswerts mit Hilfe des Wertgenerierungsfaktors ist beispielsweise nicht möglich. Dies ist Verhandlungssache.

Das Ziel der vorliegenden Arbeit bestand dabei darin, Earn-out-Strukturen bei Konzern-Sell-offs mit Beteiligungsgesellschaften detailliert zu untersuchen und daraus resultierende Verhaltens- und Vertragsprobleme zu eruieren bzw. auch Lösungsvorschläge zu erarbeiten. Dies ist mit Entwicklung des 2-Säulen-Gesamtlösungsansatzes detailliert und präskriptiv bzw. normativ geschehen. Es konnten somit Handlungsempfehlungen für Beteiligungsgesellschaften, M&A-Beratungen bzw. Investmentbanken sowie Konzerne gegeben werden – da diese bei Strukturierung einer Konzern-Sell-off-Transaktion durch den 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz einen Leitfaden erhalten haben, wie derartige Transaktionen optimal strukturiert werden können.

Kapitel 6 integrierte alle vorherigen Inhalte und widmete sich der Anwendung zweier 2-Säulen-Gesamtlösungsansätze für die beispielhaften Fälle des stark unselbständigen, intransparenten Konzern-Sell-offs (Fall einer Produktionsabteilung eines Automobilzulieferers) und des deutlich selbständigen, weitgehend transparenten Konzern-Sell-offs (Fall eines Textilmaschinenherstellers). Das Kapitel zeigt, dass es keinen „one-size-fits-all“-Ansatz (Cain et al., 2006, S. 26), das heißt keinen allen Konzern-Sell-off-Transaktionen adäquat entsprechenden 2-Säulen-Gesamtlösungsansatz, gibt. Die Strukturierung hängt neben anderen Spezifika der konkreten Konzerneinheit maßgeblich von den Einflussfaktoren des Kontingenzmodells ab.

Die obige Zusammenfassung hat gezeigt, dass die Konzern-Sell-off-Transaktion mittels einer Earn-out-Vereinbarung mit Einbezug von Beteiligungsgesellschaften, theoretisch sowie praxisbezogen, allgemein und in Hinblick auf strukturelle, verhaltenstheoretische und vertragsrelevante Aspekte detailliert aufgenommen wurde.

Stellt man sich die Frage, wo Möglichkeiten für wissenschaftliche Ergänzungs- bzw. Folgearbeiten bestehen, könnten einem bilanz- und steuerrechtliche Themen des Earn-outs in den Sinn kommen. Da diese Themen jedoch einerseits wenig Besonderheiten im Fall von Konzerneinheiten, die an Beteiligungsgesellschaften verkauft werden, aufweisen und andererseits in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur allgemein schon an verschiedenen Stellen aufgegriffen wurden (u. a. Meuli, 1996), ist der Mehrwert einer solchen Ergänzung gering.

Stellt man sich eine detailliertere Analyse konkreter Transaktionen oder eine breit angelegte empirische Untersuchung vor, macht die Hochvertraulichkeit der dafür notwendigen Daten dieses Vorhaben unrealisierbar. Ein viel tieferes, quantitatives bzw. vertragstechnisches Eindringen in konkrete Transaktionen ist somit nicht einfach umzusetzen.

Es besteht allerdings die Möglichkeit, eine juristisch fundierte Ausgestaltung etwaiger Vertragsklauseln, die die in dieser Arbeit angesprochenen Aspekte zu strategischem Verhalten bzw. Konzern-Sell-off-Besonderheiten wie Umsatzgarantien o. Ä. aufgreifen, allgemein zu ergänzen. Dies wurde in der vorliegenden Ausarbeitung nicht mit aufgenommen, da sich diese sehr technischen, juristischen Themen eher störend in die betriebswirtschaftlichen Analysen eingefügt hätten und der Rahmen dieser Abhandlung gesprengt worden wäre.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K. (2000). *Handbuch Investment Banking* (2.Aufl.). Wiesbaden: Gabler.
- Agrawal, P. (2002). Double Moral Hazard, Monitoring, and the Nature of Contracts. *Journal of Economics*, 75, 33–61.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market of “Lemons“ (Quality Uncertainty and the Market Mechanism). *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Alchian, A. A. & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777–795.
- Alexander, G. J., Benson, P. G. & Kampmeyer, J. M. (1984). Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Sell-offs. *The Journal of Finance*, 39(2), 503–517.
- Alexandrou, G. & Sudarsanam, S. (2001). Shareholder Wealth Effects of Corporate Selloffs: Impact of Growth Opportunities, Economic Cycle and Bargaining Power. *European Financial Management*, 7(2), 237–258.
- Allen, F., Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2008). *Principles of Corporate Finance* (9th ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Allen, L. (2008). Business sales: Do earnouts work? *NZBusiness*, 22(8), 16–17.
- Amann, W., Ankli, M., Pfister, B. & Pümpin, C. (2005). *Der Private-Equity-Investor als Strategie Coach – Wertsteigerung in Wachstumsunternehmen durch strategisches Management*. Bern: Haupt.
- American Bar Association [ABA] (2008). *The In-House Counsel’s Essential Toolkit – Committee on Corporate Counsel: Employment Law*. Chicago, IL: American Bar Association.
- Ang, J. & Kohers, N. (2000). Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay. *Journal of Business*, 73(3), 445–476.

- Ansoff, H. I. (1966). *Management-Strategie*. München: Moderne Industrie.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft e.V. [AKF] (1996). Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 48(6), 543–578.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft e.V. [AKF] (2006). Eine empirische Untersuchung zur Veräußerung von Konzernteilen an Private-Equity-Investoren. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 58(3), 235–264.
- Arenius, P. & Parhankakangas, A. (2003). From a corporate venture to an independent company: A base for a taxonomy for corporate spin-off firms. *Research Policy*, 32(3), 463–481.
- Arzac, E. R. (2005). *Valuation: For Mergers, Buyouts, and Restructuring*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Asbra, M. & Miles, K. (2009). The Valuation of Earn-Outs and Acquired Contingencies Under SFAS 141(R). *The CPA Journal*, 79(3), 38–42.
- Atkins, B. & Giannini, M. (2004). Risk management for private equity funds of funds. In L. Jaeger (Eds.), *The New Generation of Risk Management for Hedge Funds and Private Equity Investments* (pp. 215–226). New York, NY: Institutional Investor Books.
- Atkinson, A. A. & Kaplan, R. S. (1989). *Advanced Management Accounting* (2nd ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Bader, H. (1996). *Private Equity als Anlagekategorie – Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren*. Dissertation, Universität St.Gallen. Bern: Haupt.

- Baecker, P. N. & Hommel, U. (2003). Wettbewerbsvorteil, dynamische Fähigkeiten und Realoptionen: „Option Thinking“ als Grundgedanke wertorientierter Unternehmenspolitik. In C. Heckemüller & K.-P. Wiedemann (Hrsg.), *Ganzheitliches Corporate Finance Management: Konzept, Anwendungsfelder, Praxisbeispiele* (S. 195–213). Wiesbaden: Gabler.
- Baetge, J., Kümmel, J. & Niemeyer, K. (2005). Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel. In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 263–360). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Baldi, F. (2005). Valuing a Leveraged Buyout: Expansion of the Adjusted Present Value by Means of Real Options Analysis. *Journal of Private Equity*, 8(4), 64–81.
- Ballwieser, W. (2000). Wertorientierte Unternehmensführung: Grundlagen. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 52(3), 160–166.
- Ballwieser, W. (2005). Verbindungen von Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren. In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 363–375). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Balz, U. (2003). M&A: Marktteilnehmer und Motive. In O. Arlinghaus & U. Balz (Hrsg.), *Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions: von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration* (S. 11–41). München: Moderne Industrie.
- Barber, F. & Goold, M. (2007). The Strategic Secret of Private Equity – Why “buying to sell” can generate a much higher return on investment than the public company practice of “buying to keep”. *Harvard Business Review*, 85(9), 53–61.
- Barker, R. (2001). *Determining Value: Valuation Models and Financial Statements*. Harlow, Essex: Pearson.

- Baums, T. (1993). *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")*. Arbeitspapier 14, Universität Osnabrück.
- Bazerman, M. H. & Gillespie, J. J. (1999). Betting on the Future: The Virtues of Contingent Contracts. *Harvard Business Review*, 77(5), 155–160.
- Becker, S. (1994). *Teilung von Betrieben – Begriffsbestimmung und betriebswirtschaftliche Analyse*. Dissertation, Universität Köln. Wiesbaden: Gabler.
- Berg, A. & Gottschalg, O. (2005). Understanding value generation in buy-outs. *Journal of Restructuring Finance*, 2(1), 9–37.
- Bernard, V. L., Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2004). *Business Analysis & Valuation* (3rd ed.). Mason, OH: Thomson South Western.
- Bieg, H. & Kußmaul, H. (2000). *Investitions- und Finanzierungsmanagement: Bd. 1. Investition*. München: Vahlen.
- Biergans, E. (1993). *Renten und Raten in der Einkommenssteuer* (4.Aufl.). München: Oldenbourg.
- Bilo, S. (2002). *Alternative Asset Class – Publicly Traded Private Equity – Performance, Liquidity, Diversification Potential, and Pricing Characteristics*. Dissertation, Universität St.Gallen. Bamberg: Difo-Druck.
- Böckmann, U. J. & Löhnert, P. G. (2005). Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung. In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 401–425). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Bohnenkamp, G. (1999). *Zur Rolle der Beteiligungsgesellschaften bei der Entwicklung mittelständischer Unternehmen*. Dissertation, Universität St.Gallen. Bamberg: Difo-Druck.

- Borison, A. & Triantis, A. (2003). Real Options: State of the Practice. In D. H. Chew & J. Stern (Eds.), *The Revolution in Corporate Finance* (4th ed., pp. 106–123). Oxford: Blackwell Publishing.
- Born, K. (1995). *Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Bournet, G. A. (2003). *Börsengang mittels Reverse Takeover – Analyse der Schweizer Praxis*. Dissertation, Universität Zürich. Bern: Haupt.
- Brennan, M. (1973). An Approach to the Valuation of Uncertain Income Streams. *Journal of Finance*, 28(3), 661–674.
- Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2006). *Corporate Finance – A focused approach*. Mason, OH: Thomson South Western.
- Brück, M. & Sinewe, P. (2008). *Steueroptimierter Unternehmenskauf*. Wiesbaden: Gabler.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Brüser, J. (2007). *Unternehmensnachfolge – Wie Sie als Mittelständler den Stab weitergeben*. Berlin: Cornelsen.
- Bruski, J. (2005). Kaufpreisbemessung und Kaufpreisanpassung im Unternehmenskaufvertrag. *Betriebs-Berater*, 60(Special 7/05), 19–29.
- Büchi, R. (2001). *Spin-off – Rechtliche Aspekte von Abspaltungen bei Publikumsgesellschaften*. Dissertation, Universität Bern. Bern: Stämpfli.
- Bühner, T. (2004). *Unternehmensabspaltungen als Wertsteigerungsinstrument – Eine empirische Untersuchung von Equity Carve-outs und Spin-offs in Europa*. Dissertation, Universität Freiburg (CH). Hamburg: Kovac.
- Burkhardt, C. (2008). *Private Equity als Nachfolgeinstrument für Schweizer KMU*. Dissertation, Universität Zürich. Bern: Haupt.

- Bygrave, W. & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, MA: Harvard Business Press.
- Cain, M. D., Denis, D. J. & Denis, D. K. (2006). *Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements*. Working Paper 1196, Purdue University.
- Callahan, C. M. & Mohr, R. M. (1989). The Determinants of Systematic Risk: A Synthesis. *The Financial Review*, 24(2), 157–181.
- Caspari, J. A. & Caspari, P. (2004). *Management Dynamics – Merging Constraints Accounting to Drive Improvement*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Charifzadeh, M. (2002). *Corporate Restructuring – Ein wertorientiertes Entscheidungsmodell*. Dissertation, European Business School. Lohmar: Josef Eul.
- Chmielewicz, K. (1993). Segmentierte Erfolgsrechnung. In K. Chmielewicz & M. Schweitzer (Hrsg.), *Handwörterbuch des Rechnungswesens* (3.Aufl., Sp. 1790–1801). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- Colon, A., Lee, D., Nicholson, R. W. & Whitman, R. (1999). *Basic accounting for lawyers* (5th ed.). Philadelphia, PA: Ali-Aba.
- Copeland, T. E., Koller, T. & Murrin, J. (2002). *Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung* (3.Aufl.). Frankfurt am Main: Campus.
- Copeland, T. E., Shastri, K. & Weston, J. F. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy* (4th ed.). Harlow, Essex: Pearson.
- Craig, B. & Smith, A. (2003). The arts of earnouts. *Strategic Finance*, 84(12), 44-47.

- Crasselt, N. & Lukas, E. (2008). M&A-Transaktionen mit Earn-out-Vereinbarung: Ermittlung der bilanziellen Anschaffungskosten nach IFRS 3. *Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 8(12), 728–735.
- Cumming, C. & Mallie, T. Y. (1999). Accounting for Divestitures: A Comparison of Sell-Offs, Spin-Offs, Split-Offs, and Split-Ups. *Issues in Accounting Education*, 14(1), 75–97.
- Dahmann, A. & Frommann, H. (2005). *Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft*. Berlin: Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (1997). *Corporate Finance: Theory and Practice*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2003). The Promise of Real Options. In D. H. Chew & J. Stern (Eds.), *The Revolution in Corporate Finance* (4th ed., pp. 89–105). Oxford: Blackwell Publishing.
- Daniels, H. von (2004). *Private Equity Secondary Transactions: Chancen und Grenzen des Aufbaus eines institutionalisierten Secondary Marktes*. Dissertation, Universität Rostock. Wiesbaden: Gabler.
- Datar, S., Frankel, R. & Wolfson, M. (2001). Earnouts: The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques. *Journal of Law, Economics & Organization*, 17(1), 201–238.
- Davidson, J. C. (2005). *MBO mittels Private Equity – Empirische Analyse der Schweizer Praxis*. Dissertation, Universität Zürich. Bern: Haupt.
- Dentz, M., Frieß, B. & Gessner, P. (2002). *Fesseln sprengen! Spin-off-Management-Buy-out: Wie sich ein Tochterunternehmen erfolgreich vom Mutterkonzern löst*. Frankfurt am Main: F.A.Z.-Institut für Management-, Markt- und Medieninformationen GmbH.

- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation – The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721.
- Dill, C. & Vigelius, C. (2004). Kaufpreisanpassungsklauseln in der M&A-Praxis – Oder: Wer trägt das Risiko des zu zahlenden Unternehmenskaufpreises? *Going Public*, 7(11), 50–53.
- Dinstuhl, V. (2002). *Konzernbezogene Unternehmensbewertung*. Dissertation, Universität Bochum. Wiesbaden: Gabler.
- Dolezych, T. (2003). *Unternehmensbewertung und Wachstum*. Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag.
- Drukarczyk, J. (2001). *Unternehmensbewertung* (3.Aufl.). München: Vahlen.
- Drukarczyk, J. (2003). *Unternehmensbewertung* (4.Aufl.). München: Vahlen.
- Eberl, M. (2006). *Unternehmensreputation und Kaufverhalten – Methodische Aspekte komplexer Strukturmodelle*. Dissertation, Universität München. Wiesbaden: Gabler.
- Eckermann, M. (2006). *Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry – Evidence from the US Venture Capital Market*. Dissertation, Technische Universität Dresden. Wiesbaden: Gabler.
- Eisenführ, F. (1971). Preisfindung für Beteiligungen mit Verbundeffekt. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 23(7), 467–479.
- Elschen, R. (1991). Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 43(11), 1002–1012.
- Ernst, D., Schneider, S. & Thielen, B. (2003). *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen – Ein Praxisleitfaden*. München: Vahlen.

- Everling, W. (1963). Der Verbundeffekt und seine Erfassung. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 15(4), 203–214.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983b). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fiedler, F. E. (1967). *A Theory of Leadership Effectiveness*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Fleuriot, M. (2008). *Investment Banking Explained – An Insider’s Guide to the Industry*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Flume, W. (1992). *Allgemeiner Teil des bürgerlichen Rechts: Bd. 2. Das Rechtsgeschäft* (4.Aufl.). Berlin: Springer.
- Forst, M. (1992). *Management-Buy-out und Buy-in als Form der Übernahme mittelständischer Unternehmen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Frankel, M. E. S. (2005). *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Fraser-Sampson, G (2007). *Private equity as an asset class*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Frommann, H. & Leopold, G. (1998). *Eigenkapital für den Mittelstand – Venture Capital im In- und Ausland*. München: Beck.
- Furubotn, E. & Richter, R. (1996). *Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Gaughan, P. A. (1999). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (2nd ed.). New York, NY: John Wiley & Sons.

- Geidner, A. (2009). *Der Wandel der Unternehmensführung in Buyouts – Eine Untersuchung Private Equity-finanzierter Desinvestitionen*. Dissertation, Technische Universität München. Wiesbaden: Gabler.
- Gerbig, R. I. (1976). *Der Erwerb von Beteiligungen zum Zwecke der Konzernbildung unter besonderer Berücksichtigung der Ziele, der Gestaltungsmöglichkeiten und der Anteilsbewertung*. Dissertation, Universität Aachen.
- Gitman, L. J., Megginson, W. L. & Smart, S. B. (2003). *Corporate Finance*. Mason, OH: Thomson South Western.
- Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4th ed.). New York, NY: John Wiley & Sons.
- Gompers, P. A. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, 50(5), 1461–1489.
- Gompers, P. A. & Lerner, J. (1996). The Use of Covenants – An empirical Analysis of Venture Partnership Agreements. *Journal of Law and Economics*, 39(2), 463–498.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *Review of Economic Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gordon, M. J. & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102–110.
- Gräper, M. (1993). *Management-Buy-Out: eine empirische Analyse zur deutschen Entwicklung bis 1990*. Dissertation, Universität Halle. Kiel: Vauk.
- Gregoriou, G. N. & Read, C. (2007). *International Taxation Handbook*. Oxford: Elsevier.
- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1983). An Analysis of the Principal-Agent Problem. *Econometrica*, 51(1), 7–36.

- Gutmann, J. & Kabst, R. (2000). *Internationalisierung im Mittelstand*.
Wiesbaden: Gabler.
- Haas, G. (1975). Die Earn-Out-Methode bei der Unternehmensbewertung.
Betriebs-Berater, 30(4), 182.
- Hackl, E. & Jandl, H. (2004). Beteiligungsfinanzierung durch Venture Capital und Private Equity. In W. Stadler (Hrsg.), *Die neue Unternehmensfinanzierung – Strategisch Finanzieren mit bank- und kapitalmarktorientierten Instrumenten* (S. 194–209). Frankfurt am Main: Redline Wirtschaft.
- Hamilton, A. H., Metcalf, B. W. & Walton, L. (2004). *Earnouts and other Purchase Price Provisions: Practical Approaches*. American Bar Association 2004 Annual Meeting Atlanta, GA.
- Hardymon, F. & Lerner, J. (2002). *Venture Capital and Private Equity – A Casebook: Vol. 2*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Harris, M. & Raviv, A. (1979). Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information. *Journal of Economic Theory*, 20(2), 231–259.
- Harris, R. (2002). Caution – Earnouts ahead. *CFO Magazine*, 18(6), 33–34.
- Hartmann-Wendels, T. (1989). Principal-Agent-Theorie und asymmetrische Informationsverteilung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 59(7), 714–734.
- Haspeslagh, P. C. & Jemison, D. B. (1992). *Akquisitionsmanagement: Wertschöpfung durch strategische Neuausrichtung des Unternehmens*. Frankfurt am Main: Campus.
- Haux, J. F. (2001). *Handbuch Beteiligungsmanagement*. München: Vahlen.
- Hecht, C. L. (1967). Earn-outs. *Mergers & Acquisitions*, 2(4), 2–12.

- Heiss, M. M. (1995). *Die Spaltung von Unternehmen im deutschen Gesellschaftsrecht*. Dissertation, Universität Köln. Berlin: Duncker & Humblot.
- Helbling, C. (1992). *Bilanz- und Erfolgsanalyse* (8.Aufl.). Bern: Haupt.
- Helbling, C. (1995). *Unternehmensbewertung und Steuern* (8.Aufl.). Düsseldorf: IDW.
- Hempstead, J. E. (2000). Beware non-compete, earnout clauses. *Folio: The Magazine for Magazine Management*, 29(1), 108–109.
- Hirsch, N. (2004). *Agency-theoretische Analyse der Private-Equity Beteiligung: Gestaltungsmöglichkeiten zur Minimierung von Informationsasymmetrien*. Norderstedt: Books on Demand.
- Hirschey, M. & Zaima, J. K. (1989). Insider Trading, Ownership Structure, and the Market Assessment of Corporate Sell-offs. *The Journal of Finance*, 44(4), 971–980.
- Hitschler, W. (1990). Leveraged (Management-)Buyouts: Bestimmungsfaktoren, Finanzierung und rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten in der Bundesrepublik Deutschland. *Betriebs-Berater*, 45(27), 1877–1883.
- Hoffmann, F. (1993). Der Konzern als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung. In F. Hoffmann (Hrsg.), *Konzernhandbuch* (S. 1–80). Wiesbaden: Gabler.
- Holmström, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91.
- Hölscher, L, Nestler, A. & Otto, R. (2007). *Handbuch Financial Due Dilligence – Professionelle Analyse deutscher Unternehmen bei Unternehmenskäufen*. Weinheim: Wiley-VCH.
- Hölters, W. (2005). Mergers & Acquisitions. In W. Hölter (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs* (6.Aufl., S. 2–73). Köln: Otto Schmidt.

- Hommelhoff, P. & Kleindiek, D. (1998). Das Recht der konzerninternen Fremdfinanzierung. In M. Lutter, E. Scheffler & U. H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung* (S. 695–717). Köln: Otto Schmidt.
- Hussey, R. (1990). Earn-Outs: Motivation and Conflict. *Accountancy*, 105(1160), 104–107.
- Ivanova, A. & Tzvetkova, R. (2001). Exit-Strategien bei Private Equity Investments. In S. Graf, A. Gruber & A. Grünbichler (Hrsg.), *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick* (S. 165–197). Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Jaffe, J., Jordan, B. D., Ross, S. A. & Westerfield, R. W. (2008). *Modern Financial Management: International Student Edition* (8th ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Janatka, D. A. & Sherman, S. J. (1992). Engineering Earn-Outs To Get Deals Done and Prevent Discord. *Mergers & Acquisitions*, 27(2), 26–31.
- Jansen, S. A. (2001). *Mergers & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und –kooperationen* (4.Aufl.). Wiesbaden: Gabler.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm – Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jung, W. (1993). *Praxis des Unternehmenskaufs – eine systematische Darstellung der Planung und Durchführung einer Akquisition* (2.Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Keuleneer, L. & Verhoog, W. (2003). *Recent Trends in Valuation*. West Sussex: John Wiley & Sons.
- Kitzmann, J. (2005). *Private Equity in Deutschland – Zur Performance von Management Buyouts*. Dissertation, European Business School. Wiesbaden: Gabler.
- Klein, W. (1982). Konzernverrechnungspreise aus betriebswirtschaftlicher und steuerlicher Sicht. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 52(2), 155–171.

- Knott, H. J., Mielke, W. & Weidlich, T. (2001). *Unternehmenskauf*. Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum.
- Kraft, V. (2001). *Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*. Dissertation, Universität St.Gallen. Frankfurt am Main: Campus.
- Kühl, S. (2003). *Exit – Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert*. Frankfurt am Main: Campus.
- Kunowski, S. & Peemöller, V. H. (2005). Ertragswertverfahren nach IDW. In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 201–263). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Küpper, H.-U. (2005). *Controlling – Konzeption, Aufgaben, Instrumente* (4.Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Kürsten, W. (1994). *Finanzkontrakte und Risikoanreizproblem – Missverständnisse im informationsökonomischen Ansatz der Finanztheorie*. Habilitation, Universität Passau. Wiesbaden: Gabler.
- Küting, K. (1980). Zur Systematisierung von Konzernstrukturen. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 9(1), 6–10.
- Küting, K. (1981). Zur Bedeutung und Analyse von Verbundeffekten im Rahmen der Unternehmensbewertung. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 33(2), 175–189.
- Labbé, M. (2004). Earn-Out-Ansatz als Option zur preislichen Gestaltung von Unternehmenstransaktionen. *Finanzbetrieb*, 6(2), 117–121.
- Lafrenz, K. (2004). *Shareholder Value-orientierte Sanierung – Ansatzpunkte und Wertsteigerungspotenzial beim Management von Unternehmenskrisen*. Dissertation, Universität Frankfurt an der Oder. Wiesbaden: Gabler.
- Lange, S. (1993). *Betriebsaufspaltung und Probleme des § 613a BGB – insbesondere Arbeitnehmeransprüche*. Dissertation, Universität Würzburg.

- Lee, E. & Lin, S. (2008). Corporate Sell-offs in the UK: Use of Proceeds, Financial Distress and Long-run Impact on Shareholder Wealth. *European Financial Management*, 14(2), 222–242.
- Lenoir, W. (2003). Gestaltung des Exits als begleitender Prozess in der Investitionsphase und der Beteiligungsverwaltung. In S. Jugel (Hrsg.), *Private Equity Investments – Praxis des Beteiligungsmanagements* (S. 239–247). Wiesbaden: Gabler.
- Leuner, R. (1998). *Ertragsschwache und ertragsstarke Unternehmen in der Unternehmensbewertung*. München: Verlag V. Florentz.
- Leuner, R. (2002). Bewertung ertragsschwacher Unternehmen (Sanierung). In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 699–720). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Levin, J. S. (1998). *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*. New York, NY: Aspen Publishers.
- Liekefett, K. H. (2005). *Due Diligence bei M&A-Transaktionen. Voraussetzungen und Grenzen bei Börsengängen, Fusionen, Übernahmen, Beteiligungskäufen, Private Equity und Joint Ventures*. Dissertation, Universität Freiburg. Berlin: Duncker & Humblot.
- Linssen, T. (2002). *Die Bilanzierung einer Ausgliederung im Einzel- und Konzernabschluss*. Dissertation, Universität Münster. Düsseldorf: IDW-Verlag.
- Loderer, C. (2007). *Handbuch der Bewertung – Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien* (4.Aufl.). Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Loh, C. & Rathinasamy, R. S. (1997). The Impact of Antitakeover Devices on the Valuation Consequences of Voluntary Corporate Selloffs. *The Financial Review*, 32(4), 691–708.

- Lorson, P. (1999). Shareholder Value-Ansätze: Die gebräuchlichsten Konzeptalternativen der Unternehmensberater und Thesen zu "dem" Shareholder Value-Konzept. In G. Seicht (Hrsg.), *Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen* (S. 43–72). Wien: Orac.
- Luehrmann, T. A. (1994). *Capital Projects as Real Options: An Introduction*. Boston, MA: Harvard Business Press.
- Luippold, T. L. (1991). *Management Buy-Outs: Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland*. Dissertation, Universität St.Gallen. Bern: Haupt.
- Maier-Reimer, G. (1998). Das Recht der konzernexternen Fremdfinanzierung. In M. Lutter, E. Scheffler & U. H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung* (S. 745–776). Köln: Otto Schmidt.
- Maltry, H. & Sieben, G. (2005). Der Substanzwert der Unternehmung. In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 375–399). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Mandl, G. & Rabel, K. (2005). Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick). In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 48–85). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Maselli, A. (1997). *Spin-offs zur Durchführung von Innovationen – Eine Analyse aus institutionenökonomischer Sicht*. Dissertation, Universität Münster. Wiesbaden: Gabler.
- Meichelbeck, A. (2005). Unternehmensbewertung im Konzern. In V. H. Peemöller (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung* (3.Aufl., S. 437–457). Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Meinhövel, H. (2004). Grundlagen der Principal-Agent-Theorie. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 33(8), 470–475.

- Meissner, M. H. (2005). Die Veräußerung von Teilen eines GmbH-Geschäftsanteils in Erfüllung von Earn-Out-Klauseln. *GmbH Rundschau*, 96(12), 752–756.
- Mertens, R. (2003). *Moral Hazard, Risikoteilung und Earn-Out bei der Unternehmensnachfolge im Mittelstand*. Working Paper 571, Universität Kiel.
- Mertens, R. (2004). *Effiziente Gestaltung der familienexternen Unternehmensnachfolge*. Dissertation, Universität Kiel. Hamburg: Kovac.
- Meuli, H. M. (1996). *Earn-out-Methode als Instrument der Preisgestaltung bei Unternehmensverkäufen*. Dissertation, Universität Zürich. Zürich: Treuhand-Kammer.
- Mittendorfer, R. (2007). *Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung – Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen*. Wiesbaden: Gabler.
- Modlich, J. J. (2003). Kaufpreisanpassungsklauseln in M&A-Transaktionen. *Mergers & Acquisitions Review*, 13(10), 438–440.
- Molod, S. & Sattler, R. (2005). Assessing Growth Opportunities: Are you Financial or Strategic? *Financial Executive*, 21(2), 18.
- Moxter, A. (1961). Offene Probleme der Rechnungslegung bei Konzernunternehmen. *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*, 13, 641–653.
- Myers, S. (2001). Finance Theory and Financial Strategy. In D. H. Chew & J. Stern (Eds.), *The New Corporate Finance: Where Theory meets Practice* (pp. 96–106). New York, NY: McGraw-Hill.
- Nadig, L. (1992). *Spin Offs mittels Management Buyout – Die Veräußerung von Unternehmensteilen durch Verkauf an das bisherige Management*. Dissertation, Universität Zürich. Bern: Haupt.

- Nick, A. (2003). Innovative M&A-Transaktionsprozesse und -strukturen. In C. Heckemüller & K.-P. Wiedmann (Hrsg.), *Ganzheitliches Corporate Finance Management: Konzept, Anwendungsfelder, Praxisbeispiele* (S. 479–494). Wiesbaden: Gabler.
- Nickel, E. (2008). *Unternehmenskauf und -übertragung als Asset Deal und Share Deal*. Diplomarbeit, Universität Wuppertal. München: Grin.
- Odenthal, S. (1999). *Management von Unternehmensteilungen*. Dissertation, Universität Göttingen. Wiesbaden: Gabler.
- Otto, H.-J. (1999). Buy-out-Gestaltungen bei Konzern-Spin-offs mittels „umgekehrtem Kombinationsmodell“. *Die Aktiengesellschaft*, 44(4), 173–177.
- Padberg, C. & Padberg, T. (2006). *Grundzüge der Corporate Finance: Einführung in die Investition und Finanzierung*. Berlin: Erich Schmidt.
- Pearl, J. & Rosenbaum, J. (2009). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Pearson, B. (1999). *Successful Acquisition of Unquoted Companies: A Practical Guide* (4th ed.). Surrey, UK: Gower Publishing Company.
- Pentilla, C. (2005). Corporate Earnout. *Entrepreneur*, 33(11), 106–107.
- Pfister, C. (2003). *Divisionale Kapitalkosten – Theorie und Anwendung*. Dissertation, Universität Zürich. Bern: Haupt.
- Pfleger, G. (1996). Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren. *Die Information über Steuer und Wirtschaft*, 50(20), 630–634.
- Picot, G. (2004). Vertragsrecht. In G. Picot (Hrsg.), *Unternehmenskauf und Restrukturierung – Handbuch zum Wirtschaftsrecht* (3.Aufl., S. 1–246). München: Beck.

- Piehler, M. (2007). *Kontraktgestaltung bei M&A-Transaktionen – Bedingte Zahlungsstrukturen zur Verbesserung des Einigungsbereichs*. Dissertation, Handelshochschule Leipzig. Wiesbaden: Gabler.
- Pizzani, L. (2006). M&A Earn-Outs Under the Microscope. *Money Management Executive*, 14(5), 4.
- Pöllath+Partners [P+P] (Hrsg.). (2007). *Unternehmensfortführung durch Nachfolge oder Verkauf*. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Porter, M. E. (2008). *On Competition* (2nd ed.). Boston, MA: Harvard Business Press.
- Povaly, S. (2006). *Private Equity Exits: An analysis of divestment process management in relation to leveraged buyouts*. Dissertation, Universität St.Gallen. Schaan: Gutenberg.
- Prokop, J. (2003). *Die Bewertung zukünftiger Unternehmenserfolge – Konzepte, Möglichkeiten, Grenzen*. Dissertation, Universität Bremen. Wiesbaden: Gabler.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*. New York, NY: Free Press.
- Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Rayney, P. (1989). Making Earn-Outs Pay. *Accountancy*, 103(1149), 94–96.
- Reum, W. R. & Steele, T. A. (1970). Contingent payouts cut acquisition risks. *Harvard Business Review*, 48(2), 83–91.
- Richter, F. (2002). *Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Konzeption, finanzwirtschaftliche Bewertungsprämissen und Anwendungsbeispiel*. Frankfurt am Main: Lang.

- Richter, F. & Timmreck, C. (2003). M&A-Optionen sind Real(e) Optionen – Wirtschaftlichkeitsanalyse von M&A-Transaktionen dargestellt am Beispiel von Vendor Loans. In P. Baecker, U. Hommel & M. Scholich (Hrsg.), *Reale Optionen – Konzepte, Praxis und Perspektiven strategischer Unternehmensfinanzierung* (S. 243–255). Berlin: Springer.
- Riedl, A. M. (2005). *Der Earnout-Ansatz als Methode zur Überwindung unterschiedlicher Preisvorstellungen im Rahmen von M&A-Transaktionen*. Diplomarbeit, Universität Ulm. München: Grin.
- Rock, H. (2001). Checkliste “Earn Out in Gestalt der kombinierten Call/Put Option“. *Mergers & Acquisitions Review*, 11(2), 51–54.
- Rödl, M. (2002). *Strategische Unternehmensbewertung im Rahmen des Akquisitionsprozesses*. Dissertation, Universität Erlangen-Nürnberg. München: Verlag V. Florentz.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem. *American Economic Review*, 63(2), 134–139.
- Rothschild, M. & Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in Competitive Insurance Markets – An Essay on the Economics of Imperfect Information. *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629–649.
- Salis-Lütolf, U. von (2002). *Private Equity Finanzierungsverträge – Funktion, Recht, Steuern*. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Schefczyk, M. (2000). *Finanzieren mit Venture Capital: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Scheffler, E. (1998a). Die Gestaltung der Eigenkapitalfinanzierung des Konzerns. In M. Lutter, E. Scheffler & U. H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung* (S. 213–246). Köln: Otto Schmidt.
- Scheffler, E. (1998b). Die Gestaltung der konzerninternen Fremdfinanzierung. In M. Lutter, E. Scheffler & U. H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung* (S. 669–694). Köln: Otto Schmidt.

- Schmidt, R. H. (1989). Agency Costs are not a „Flop“. In G. Bamberg & K. Spremann (Eds.), *Agency Theory, Information, and Incentives* (pp. 495–509). Berlin: Springer.
- Schneider, D. (1989). Agency Costs and Transaction Costs – Flops in the Principal-Agent-Theory of Financial Markets. In G. Bamberg & K. Spremann (Eds.), *Agency Theory, Information and Incentives* (pp. 481–494). Berlin: Springer.
- Schulz, S. (2004). Earn-Out-Mechanismen bei M&A-Transaktionen: Hilfreiches Instrument zur Überwindung unterschiedlicher Kaufpreisvorstellungen. *Going Public*, 7(6), 42–43.
- Sherman, A. J. (1998). *Mergers and Acquisitions From A to Z – Strategic and Practical Guidance for Small- and Middle-Market Buyers and Sellers*. New York, NY: Amacom.
- Sherman, A. J. (2004). Getting Deals done in today's markets. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 15(2), 9–13.
- Smith, C. W. & Warner, J. B. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161.
- Spremann, K. (1990). Asymmetrische Information. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 60(5/6), 561–586.
- Spremann, K. (2002). *Finanzanalyse und Unternehmensbewertung*. München: Oldenbourg.
- Spremann, K. (2004). *Valuation – Grundlagen moderner Unternehmensbewertung*. München: Oldenbourg.
- Spremann, K. (2005). *Modern Finance* (2.Aufl.). München: Oldenbourg.
- Spremann, K. (2006). Bewertung von Unternehmen im Financial Distress. In T. Griess-Nega & T. Hutzschenreuter (Hrsg.), *Krisenmanagement: Grundlagen, Strategien, Instrumente* (S. 165–193). Wiesbaden: Gabler.

- Stein, H.-G. (1998). Konzernfinanzierung im multinationalen Konzern. In M. Lutter, E. Scheffler & U. H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung* (S. 1079–1107). Köln: Otto Schmidt.
- Stein, I. (2004). *Venture Capital-Finanzierungen: Kapitalstruktur und Exitentscheidung*. Dissertation, Universität der Bundeswehr, München. Bad Soden im Taunus: Uhlenbruch.
- Steiner, M. (1998). Die Gestaltung der konzernexternen Fremdfinanzierung – Rating. In M. Lutter, E. Scheffler & U. H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung* (S. 421–483). Köln: Otto Schmidt.
- Steiner, M. & Wallmeier, M. (1999). Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Methoden und dem Economic Value Added-Konzept. *FinanzBetrieb*, 1(5), 1–10.
- Steiner, T. L. (1997). The Corporate Sell-off Decision of Diversified Firms. *The Journal of Financial Research*, 20(2), 231–241.
- Stern, J. M. (2001). The EVA Financial Management System. In D. H. Chew & J. Stern (Eds.), *The New Corporate Finance: Where Theory meets Practice* (pp. 132–146). New York, NY: McGraw-Hill.
- Stewart, G. B. III. (1991). *The Quest for Value*. New York, NY: Free Press.
- Strasser, B. (2000). *Informationsasymmetrien bei Unternehmensakquisitionen*. Dissertation, Universität München. Frankfurt am Main: Lang.
- Sudarsanam, P. S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. London: Prentice Hall.
- Sundaram, A. K. (2004). *Options*. Dartmouth, MA: Tuck School of Business at Dartmouth.
- Sundaram, A. K. (2005a). *Cash Flows*. Dartmouth, MA: Tuck School of Business at Dartmouth.
- Sundaram, A. K. (2005b). *Corporate Valuation*. Dartmouth, MA: Tuck School of Business at Dartmouth.

- Sundaram, A. K. (2005c). *Terminal Values in Corporate Valuation*. Dartmouth, MA: Tuck School of Business at Dartmouth.
- Sundaram, A. K. (2006). *Cost of Capital*. Dartmouth, MA: Tuck School of Business at Dartmouth.
- Tallau, C. (2009). Bewertung von Earn-Out-Klauseln im Rahmen von Unternehmenstransaktionen. *Finanzbetrieb*, 11(1), 8–14.
- Tehrani, H., Travlos, N. G. & Waagelein, J. F. (1987). The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-off-induced Abnormal Returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 933–942.
- Theisen, M. R. (2000). *Der Konzern* (2.Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Vaughan, B. (2008). Earn-Outs Come Back Into Fashion. *Buyouts*, 21(17), 24.
- Veld-Merkoulova, Y. V. (2003). *Essays on Futures Markets and Corporate Spin-Offs*. Dissertation, Universität Rotterdam. Rotterdam: Thela Thesis.
- Vest, P. (1995). *Der Verkauf von Konzernunternehmen durch Management Buy-Out*. Dissertation, Universität Mainz. Wiesbaden: Gabler.
- Vischer, M. (2002). Earn out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen. *Schweizerische Juristenzeitung*, 98(21), 509–517.
- Walcher, M. S. (2000). MBLenkungen GmbH – Von der reinen Inhouse-Produktion zum global agierenden Unternehmen. In M. Reiss (Hrsg.), *Netzwerk Unternehmer – Fallstudien netzwerkintegrierter Spin-offs, Ventures, Start-ups und KMU* (S. 77–98). München: Vahlen.
- Weber, N. (2006). *Private-Equity-Investments in Buy Outs von Konzerneinheiten*. Dissertation, Universität Bochum. Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag.

Weiser, M. F. (2004). Die Earnout-Methode zur Überwindung divergierender Wertschätzungen im Rahmen von M&A-Transaktionen. *Mergers & Acquisitions Review*, 14(12), 512–518.

Internetquellenverzeichnis

- Bonenfant, M. A. (2005). *The Challenge of Earnout Provisions In Acquisition Agreements*. Newsletter American Bar Association 2004. Retrieved June 6, 2009 from
www.abanet.org/buslaw/newsletter/0044/materials/pp4.pdf
- Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften [BVK]. (2007). *Hintergrundinformation Nr.1*. Abgerufen am 04. Oktober 2009 von
http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/32/aid/28/title/Hintergrundinformation_Nr._1
- Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften [BVK]. (ohne Datum). *Glossar*. Abgerufen am 04. Oktober 2009 von
<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/31/title/Glossar>
- Die Zeit. (2005, 17. April). *Weckrufe für die Stammwähler – SPD-Parteichef Franz Müntefering geißelt Kapital*. Abgerufen am 07. Dezember 2008 von <http://www.zeit.de/2005/16/kapitalkritik>
- European Venture Capital & Private Equity Association [EVCA]. (no date). *Funds Raised in Europe*. Retrieved June 9, 2009 from
http://www.bvai.de/fileadmin/templates/bai/Statistiken/08FR_1_AnnualFundsRaised.pdf
- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2004). *Kaufprozess: Leitplanken einer erfolgreichen Akquisition*. Abgerufen am 07. Juni 2009 von
http://www.pwc.ch/user_content/editor/files/ind_insurance/pwc_sic_040923_a_d.pdf