
Zur Brauchbarkeit von Umsatz-Multiplikatoren
für Zwecke der Schaden-Quantifizierung

Anhörung vor dem Landgericht Hamburg
20./21. Januar 2005

Zur Brauchbarkeit von Umsatz-Multiplikatoren für Zwecke der Schaden-Quantifizierung

- (1) Der Wert eines Unternehmens i.S.d. Wertes des Eigenkapitals berechnet sich als Barwert aller künftigen, unsicheren Nettozuflüsse (net cash flows), die an die Eigentümer fließen. Vgl. IDW, Standard 1, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung, (2000) Tz. (4), S. 826
- (2) Die Nettozuflüsse (oder Einzahlungsüberschüsse oder net cash flows) sind u.a. bestimmt durch die zeitliche Struktur folgender Zahlungen
 - Umsatzerlöse
 - Auszahlungen für Personal, Material, Energie, sonstige betriebliche Zwecke
 - Reinvestitionen im Anlage- und Umlaufvermögen
 - Steuerzahlungen
 - Kapitaldienst an Kreditgeber, Leasing-Geber etc.
- (3) Der Wert des Unternehmens im Bewertungszeitpunkt hängt u. a. ab von
 - Struktur und Risiko der EZÜ (= CF) im expliziten Planungszeitraum vor Steuern
 - der Beträge und Renditen der Reinvestitionen
 - den Steuerzahlungen
 - der Wachstumsrate der EZÜ (=CF) nach dem Ende (T) des expliziten Planungszeitraums
 - dem risikoäquivalenten Diskontierungssatz nach Steuern.

- (4) Der Kalkül ist somit komplex → Financial Model – Working Draft 28.11.2000

Kann ein sehr viel einfacheres Kalkül, eine Daumenregel wie z. B. ein Umsatzmultiplikator, die gleiche Leistungsfähigkeit wie ein komplexes DCF-Kalkül haben?

Wieso sollte¹⁾ $V_0 = NU_1 \cdot UM$ erlauben, den Marktpreis V_0 zu quantifizieren?

- (5) Man hat zu unterscheiden in

a) Kalküle, die *Grenzpreise* quantifizieren. Grenzpreise sind Preise, die ein rationaler Investor vor dem Hintergrund seiner geplanten Strategien (z.B. Vertriebsgestaltung, Höhe der Reinvestitionen, Steuerbelastung, Finanzierung des Projektes) höchstens für ein Unternehmen bezahlen kann. Grenzpreise sind *subjektiv*, weil sie die erwarteten Erfolge der vom potentiellen Erwerber geplanten Strategien reflektieren.

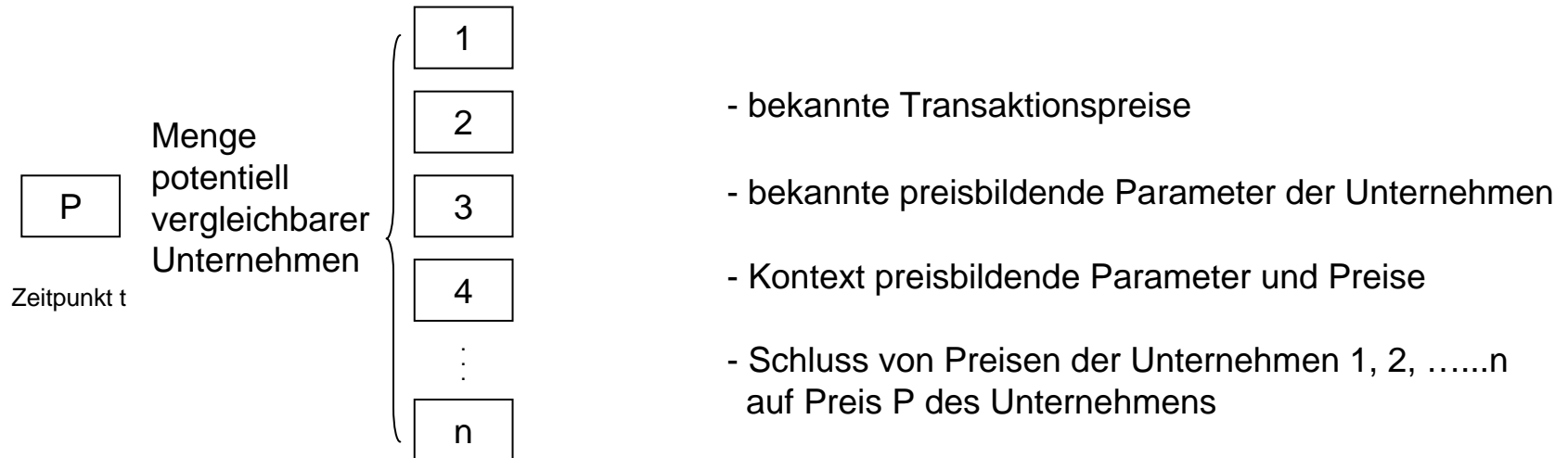
Der Einsatz von Beratern ist ein Mittel, um diese Strategien auf Machbarkeit zu überprüfen und die Realitätsnähe der generierbaren Zahlungsüberschüsse zu testen. Der Bewertungskalkül wird durch Dritte überprüft, er wird „objektiviert“, bleibt aber verhaftet mit den vom Käufer geplanten Strategien und ist in diesem Sinn subjektiv.

DCF-Kalküle sind Grenzpreis-Kalküle.

¹⁾ V_0 bezeichnet den Unternehmenswert im Bewertungszeitpunkt; NU_1 steht für die erwarteten Umsatzerlöse am Ende der Periode 1; UM ist ein Umsatz-Multiplikator.

b) Kalküle, die abschätzen wollen, in welcher Spanne ein Marktpreis liegen könnte. Beispiel: Börsengang eines Unternehmens. Hier finden auch Multiplikatoren-Ansätze Anwendung.

(6) Fragestellung: Welchen Preis P kann man in einem Zeitpunkt t für ein Unternehmen vermutlich erzielen vor dem Hintergrund a) bekannter Transaktionspreise, b) für eine Menge „vergleichbarer“ Unternehmen, c) gestützt auf als bewertungsrelevant (preisbildend) erkannte Parameter (z. B. Renditen, Wachstumsraten, Bilanzsumme, Kapitalstruktur)?



- (7) Um eine verlässliche Schätzung eines möglichen Marktpreises für ein Projekt (Unternehmen) im Zeitpunkt t ableiten zu können, muss man wissen
- (a) Welche wertrelevanten (preisbildenden) Parameter weisen die Unternehmen 1, 2, ...n auf und welchen Einfluss haben diese Parameter auf die Transaktionspreise dieser Unternehmen?
 - (b) Diese Parameter (Renditen, EBIT, Cash Flow zu Bilanzsumme, Verschuldungsgrad) streuen. Welcher Durchschnittswert soll angesetzt werden: Ein arithmetisches Mittel, der Median, ein gewogenes arithmetisches Mittel?
 - (c) Weist das zu bewertende Unternehmen die gleichen preisbildenden Parameter auf wie die angeblich vergleichbaren Unternehmen?
- (8) Beispiel für den Zusammenhang zwischen wertbildenden Parametern und dem Multiplikator PER (PER = Price-Earnings-Ratio) ²⁾

These: Preis (Marktwert des Eigenkapitals) ist ein Mehrfaches der Earnings (=Jahresüberschuss)

$$E_0 = J\ddot{U}_0 \cdot \text{PER}; \quad \text{z. B. PER} = 12$$

²⁾ Auch KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis.

1. Fall: JÜ wird voll ausgeschüttet; Reinvestition entspricht Abschreibung und Erhöhung der Rückstellungen; Rentenfall; Jahresüberschuss sei 10.

$$E_0 = JÜ_0 \cdot \text{PER} = 10 \cdot 12 = 120$$

$$\text{DCF-Methode (Ertragswertmethode): } E_0 = \frac{JÜ}{\text{DkS}} = \frac{10}{0,08333} = 120$$

PER führt zum gleichen Ergebnis wie DCF-Kalkül, wenn $\text{PER} = \frac{1}{\text{DkS}}$.

2. Fall: $JÜ_0$ wächst mit Rate $g = 0,03$

Reinvestition pro Periode entspricht Abschreibung und Zuführung zu Rückstellungen

$$\text{DCF-Methode (Ertragswertmethode)} \rightarrow E_0 = \frac{JÜ_0(1+g)}{\text{DkS} - g}$$

Für $g = 0,03$ übernimmt Multiplikator PER die Funktion von $\frac{1+g}{\text{DkS} - g}$

$$\text{DCF-Methode} \rightarrow E_0 = \frac{10(1+0,03)}{0,0833 - 0,03} = 193,14$$

Bliebe DkS konstant, folgt $\text{PER} = 19,314$; $E_0 = 10 \cdot 19,314 = 193,14$; PER muss somit die preisbildenden Parameter (also g und DKS) reflektieren.

3. Fall: Wachstum des JÜ mit $g = 0,03$ erfordert positive Thesaurierungsquote b

- Wachstum $g = 0,03$

- Thesaurierungsquote $b = 0,3$

$$\text{DCF-Methode: } E_0 = \frac{J\ddot{U}_0(1-b)(1+g)}{DkS - g}$$

Multiplikator PER muss die Funktion von $\frac{(1-b)(1+g)}{DkS - g}$ übernehmen, also die Parameter b, g, DKS reflektieren.

Angenommen, DkS bliebe unverändert $0,0833$, folgt für PER

$$\text{PER} = \frac{(1-b)(1+g)}{DkS - g} = \frac{(1-0,3)(1+0,03)}{0,08533 - 0,03} = 13,03$$

• Multiplikator-Kalkül: $10 \cdot 13,03 = 130,30$

• DCF-Kalkül: $E_0 = \frac{10(1-0,3)(1+0,03)}{0,08533 - 0,03} = 130,3$

4. Fall: Gestuftes Wachstum; $g_1 = 0,10$ von $t = 1$ bis T ; ab T $g_2 = 0,05$; realistischer Fall; ähnelt DKB-Analyse

$$b_1 = 0,60; \quad b_2 = 0,30$$

$$E_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^T J\ddot{U}_0(1-b_1)(1+g_1)^t(1+DkS)^{-t}}_{\text{Barwert der Überschüsse in der Phase überdurchschnittlichen Wachstums}} + \underbrace{\frac{J\ddot{U}_0(1+g_1)^T(1-b_2)(1+g_2)}{DkS-g_2}(1+DkS)^{-T}}_{\text{Endwert bei „normalem“ Wachstum in T, diskontiert auf Zeitpunkt 0}}$$

$$E_0 = \frac{J\ddot{U}_0(1-b_1)(1+g_1) \left[1 - \frac{(1+g_1)^T}{(1+DkS)^T} \right]}{DkS-g_1} + \frac{J\ddot{U}_0(1+g_1)^T(1-b_2)(1+g_2)}{DkS-g_2}(1+DkS)^{-T}$$

Was muss PER leisten? Von welchen Parametern hängt der exakte Multiplikator ab?

$$\frac{E_0}{J\ddot{U}_0} = \text{PER}$$

$$\text{PER} = \frac{(1-b_1)(1+g_1) \left[1 - \frac{(1+g_1)^T}{(1+DkS)^T} \right] + \frac{(1+g_1)^T(1-b_2)(1+g_2)}{DkS-g_2}(1+DkS)^{-T}}{DkS-g_1}$$

Preisbildende Parameter und damit geforderte Bewertungsleistung von PER

Beispiel zum 4. Fall ³⁾

$$b_1 = 0,60; \quad b_2 = 0,30; \quad g_1 = 0,10; \quad g_2 = 0,05; \quad \text{DKS} = 0,14; \quad \text{JÜ}_0 = 10; \quad T = 10 \quad \left[1 - \frac{(1+g_1)^T}{(1+\text{DKS})^T} \right] = 0,30035$$

$$\text{PER} = \frac{(1-0,60)(1+0,1) \left[1 - \frac{(1+0,10)^{10}}{(1+0,14)^{10}} \right]}{0,14 - 0,10} + \frac{(1+0,1)^T (1-0,3)(1+0,05)}{0,14 - 0,05} (1+0,14)^{-10}$$

$$= 3,30385 \quad + \quad 5,71378$$

$$= 9,01763$$

$$E_0 = 10 \cdot 9,01763 = 90,18$$

(9) Folgerungen

- Rechnungen mit Multiplikatoren sind stark vereinfachende Preisfindungsheuristiken.
- Sie sind häufig nicht mehr als Daumenregeln. Häufig sind sie nicht einmal das!

³⁾ Der Diskontierungssatz (DKS) wird auf 0,14 angehoben, um zu verhindern, dass die Differenz $\text{DKS} - g_1$ negativ wird.

- Sie können ggf. zur Plausibilitätsprüfung von mittels DCF-Kalkülen bestimmten Grenzpreisen benutzt werden (vgl. IDW, S. 1, Rn. 144, 145).
- Multiplikator-Rechnungen können DCF-gestützte Wertermittlungen *nicht* ersetzen. Das bedeutet auch, dass sie für Schaden-Berechnungen nicht geeignet sind.
- Multiplikator-Rechnungen, die auf earnings oder EBIT oder EBITDA oder operativem Cash Flow aufsetzen, versagen, wenn diese Bezugsgrößen *negativ* sind.
- Dann bleibt noch der Umsatz-Multiplikator, der in der einschlägigen Literatur als der am *wenigsten leistungsfähige* Multiplikator eingeschätzt wird. DKB verzichtet in Valuations Considerations (S. 5) explizit darauf, der Analyse von „comparable companies“ nachweisbaren Einfluss auf das Bewertungsergebnis zu geben.

(10) Das Landgericht formuliert im Beschluss vom 2.11.2004 (S. 13) der über ein DCF-Kalkül hergeleitete Unternehmenswert von 1.034 Mio. € ließe sich mit einem Umsatz-Multiplikator von 10,88 *abbilden*. Dahinter steht die Rechnung $\text{Umsatz } 2000 \cdot 10,88 = E_0$, also $95,1 \cdot 10,88 = 1.034$.

Die Kammer hofft auf diese Weise, der oben unter den Ziffern 7,8 und 9 aufgezeigten Problematik zu entrinnen. Weil die Parteien unter Beachtung der wertbildenden Parameter, die die DKB-Analysen im Detail ausweisen, sich verständigt haben, dass ein Wert auf stand-alone-Basis (=base case) bei 1.034 liegen könnte, glaubt die Kammer, mittels der Multiplikator-Methode wenn schon nicht den Wert des Eigenkapitals, so doch den Schaden quantifizieren zu können, den kontaminierte Umsätze im Jahr 2000 auf der Ebene der kaufenden Partei ausgelöst haben könnten.

Ergebnis ist die Schadensberechnung der Kammer: $46,7 = 5,7 \cdot 10,88 \cdot 0,75$.

- (11) Der entscheidende Terminus in der Formulierung des Landgerichts vom 2.11.04, S. 13 und S. 18 (vgl. auch Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 8.11.2004, S. 5; HOLG, Beschluss vom 29.09.2004, S. 4 ⁴⁾ ist der Begriff „abbilden“.

Was soll „abbilden“ hier heißen?

Man könnte den Unternehmenswert durch vielerlei Bezugsgrößen teilen: Zahl der Mitarbeiter, Bilanzsumme, EBIT des Jahres 2001 etc. In jedem Fall wird ein zuvor über ein DCF-Kalkül berechneter Wert (z. B. 1.034) geteilt durch eine Bezugsgröße.

Der Wert einer Werbeagentur pro Mitarbeiter sei 500.000 €. Dieser Parameter sei konsensfähig. Aber beantwortet er die Frage, um welchen Betrag der Wert der Werbeagentur sinkt, wenn der Pförtner kündigt?

Die entscheidende Frage ist, ob durch eine solche Teilungsrechnung eine *ökonomische Beziehung* offenbart wird, die den Kontext zwischen einem wertbestimmenden Parameter und Wert i. S. v. Grenzpreis des Unternehmens nachvollziehbar herstellt.

Das Landgericht *unterstellt* eine spezifische ökonomische Beziehung. Aber sie besteht in dieser Form nicht.

- (1) Die Umsätze 2000 sind nicht wertrelevant für den Wert des Unternehmens zum 01.01.2001,
- (2) der Kontext „Umsatz“ zu einem über einen DCF-Ansatz berechneten Unternehmenswert ist *viel* komplexer als die simple Multiplikation $NU_1 \cdot UM$ unterstellt. Man muss sich nämlich auf die Geschäftsfeld-Ebene begeben, um die Auswirkungen zu quantifizieren.

⁴⁾ „Der Multiplikator (von 10,8, J.D.) bildet daher in Verbindung mit dem Umsatz 2000 ebenfalls den Wert des Unternehmens ab“.

- (3) Man kann zwar den Unternehmenswert (1.034) zum 01.01.2001 teilen durch die realisierten Umsatzerlöse des Jahres 2000 und erhält $1.034 : 95,1 = 10,8$. Dies bedeutet jedoch keineswegs, dass jeder Euro Umsatz in 2000 das 10,8-fache des Unternehmenswertes zum 01.01.2001 verursacht hätte. Richtig ist vielmehr, dass der Umsatz des Jahres 2000 zum berechneten DCF-Wert nichts (Null) beigetragen hat. Die Teilungsrechnung der Kammer spiegelt Wertgenerierung vor, wo keine ist.

Wenn es aber an der Verursachung mangelt, kann ein Schaden so nicht belegt werden. Es trifft zu, dass sich in den vertraglichen Verabredungen der Parteien die Bewertungen objektivierbar manifestieren (Beschluss 02.11.2004, S. 13); die den 2000-Umsätzen von der Kammer zugeschriebene Wertgenerierung ist indessen nicht verteidigbar, weil sie nicht besteht.

- (12) Eine Wertänderungs-Berechnung wäre möglich, wenn der Minderumsatz z. B. im Jahr 2001 stattfände. Ohne Umsatzminderung sei der Wert zum 01.01.2001 1.034. Jetzt hätte man zu prüfen, in welchem Geschäftsfeld die Umsatzminderung eintritt, wie hoch die verlorenen Margen sind, ob die Minderung einmalig ist oder ob sie Nachwirkungen in späteren Perioden hat, etc. Hat man die Zahlungswirkungen abgegriffen, kann man die Barwert-Minderung zum 01.01.2001 berechnen. Die Differenz zwischen 1.034 und neu berechnetem Wert ist der ökonomische Nachteil, ausgelöst durch eine Umsatzminderung (z. B. -10).

Ob dies indessen im juristischen Sinn ein Schaden für den Käufer darstellt, kann ich als Ökonom nicht kompetent beantworten. Ich will aber darauf hinweisen, dass den Valuation Considerations vom 28.11.2000, S. 4 zu entnehmen ist, dass ENERGIS aus „potential synergies“ ein „value upside potential“ von 455 Mio. Euro erwartete. Dieser Betrag erhöht den Grenzpreis von ENERGIS über den Wert des „base case“-Szenarios von 1.034 hinaus. ENERGIS hätte einen 1.034 weit übersteigenden Preis zahlen könne, ohne seine Vermögensposition zu verschlechtern.

(13) Das Landgericht hat im Beschluss vom 2.11.2004 (S. 13-17) eine zweite Argumentationsebene entwickelt, um der an Minderumsätze im Jahr 2000 geknüpften Schadensberechnung zum Durchbruch zu verhelfen. Vorgetragen wird, dass die vertragliche Obergrenze des Kaufpreises in Höhe von 1.081 über in Form von „Kaufpreisanpassungsklauseln“ formulierten (fünf) Stufen erreicht werden konnte: Kaufpreisnachzahlungen auf einen Basispreis von 1.016 sollten auf Basis definierter Umsatz- und Verlustziele für das 4. Quartal 2000 in fünf Stufen bis zu einer Obergrenze (unter Einschluss des Basispreises) von 1.081 erfolgen.

Im Überblick sieht der Kaufvertrag vor:

- Einen fixen Kaufpreis, zahlbar in bar und ENERGIS-Aktien, in Höhe von 1.016, der an keine Bedingungen, die am Umsatz 2000 ansetzten, geknüpft ist;
- Kaufpreisanpassungsklauseln, die in Abhängigkeit von belegbaren Umsätzen und definierten Verlustziffern in 2000, Nachzahlungen (in Form von Aktien) definierten, die – wären sie geleistet worden – den Kaufpreis auf ca. 1.081 angehoben hätten.
- Die unterste earn-out-Stufe war definiert mit 94,6 Mio. Euro (Umsätze Monate 1-9 in 2000: 66,8 plus 27,8 = 94,6 (Vertragsklausel 1.5.2 a)) sowie einem Verlust in 4/2000 von 13,2 Mio. Euro oder weniger.
- Die oberste Stufe der Anpassungsklauseln ist definiert als Umsatz in 4/2000 in Höhe von 30,9 Mio. Euro (=97,7 Mio. Euro in 2000) und ein Verlust in 4/2000 von 12 Mio. Euro oder weniger.⁵⁾ Würden die Werte dieser letzten Stufe erreicht, würden 5,551 Mio. ENERGIS-Aktien geliefert, die beim Kurs von 550 pence und dem Umrechnungskurs von 1:1,638 einen Wert von 50 Mio. Euro hätten.

⁵⁾ Vgl. Vertragsklausel 1.5.6.

(14) Die Folgerung der Kammer, dass der Wert des von ENERGIS zu bezahlenden Unternehmenswertes „ganz entscheidend von Umsatzgrößen“ des Jahres 2000 bestimmt worden ist ⁶⁾ oder dass der von ISON erreichte Jahresumsatz in 2000 ein „bestimmender Faktor“ war ⁷⁾, lässt sich durch die Preisanpassungsklauseln nicht belegen. Die Kaufpreisanpassungsklauseln setzen zwar auf Umsatzziffern und Verlustzahlen des 4. Quartals 2000 auf, lösen aber maximal eine Prämie von 50 aus, die bezogen auf den fixen Kaufpreis von 1.016, der an keinerlei Nebenbedingungen bezüglich des Umsatzes 2000 gebunden ist, 4,9% des fixen Kaufpreises ausmacht.

(15) Die weiteren Ausführungen der Kammer interpretiere ich wie folgt:

Die untere Werthürde liegt bei einem Umsatz von 94,6 Mio. Euro. ENERGIS zahlt $1.016 \cdot 0,75 = 762$ Mio. Euro. Diese Relation 1.016 ließe sich „wiederum“ (S. 16) durch einen Umsatzmultiplikator (gerundet) von 10,8 „darstellen“. „Mithin war die Höhe von ENERGIS zu erbringenden Gegenleistung unmittelbar mit der Höhe der von ISON im Jahr 2000 zu erzielenden Umsatzerlöse verknüpft“. ⁸⁾

Diese Aussage ist nicht haltbar. Der fixe Kaufpreis von 1.016 war nicht mit Umsatzerlösen 2000 verknüpft. Verknüpft war lediglich die Erfolgsprämie, die ausgelöst worden wäre, wenn der Umsatz in 4/2000 den in Klausel 1.5.1 definierten Wert erreicht oder überschritten hätte.

Die Verknüpfung wird von der Kammer behauptet; existiert hat sie nicht. Insbesondere hat der Umsatzmultiplikator, den die Kammer zur „Darstellung“ nutzt, keinerlei Rolle bei der Herleitung der Werte von 1.034 oder 1.016 gespielt.

⁶⁾ Beschluss v. 2.11.2004, S. 13.

⁷⁾ Beschluss v. 2.11.2004, S. 14.

⁸⁾ Beschluss v. 2.11.2004, S. 17.

(16) Die Kammer hält daran fest, dass jener Umsatzmultiplikator zur Bestimmung einer mindestens festzustellenden Schadenshöhe herangezogen werden kann.⁹⁾ „Es liege auf der Hand, dass der auf die Gesamtumsatzzahl bezogene Multiplikator von 10,8 für die Bewertung, welcher anteilig geringere Unternehmenswert bei einer Umsatzreduzierung anzusetzen ist, nicht überhöht ist“. ¹⁰⁾ ENERGIS hätte bei nicht zu berücksichtigenden Scheinumsätzen eine erhebliche Kaufpreisreduzierung verlangt und ich interpretiere den Kammerbeschluss so, als wollte die Kammer das Verhalten des Käufers, den sie für geschädigt hält, durchspielen (simulieren): Wenn ENERGIS bereit ist, für eine Umsatzsteigerung von 0,8 Mio. Euro 1,11 Mio. Aktien (im Werte von 10 Mio. €) zu liefern, um wie viel hätte sie den Kaufpreis gesenkt, wenn der Umsatz im 4. Quartal 2000 um 0,8 Mio. Euro hinter einem – im Vertrag nicht definierten – Zielwert zurückgeblieben wäre? Das Ergebnis dieser Simulation (abgezogen von 1.016) ist in den Augen der Kammer der „Mindestschaden“.

⁹⁾ Beschluss vom 2.11.2004, S. 18.

¹⁰⁾ Beschluss vom 2.11.2004, S. 18.

- (17) Ob solche Simulationen, die eine phantasiereiche Auslegung bestehender Verträge erfordern, zur Schadensquantifizierung geeignet sind, mögen Juristen beantworten.

Ich möchte auf folgende Aspekte verweisen:

1. Eine entsprechende earn-out-Klausel ist im Vertrag nicht enthalten. Es handelt sich vielmehr um eine „als-ob“-Annahme.
2. Auch in dieser Interpretation sind alle Mängel des Umsatzmultiplikators, von denen sich die Kammer befreien wollte, wieder im Spiel. Das erkennt man, wenn man die Umsatzminderung ins Jahr 2001 verlegt und rationale Parteien unterstellt, die aushandeln, um welchen Betrag ein schon ausgehandelter Preis sinken könnte. Rationale Parteien würden die Preisänderung mit dem Kalkül ermitteln, mit dem sie auch den ersten (schon ausgehandelten) Wert ermittelt hätten. Das ist ein DCF-Kalkül.
3. Aus diesem Grund droht auch die Simulation der Kammer zu scheitern. Warum hätte sich der Verkäufer auf grobe, die Barwertminderung weit überzeichnende Regeln im Falle von Minderumsätzen im 4. Quartal 2000 einlassen sollen, wenn er der vollen Überzeugung ist, eine realisierbare Umsatzplanung 2001 präsentiert zu haben, weshalb die Barwertminderung viel kleiner wäre bzw. ganz ausbliebe?

Ergebnisse:

1. Die Rechnungen und Überlegungen der Kammer zur Existenz und Höhe eines Schadens sind unter ökonomischen Aspekten angreifbar.
2. Die Vertragsparteien haben erkennbar die Unternehmenswerte von 1.034 bzw. 1.016 nicht über eine Multiplikator-Methode ermittelt. Die Kammer unterstellt in ihrer ersten Auffassung zur Bedeutung des Umsatz-Multiplikators eine Wertverknüpfung zwischen Umsatzerlösen 2000 und Wert (Grenzpreis) des Unternehmens zum 1.01.2000, die in dieser Form nicht besteht. Wie die Wertgenerierung zustande kommt, zeigt dagegen das DCF-Kalkül von DKB.
3. Die Kammer nutzt die earn-out-Klauseln des Kaufvertrages, um die auf den Umsatzmultiplikator gestützte Berechnung eines Schadens neu zu beleben (zweite Auffassung). Die Kammer wählt (nach meiner Interpretation ihrer Beschlüsse) eine Simulation, wie der Vertrag bei negativen Abweichungen von Umsatzzielen auch hätte formuliert sein können. Diese Interpretation stößt auf folgende Detailprobleme:
 - a) Der Vertrag enthält keine an den Basispreis von 1.016 geknüpftes Umsatzziel, von dem aus negative Abweichungen definiert werden könnten.
 - b) Der Vertrag enthält keine so gearteten earn-out-Klauseln, wie sie die Kammer entwickelt. Vielmehr enthält der Vertrag nur positive, also belohnende earn-out-Klauseln, die an Umsatzzielen und Verlustdefinitionen für das Jahr 2000 festgemacht sind.

- c) Die Simulation der Kammer über die Struktur, die der Vertrag haben könnte, stellt nur auf den Käufer, also ENERGIS ab. Diese Sicht ist (zu) eng. Da Verträge zwischen zwei Parteien ausgehandelt werden, müssen in eine Simulation auch der Verkäufer und dessen Überlegungen einfließen. Der Verkäufer weiß, dass die Wertminderungen, die bestimmte Minderrealisationen auslösen könnten, abhängen von dem Charakter der Umsätze (einmalig oder recurring), von den zu erwartenden Bruttomargen bzw. Cash Flow-Beiträgen etc.. Für ihn besteht kein Anlass auf eine Vertragsklausel einzugehen, die (vorzugebende, aber nicht vorgegebene) Ziele unterschreitende Minderumsätze in ihrer Wertrelevanz dramatisch überschätzt, wie es die Multiplikator-Anwendung der Kammer bewirkt. Der Verkäufer hätte somit, soweit er überhaupt bereit gewesen wäre, earn-out-Klauseln mit negativer Ausrichtung zu akzeptieren, auf Regelungen bestanden, die von den Schlussfolgerungen der Kammer deutlich abweichen.
4. Die zweite Interpretation der Kammer ist m. E. einfallsreicher als die erste. Aber sie rekurriert ebenfalls auf den Umsatzmultiplikator, um die potentielle Wertabweichung zu konkretisieren. Sie stößt damit exakt auf die Probleme, die die erste Interpretation kennzeichnet. Die Wertabweichung müsste vielmehr im Rahmen des DCF-Kalküls belegt werden.