

Herrn RA Thomas Bliwier
Herrn RA Dr. Gerhard Strate

Hamburg

Per Mail: TBliwier@aol.com
info@strate.net



Regensburg, 2004-12-13
Dru/Ga

Stellungnahme 2 zur Frage der möglichen Wertrelevanz von sog. kontaminierten Umsatzerlösen des Jahres 2000 auf den Wert des Eigenkapitals der Ision AG zum 1.01.2001

1. Ich bin beauftragt, die folgenden Fragen unter betriebswirtschaftlichem Aspekt und unter Beachtung der einschlägigen Lehrsätze zur Unternehmensbewertung zu untersuchen:
 - a) Hatten die sog. Scheinumsätze zwischen bestimmten Unternehmen (Bluetrix etc.) und der Ision AG im Jahr 2000 Einfluss auf den im Rahmen eines DCF-Kalküls durch DKB bzw. Energis berechneten Wert des Eigenkapitals der Ision AG zum 1.01.2001? Der Berater des Käufers – DKB – bzw. Energis berechnen im sog. base case scenario einen Barwert zum 1.01.2001 für 100% der Anteilsrechte in Höhe von 620 Mio. GBP.¹
 - b) Hätten sich die Planzahlen im Kalkül von DKB bzw. Energis und das Bewertungsergebnis des DCF-Kalküls zum 1.01.2001 geändert, wenn die sog. Scheinumsätze des Jahres 2000 mit dem Wert Null verbucht worden wären?

Der Kern der Argumentation von A. Falk ist, dass in die Bewertungsrechnungen, die der Käufer Energis aufgemacht hat – oder durch den Berater DKB hat aufmachen lassen – keine sog. Scheinumsätze des Jahres 2000 haben eingehen können und auch nicht eingegangen sind, weil in den dem Käufer Energis überlassenen Planungsdaten gemäß „Financial Plan“ der Ision AG diese (als Ursache möglicher Fehlbewertungen durch den Käufer angesehenen) Umsätze in dem bewertungsrelevanten Jahr 2001 nicht aufscheinen, also mit Null angesetzt sind, und folglich das Ergebnis des DCF-Kalküls mit dem Bewertungsstichtag 1. Januar 2001 nicht haben beeinflussen können.

2. Ich stütze mich auf die folgenden Unterlagen:
 - (a) Financial Plan der Ision Internet AG (ohne Datum, 47 Seiten);
 - (b) Schreiben von Alexander Falk an das Landgericht Hamburg vom 28.10.2004 (24 Seiten);

¹ Vgl. Energis, Project Isabelle, Valuation Considerations, 29. November 2000, S. 4.

- (c) Projekt Isabelle, Valuation Considerations vom 29. November 2000 (Datum handschriftlich geändert) erstellt von DKB („Clients/energis/india/valuation pres. 28.Nov. 2000“);
- (d) Kopie des Excel Spreadsheets „Projekt India“, „Egypt Base Case“ vom 1.12.2000 (31 Seiten). Diese Rechnungen im Excel-Format, erstellt von DKB für Energis, werden im folgenden als „Financial Model“ bezeichnet;
- (e) Project Isabelle, Financing Model Assumptions vom 11. Dezember 2000, (12 Seiten und 4-seitiger Tabellenanhang „base case“. („Clients / energis / India / valuation / assumptions / India dcf assumptions 06122000a – financing.ppt“).

3. Herr A. Falk trägt im einzelnen folgende Argumente vor:

- (1) Die sog. Scheinumsätze zwischen der Ision AG und den Unternehmen Bluetrix, KM-I GmbH, Medienkontor Online GmbH, Media Consult GmbH, Sitgate AG sind Umsätze, die im Financial Plan dem Jahr 2000 zugeordnet sind. Umsätze zwischen Ision AG und diesen Unternehmen finden gemäß Financial Plan für das Jahr 2001 nicht statt. In diesem Sinne ist die Finanzplanung 2001 von Ision um Scheinumsätze bereinigt. Präziser: Die Finanzplanung für 2001 enthält keine Umsätze aus Transaktionen mit diesen Unternehmen.
- (2) Die Berechnungen von Dresdner Kleinwort Benson (DKB) für den Käufer Energis, dokumentiert im „Financial Model“ und in den Unterlagen, die zur Präsentation vor dem Board von Energis eingesetzt wurden, stützen sich auf die Daten, die der Financial Plan von Ision für das Jahr 2001 ausweist. Somit enthalten auch die Berechnungen des Beraters DKB von Energis keine Annahmen über Umsatzerlöse, die auf sog. Scheinumsätze rückführbar wären.
- (3) Der Berater DKB und Energis nehmen in ihrem DCF-Kalkül Abschlüge von den Plandaten des Financial Plans von Ision für das Jahr 2001 (und Folgejahre) vor, weil sie ihre eigenen Einschätzungen über die möglichen Wachstumsraten der Geschäftsfelder von Ision in ihr Kalkül einbringen. Eine nach unten gerichtete Korrektur erwarteter Umsatzerlöse bzw. Free Cash Flows stützt nicht die Hypothese eines vom Verkäufer durch die Generierung von sog. Scheinumsätzen irgeleiteten und somit geschädigten Investors.
- (4) Der Berater DKB bzw. Energis entwickeln ihre Prognosen über Wachstumsraten von Geschäftsfeld-spezifischen Umsatzerlösen für die Jahre 2002-2010 und danach losgelöst von den Wachstumsraten, die das Management der Ision AG für die Zeitspanne 2000 bis 2001 im Financial Plan dokumentiert hatte, indem sie sich auf eigene Recherchen und Reports unabhängiger Berater stützen. Da diese eigenständig geschätzten Wachstumsraten auf den nicht kontaminierten Umsätzen des Jahres 2001 aufsetzen, sind die so abgeleiteten (prognostizierten) Daten ebenfalls nicht kontaminiert.

Fasst man die Teilargumente (1) bis (4) zusammen, folgt, dass die sog. kontaminierten Umsätze zwischen bestimmten Unternehmen und der Ision AG, die dem Jahr 2000 zugerechnet werden, die Bewertungskalküle von Energis bzw. dem Berater DKB, niedergelegt in Financial Model (FM) vom 28.11.2000 und der Vorlage Financing Model Assumptions vom 11. Dezember 2000, und damit das Bewertungsergebnis, nicht beeinflusst haben.

Ich werde diese Argumentation anhand der mir vorliegenden Unterlagen überprüfen.

4. zu (1)

Die kontaminierten Umsätze des Jahres 2000 beziehen sich auf Transaktionen zwischen Ision AG und den Unternehmen Bluetrix, KM-I GmbH, Medienkontor – Online GmbH, Media Consult GmbH und Sitgate AG. Der Financial Plan der Ision AG weist für das Jahr 2000, untergliedert nach Geschäftsfeldern die Umsätze (Revenues) aus, die in Tabelle 1 aufgelistet sind. Die Summe dieser Umsätze beträgt 5.881 T Euro.

Unternehmen	Access	Hosting	Integrated Solutions	Systems and Services	Summe
(1) Bluetrix	45	55	1.742	927	2.769
(2) KM-I-GmbH	0	0	1.023	0	1.023
(3) Medienkontor – Online GmbH	0	0	920	0	920
(4) Media Consult GmbH	0	0	690	0	690
(5) Sitgate AG	0	0	372	107	479
Summen	45	55	4.747	1.034	5.881

Tabelle 1

Die Umsatzplanung für das Folgejahr 2001 ist zusammenfassend auf den Seiten 12 und 13 des Financial Plan der Ision AG ausgewiesen.² Diese Umsatzplanung weist keine Umsätze mit den genannten Unternehmen Bluetrix, KM-I GmbH, Medienkontor – Online GmbH, Media Consult GmbH und Sitgate AG aus. Ausgewiesen werden vielmehr erwartete Umsatzerlöse, untergliedert in „recurring business“ (19.288) und „new business“ mit sog. key-accounts, also Hauptkunden (43.970).

Seite 2 des Financial Plan der Ision AG enthält die Gewinn- und Verlust-Rechnung für Jahr 2000 (legal) und die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für 2001 (legal). Tabelle 2 weist die Geschäftsfeld-spezifischen Umsatzerlöse aus.

² Der Ausdruck der Datei „Financial Plan“ der Ision AG ist nicht paginiert. Die Seitenangaben entsprechen der von mir vorgenommenen Paginierung, die mit dem „Table of Contents“ als Seite 1 beginnt.

Geschäftsfeld	2000	2001
(1) Access	27.062	30.323
(2) Hosting	16.635	42.008
(3) Integrated Solutions	27.596	60.904
(4) Systems and Services	26.382	25.778
(5) ASP – SME	-	10.479
Summe	97.675	169.492

Tabelle 2

Die für 2001 ausgewiesenen, aus der Sicht von 2000 erwarteten Umsätze ergeben sich als Summe der mit Hauptkunden erzielbaren Umsätze (key-accounts, Finanzplan S. 12 und 13) und der im Finanzplan auf den S. 14-35 aufgelisteten und nach „national locations“ und „international locations“ untergliederten erwarteten Umsatzerlöse. In diesem Sinne ergibt sich der erwartete Umsatzerlös 2001 im Geschäftsfeld „Access“ (30.323) aus dem Umsatz in 2001 mit key-accounts (7.452) zuzüglich den erwarteten Umsatzerlösen aus „national“ und „international locations“ in 2001, die auf den Seiten 14-35 des Financial Plan aufgegliedert sind, und auf S. 36 aggregiert werden (22.871). In analoger Weise lässt sich der erwartete Umsatzerlös für den wachstumsstarken Bereich „Hosting“ für 2001 in Höhe von 42.008 rekonstruieren aus der Summe von 29.731 (=erwartete Umsatzerlöse mit key-accounts, also Großkunden, Financial Plan, S. 13) und den aggregierten Umsatzerlösen für 2001 der nationalen und internationalen „locations“, also 12.277 (Financial Plan, S. 36).³

Die erwarteten Umsatzerlöse 2001 sind somit konsistent im Financial Plan hergeleitet. Die erwarteten Umsatzerlöse mit Hauptkunden (key-accounts) enthalten keine Umsatzerlöse mit den oben angesprochenen Unternehmen (Bluetrix etc.).

Es könnte eingewendet werden, dass die erwarteten Umsätze von „national“ bzw. „international locations“ für das Jahr 2001 Umsätze mit den der Scheinumsätze verdächtigten Unternehmen Bluetrix, etc. enthielten. Dies könnte mit dem prinzipiell überzeugenden Argument ausgeschlossen werden, dass die sog. locations Beteiligungsunternehmen sind, die nicht zu 100% im Eigentum der Ision AG waren und deshalb ein eigenständiges Rechnungswesen haben und eigene Planungsrechnungen erstellen. Der Financial Plan der Ision AG informiert auf S. 6 über die Struktur der national und international locations. Die Beteiligungsverhältnisse ergeben sich z. T. aus dem Jahresabschluss 2000: Ausgewiesen werden im Beteiligungsspiegel der Distefora AG folgende Beteiligungsquoten von Locations National Part 1, die im Financial Plan der Ision AG auf S. 6 explizit benannt werden:

³ Für Integrated Solutions gilt: $45.309 + 15.595 = 60.904$;
für Systems and Services gilt: $25.778 + 0 = 25.778$;
für ASP-SME gilt: $10.479 + 0 = 10.479$.

-	Kiel (Ision Data Net)	57,5
-	Hamburg (PPP)	74,8
-	Iserlohn (MB α T)	51,0
-	Greifswald (Unicon)	51,0
-	Stuttgart (PEM)	100,0
-	Hamburg (TRX)	74,5
-	Emmerich	0
-	Wuppertal (KDT)	100,0
-	Mannheim	62,5

Im Regelfall liegen somit Mehrheitsbeteiligungen vor, die es indessen – wie bekannt – nicht ermöglichen, die Geschäftsleiter zur buchhalterischen Erfassung von Umsatzerlösen zu bewegen, die ohne Substanz sind.

Vor dem erläuterten Hintergrund komme ich zu dem Ergebnis, dass die für das Jahr 2001 erwarteten (Plan) Umsatzerlöse keine Umsatzerlöse mit den Unternehmen enthalten (Bluetrix etc.), deren Umsatzbeiträge im Jahr 2000 als kontaminiert gelten.

5. zu (2) und (3)

Die Überlegungen und Berechnungen des Käufers Energis und des Beraters DKB sind – soweit sie mir vorliegen – dokumentiert in verschiedenen Fassungen⁴ der Ausarbeitung „Project Isabelle, Valuation Considerations“ vom 28. bzw. 29. November 2000 (Clients/energis/india/valuation pres. 28. Nov. 2000) und einem Financial Model vom 28. November 2000 im Umfang von 31 Seiten. Autoren beider Unterlagen sind Mitarbeiter von DKB.

Das Financial Model weist im Szenario „Egypt Base Case“ für die Jahre 2000, 2001 und 2002 – die Folgejahre werden vorläufig ausgeblendet – in Mio. Euro auf Seite 6 von 31 die in Tabelle 3, Spalte 1 und 2, ausgewiesenen „Revenues“ aus:

⁴ Ich stütze mich im folgenden auf die Fassung vom 29. Nov. 2000 im Umfang von 31 Seiten mit den Gliederungspunkten I. Market Perception, II. Valuation und Appendix.

Geschäftsfeld	(1) FM 2000	(2) FM 2001	(3) g ^o	(4) FM 2002	(5) g
(1) Hosting	16,6	29,3	0,765	48,4	0,652
(2) Integrated Solutions	25,9	57,2	1,208	99,3	0,736
(3) Access + Backbone	27,1	30,3	0,118	31,8	0,049
(4) Systems and Services	25,5	24,9	-0,024	22,4	-0,100
(5) ASP - SME	-	0	-	0	
Summe	95,1	141,7	-	201,9	

Tabelle 3: Geplante Umsatzerlöse durch DKB bzw. Energis

Die in den Spalten (3) und (5) ausgewiesenen Größen g entsprechen den durch die geplanten Umsatzerlöse implizierten Wachstumsraten. Weil DKB bzw. Energis erwartet, in 2001 im Geschäftsfeld Hosting Umsatzerlöse von 29,3 zu erzielen und weil der im Financial Plan der Ision AG für das Jahr 2000 als erzielbar ausgewiesene Umsatz 16,6 (S. 2 des Financial Plan) ist, beträgt die erwartete Wachstumsrate 76,5%: $16,6 \cdot 1,765 = 29,3$. Die Wachstumsrate, die die Umsatzerlöse des Jahres 2000 mit denen des Jahres 2001 verbindet, ist also eine sich ergebende Rechengröße, die *keinen* eigenständigen Informationswert für den anstehenden Bewertungskalkül hat. Die Wachstumsrate g reflektiert nur die Umsatzerwartungen für das Jahr 2001. Und diese Umsatzerlöse sind, wie oben unter 4. ausgeführt, frei von sog. kontaminierten Umsätzen.

Aus diesem Grund ist es auch ohne jede Wertrelevanz, wenn die im Financial Model von DKB auf S. 6 ausgewiesenen Umsatzerlöse für das Jahr 2000 nicht völlig bereinigt sind von sog. kontaminierten Umsätzen. Tabelle 4 stellt den ausgewiesenen Umsatzerlösen 2000 im Financial Model von DKB (dort S. 6) die Umsatzerlöse 2000 des Financial Plan von Ision vor bzw. nach Bereinigung um sog. kontaminierte Umsätze gegenüber. Die Bereinigung besteht im Abzug der sog. kontaminierten Umsatzerlöse in Höhe der folgenden Beträge:

- Access	-45
- Hosting	-55
- Integrated Solutions	-4.747
- Systems and Services	-1.034

^o g steht für die Wachstumsrate: Umsatz 2000 \cdot (1+g) = Umsatz 2001. Z. B.: $27,1 \cdot (1+0,118) = 30,3$.

Geschäftsfeld	(1)	(2)	(3)
	FM 2000	Ision FP 2000 unbereinigt	Ision FP 2000 bereinigt
(1) Hosting	16,6	16,6	16,5
(2) Integrated Solutions	25,9	27,6	22,9
(3) Access + Backbone	27,1	27,1	27,0
(4) Systems and Services	25,5	26,4	25,4
(5) ASP - SME		-	
Summe	95,1	97,7	91,8

Tabelle 4

Die Unterschiede zwischen den Umsatzangaben im Financial Model für 2000 und den Umsatzangaben im Financial Plan der Ision AG vor Bereinigung bestehen im Geschäftsfeld „Integrated Solutions“ in Höhe von $27,6 - 25,9 = 1,7$ und im Geschäftsfeld „Systems and Services“ in Höhe von $26,4 - 25,5 = 0,9$. Diese Differenzen sind identisch mit den Bluetrix zurechenbaren (kontaminierten) Umsatzerlösen im Jahr 2000. Im Bewertungsgutachten von DKB heißt es denn auch in Abschnitt II. DCF-assumptions in „Valuation Considerations“ vom 29. November 2000, S. 11, dass der von Ision erwartete Umsatzerlös für das Jahr 2000 im Geschäftsfeld „Integrated Solutions“ „has been reduced by the amount of revenues generated from a related party to the seller“.

Daraus könnte der Schluss gezogen werden, die Dekontaminierung sei nur partiell erfolgt mit der möglichen Folge einer verzerrten Datenbasis. Dieser Schluss ist indessen nicht haltbar, weil die durch explizite Umsatzerwartungen für 2001 belegten Zahlen, nach Kundengruppen differenziert, eben nicht durch kontaminierte erwartete Umsatzerlöse verzerrt sind.

Weiterhin ist der Einwand denkbar, dass ein potentieller Käufer, dem – so sei hier lediglich angenommen – partiell kontaminierte Umsatzerlöse 2000 berichtet werden, auf falsche Wachstumsraten (g) schließe und deshalb eigene verzerrte Umsatzprognosen entwerfe. Auch dieser Einwand ist nicht tragfähig vor dem Hintergrund des Sachverhaltes. Dies sei an Daten des Falles erläutert. Ision plant gemäß Financial Model für 2001 im Geschäftsfeld Hosting Umsatzerlöse von 42,0. In 2000 betragen die Umsatzerlöse 16,6; somit ist die erwartete Wachstumsrate 1,53. Wäre der Umsatz 2000 in diesem Geschäftsfeld kontaminiert und z. B. um 0,8 zu hoch, wäre die berichtigte Wachstumsrate g^* höher und betrüge $1,658^6$. Weil der für 2001 von Ision berichtete Umsatzerlös gerade nicht kontaminiert ist, berechnet der potentielle

⁶ $(16,6 - 0,8) (1 + 1,658) = 42,0$.

Käufer folglich zu *niedrigen* Wachstumsraten, was ihn eher hindert, zu hohe Kaufpreise zu berechnen und ggf. zu bezahlen.

Ich ziehe somit die Folgerung, dass der Einwand, eine nur partielle Dekontaminierung der erwarteten Umsatzerlöse für das Jahr 2000⁷ könne den Käufer zu fehlerhaften, ihn schädigenden Schlüssen über den Wert des Eigenkapitals der Ision AG veranlassen haben, nicht belastbar und nicht tragfähig ist.

6. zu (4)

Der DCF-Kalkül von DKB und Energis setzt im Jahr 2001 ein und erfasst prinzipiell die gesamte restliche (im Kalkül unendliche) Lebensdauer des Kaufobjektes. Deshalb kommt es darauf an, in welchem Ausmaß sich der Käufer und seine Berater von den Prognosen des Verkäufers, also der Ision AG, lösen und ihre eigenen Erwartungen über Umsatzerlöse, Personalaufwendungen, Reinvestitionen etc. an die Stelle der Erwartungen des Verkäufers setzen. In Bezug auf die Prognose der künftigen Umsatzerlöse finden wir folgende Vorgehensweisen:

- Für das Geschäftsfeld „Access“ wird für 2001 die erwartete Umsatzgenerierung des Managements von Ision übernommen. Diese ist frei von inkriminierten Umsatzerlösen. Die Wachstumsrate der Umsatzerlöse für 2002 wird mit 0,05 (5%) und damit wesentlich niedriger angesetzt, als die von Ision für 2001 unterstellte Wachstumsrate von 0,1205 (12,05%). Für die Jahre nach 2002 wird die Wachstumsrate auf Null gesetzt.⁸
- Für das Geschäftsfeld „Hosting“ wird die Wachstumsrate der Umsatzerlöse für 2001 um 50% reduziert. Ision hatte im Financial Plan eine Wachstumsrate von 1,5253 (=152,5%) angenommen⁹. DKB senkt die Wachstumsrate der Umsatzerlöse von 2000 auf 2001 auf 75%.¹⁰ Die Wachstumsrate der Umsatzerlöse für 2002 ist ca. 65%; die für 2003 beträgt 56%. Die Wachstumsraten schrumpfen kontinuierlich: Von 2009 auf 2010 beträgt sie 6,7%; nach 2010 wird sie mit 4% angesetzt.
- Für das Geschäftsfeld „Integrated Solutions“ hatte das Management der Ision AG im Financial Plan im Zeitraum von 2000 auf 2001 Umsatzerlöse geplant (60,9), die (ausgehend von 27,6) einer Wachstumsrate von 1,207 (=120,7%) entsprechen. DKB bzw. Energis übernehmen diese Wachstumsrate für die Schätzung der Umsatzerlöse 2001 und veranschlagen diese auf 57 = 25,9 (1+1,207).¹¹ Diese erwarteten Umsatzerlöse sind somit um 60,9 – 57 = 3,9 Mio. niedriger als die Schätzung des Managements von Ision, weil die durch die

⁷ Die Verhandlungen fanden gemäß Unterlagen im 4. Quartal des Jahres 2000 statt. Somit ist es korrekt, auch für das Jahr 2000 von erwarteten Umsatzerlösen zu sprechen.

⁸ Valuation Considerations, S. 11; DCF-Kalkül, S. 9.

⁹ Von 16,6 in 2000 auf 42,0 in 2001; $g = 1,5253$.

¹⁰ $16,6 \cdot 1,75 \approx 29$; 29 ist der Ansatz der Umsatzerlöse für 2001 im DCF-Kalkül; vgl. Valuation Considerations, S. 9.

¹¹ Vgl. Financial Model, S. 5 und S. 6; Valuation Considerations, S. 9.

Kontaminierung beeinflusste, gedämpfte Wachstumsrate auf dem partiell dekontaminierten Ausgangswert 25,9 aufsetzt.

Für die Prognose der Umsatzerlöse für 2002 wird die Wachstumsrate aber auf ca. 74% gesenkt. Für 2003 sinkt sie auf 53%; für 2010 beträgt sie nur noch 6,8%; danach beträgt sie 4%. Insgesamt orientiert sich der Käufer bzw. dessen Berater im Zeitraum 2002 – 2010 an den Wachstumsraten, die der Research Report von ING Barings empfahl.¹²

- Das Geschäftsfeld ASP-SME bleibt völlig unbeachtet: Umsatzerlöse werden mit Null angesetzt, was eine den Wert des Unternehmens reduzierende Annahme ist.
- Das Geschäftsfeld „Systems and Services“ wird vom Management der Ision AG mit einer negativen Wachstumsrate bedacht. DKB übernimmt diese Wachstumsrate für 2001 und kürzt für den Zeitraum 2002 – 2010 die Umsatzerlöse um 10% pro Jahr.¹³

Diese durchdachte, sich auf weitere Informationsquellen Dritter stützende, eigenständige Vorgehensweise beim schrittweisen Aufbau der für eine DCF-Bewertung entscheidenden Datengewinnung zeigt, dass nicht nur die Umsatzerlöse des Jahres 2001, sondern auch die Umsatzerlöse der Folgejahre von den kontaminierten Umsätzen im Jahr 2000 nicht beeinflusst sind. Somit sind alle erwarteten Umsatzerlöse, beginnend in 2001, nicht kontaminiert.

7. Die Valuation Considerations von DKB lassen keinerlei Zweifel daran, dass ihre Bewertung fast ausschließlich auf einer Cash Flow-Analyse aufbaut. „Our valuation is predominantly based on the results of the discounted cash flow analysis“.¹⁴ Eine Analyse über Transaktionspreise vergleichbarer Unternehmen und damit über Multiplikatoren ist unergiebig („is limited“), weil Ision in einem relativ frühen Wachstumsstadium ist und ihre Geschäftsfelder sich im Vergleich zu potentiellen Vergleichskandidaten verschieben.¹⁵ Aus diesem Grund muss ein Beleg für einen sog. „Mindestschaden“ im Rahmen eines DCF-Kalküls geführt werden. Hier ist dann ein weiterer Aspekt zu beachten. DKB berichtet in den Valuation Considerations auf S. 10, dass ein risikoadäquater Diskontierungssatz (WACC), gestützt auf eine Peer Group-Analyse etwa bei 9,9% liegen müsse. DKB hat aber einen wesentlich höheren Diskontierungssatz von WACC = 12% unterstellt. Höhere Diskontierungssätze senken den Unternehmenswert. Auch diese Vorgehensweise von DKB ist somit ein Parameter, der das Risiko von Übervorteilungen des Käufers erheblich reduziert.
8. Im Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 18.11.2004 wird Bezug genommen auf die neu zugewandene Unterlage „Project Isabelle Financing Model Assumptions“ vom 11. Dezember 2000. Es heißt dort, das „financing model“ sei vom „valuation model“, also den Modellrechnungen vom 28. bzw. 29. November 2000 abgeleitet (aber nicht „fortentwickelt“, wie das Landgericht

¹² Vgl. Valuation Considerations, S. 11.

¹³ Vgl. Valuation Considerations, S. 11.

¹⁴ Vgl. Valuation Considerations, S. 5.

¹⁵ Vgl. Valuation Considerations, S. 5.

Hamburg formuliert). Die vorrangige Funktion der Vorlage besteht in der Entwicklung der „financial statements“¹⁶, also der Plan- Gewinn- und Verlustrechnungen und der Planbilanzen, mit denen das Projekt bilanziell abzubilden wäre. Dabei wurde als Abschluss-Stichtag der 31.03. eines Jahres und die Währung GBP gewählt.¹⁷ Zugleich wird darauf hingewiesen, dass die Annahmen für den „base case“ und den „synergy case“ geändert wurden (have been revised). Warum sie geändert wurden, erfährt der Leser nicht. Dass es sich um eine Modifikation des Bewertungsmodells vom November 2000 handelt, ist indessen nicht ersichtlich. Die mir vorliegende 12-seitige Fassung enthält keine Aussage über das zentrale Ergebnis jedes Bewertungskalküls, also des Unternehmenswertes. Die Anhänge enthalten ebenfalls nur financial statements für „base case“ und „synergy case“; Barwert-Kalküle fehlen.¹⁸

Relevant ist, ob die Umsatzerlöse 2001 mit denen kompatibel sind, die im Financial Plan von Ision ausgewiesen werden.

Geschäftsfeld	2001 Mio. GBP	2001 BP Mio. Euro	2001 FM Mio. Euro	2001 FP Ision
(1) Hosting	5,670	29,3	29	42,0
(2) Integrated Solutions	9,895	57,2	57	60,9
(3) Access + Backbone	4,919	30,3	30	30,3
(4) Systems and Services	4,191	24,9	25	25,8
Summe	24,675	141,7	141	159

Tabelle 5

Man hat beim Vergleich der Daten in Tabelle 5 zu beachten, dass in der Vorlage „Financing Model Assumptions“ 1. in GBP gerechnet wird und 2. das Geschäftsjahr zum 31.03. eines Jahres endet. Für 2001 könnte somit $\frac{1}{4}$ der Ganzjahresumsätze ausgewiesen werden, wenn Gleichverteilung der Umsätze über die Quartale 1-4 angenommen würde. Diese Annahme ist möglich, wenn auch nicht ganz plausibel, weil die Umsatzerlöse in drei der vier Geschäftsfelder stark wachsen. Proberechnungen zeigen, dass für die Geschäftsfelder „Integrated Solutions“, „Access“ und „Systems and Services“ die Schätzung des Managements von Ision im Financial Plan für das Jahr 2001 Basis der Rechnung ist:

¹⁶ Vgl. Financing Model Assumptions, S. 1.

¹⁷ Vgl. Financing Model Assumptions, S. 1.

¹⁸ Barwert-Kalküle auf Basis der enthaltenen Angaben wären indessen möglich. Unterstellt man einen Diskontierungssatz von 12% (entsprechend der Annahme von DKB) und eine Wachstumsrate der Net Cash Flows ab 2010 von 4% (entsprechend der Annahme von DKG) folgt ein Barwert, der vereinfachend zum 01.01.2001 berechnet ist, von 893,173. Ein Anteil von 70,3% hätte somit einen Wert von rund 628 Mio. GBP im Fall des „base case“. Diese Rechnung basiert auf den Angaben von Blatt 3 von 4 „Project Isabelle“, base case in GBP.

- (2) $60,9 : 1,5385 : 4 = 9,895$
 (3) $30,3 : 1,5385 : 4 = 4,924$
 (4) $25,8 : 1,5385 : 4 = 4,192.$

Diese Umsatzschätzungen sind, wie oben belegt wurde, nicht kontaminiert, so dass auch die „financial statements“, die in der neu vorliegenden Planungsunterlage entwickelt werden, nicht kontaminiert sind.

Im Geschäftsfeld „Hosting“ weicht die Planung von der von Ision's Management ab, was auf S. 2 der financial model assumptions begründet wird. Dort heißt es, dass die Schätzung im Financial Plan um 17% reduziert wurde, um dem Rückgang der Umsätze im 3. Quartal Rechnung zu tragen. Rechnet man $42,0 (1-0,17) : 1,5385 : 4 = 5,66$, landet man bei dem auf Seite 1 von 4 ausgewiesenen Umsatz von 5,67 Mio. GBP für 2001.¹⁹

Die Umsatzerlöse in dieser Vorlage „Project Isabelle Financing Model Assumptions“ sind somit nicht kontaminiert. Die Aussage des Landgerichts Hamburg in seinem Beschluss vom 18.11.2004, diese Unterlage „stütze (...) die Schlussfolgerung der Kammer“, die kontaminierten Umsätze („Bluetrix-Umsätze“) seien wieder mit einbezogen worden, findet in dem mir vorliegenden Datenapparat keine Stütze.

9. Die Analyse der vorliegenden Unterlagen und Planungsrechnungen erlaubt folgende Folgerungen:
- a) Die Planungsrechnungen der Ision AG im Financial Plan für das Jahr 2001 sind frei von kontaminierten Umsätzen.
 - b) Der von DKB bzw. Energis entwickelte DCF-Kalkül ist auf den Bewertungszeitpunkt 1. Januar 2001 bezogen. Die Reihe der wertrelevanten Zahlungsüberschüsse bzw. Zahlungsdefizite beginnt somit in 2001 (genauer: Am Jahresende von 2001). Diese Zahlungsüberschüsse sind, wie der oben entwickelte Generierungsprozess des Zahlengerüsts zeigt, nicht beeinflusst von kontaminierten Umsätzen des Jahres 2000. Selbst wenn der Käufer oder der Berater des Käufers gestützt auf partiell kontaminierte Umsätze des Jahres 2000 und nicht kontaminierte erwartete Umsätze des Jahres 2001 – dokumentiert im Financial Plan der Ision AG - mit Wachstumsraten (growth rates) gerechnet hätte, um mit deren Hilfe Überschüsse künftiger Jahre zu prognostizieren, resultiert daraus kein ihm Schaden zufügendes Resultat, da diese Wachstumsraten nicht zu groß, sondern zu *klein* sind. Zu kleine Wachstumsraten für Umsatzerlöse führen über zu kleine entziehbare Cash Flows zwangsläufig zu kleineren Unternehmenswerten.
 - c) Der von DKB bzw. Energis über eine „discounted cash flow analysis“ berechnete „mid range value“ für den „base case“, also auf stand-alone-Basis, in Höhe von 620 Mio. GBP – das sind bei einer

¹⁹ Vgl. auch Tabelle 5, Geschäftsfeld (1) Hosting.

Austauschrate von 1 GBP = 1,6667 Euro 1.034 Mio. Euro – für 100% des Eigenkapitals der Ision AG²⁰ ist also ein Ergebnis, das durch kontaminierte Umsätze im Jahr 2000 nicht beeinflusst, also nicht verzerrt ist.

- d) Auch für die Vorlage „Financing Model Assumptions“ vom 11. Dezember 2000 gilt, dass die dort ausgewiesenen Umsatzerlöse nicht beeinflusst sind von kontaminierten Umsätzen des Jahres 2000.
- e) Die durch Energis bzw. DKB berechneten Unternehmenswerte sind somit nicht beeinflusst von sog. kontaminierten Umsätzen des Jahres 2000.

²⁰ Vgl. Project Isabelle, Valuation Considerations, S. 4; II. Valuation, Summary.