Zürcher Hochschule
für Angewandte Wissenschaften

School of
Management and Law

Earnout-Ansatz in M&A-Transaktionen Überbrückung von unterschiedlichen Preisvorstellungen in der Unternehmens-nachfolge von KMU

SML Working Paper Nr. 11

Reto Willenegger, Roland Hofmann

IMPRESSUM

Herausgeber
ZHAW School of Management and Law
St.-Georgen-Platz 2
Postfach
8401 Winterthur
Schweiz

Abteilung Banking, Finance, Insurance
www.zhaw.ch/abf

Autoren
Reto Willenegger
Zürcher Kantonalbank, Postfach, CH-8010 Zürich
reto.willenegger@zkb.ch * Tel. +41 44 292 47 98

Roland Hofmann
ZHAW School of Management and Law
St.-Georgen-Platz 2, Postfach, CH-8401 Winterthur
roland.hofmann@zhaw.ch * Tel. +41 58 934 78 21

Januar 2016

ISSN 2296-5025

Copyright © 2016 Abteilung Banking, Finance, Insurance
ZHAW School of Management and Law

Alle Rechte für den Nachdruck und die
Vervielfältigung dieser Arbeit liegen bei der
Abteilung Banking, Finance, Insurance der
ZHAW School of Management and Law.
Die Weitergabe an Dritte bleibt ausgeschlossen.

Zwecks besserer Lesbarkeit wird in
dieser Publikation überwiegend die
männliche Form verwendet. Die weibliche
Form ist selbstverständlich immer mit
eingeschlossen.

ZUSAMMENFASSUNG / ABSTRACT

Zusammenfassung

Nachfolgeregelungen von KMU mittels M&A-Transaktionen, welche ausserhalb der Familie erfolgen, scheitern häufig. Der Grund liegt oftmals darin, dass sich die Parteien aufgrund asymmetrischer Informationen nicht auf einen Transaktionspreis einigen können. Die Arbeit untersucht, ob Earnout-Ansätze geeignet sind, asymmetrische Informationen und Agency-Kosten zu vermindern und dadurch die Wahrscheinlichkeit zu erhöhen, dass eine M&A-Transaktion erfolgreich realisiert wird. Ein eigens entwickelter Kriterienkatalog wird an einer Stichprobe von 27 M&A-Transaktionen von KMU mit Earnout-Komponenten angewendet. Die Resultate dieser Case Studies zeigen, dass der Earnout, gemeinsam mit weiteren Massnahmen, für eine gewisse Gruppe von Unternehmen ein geeignetes Instrument zur Verminderung von Informationsasymmetrien darstellt. Die Wirkung auf die Agency-Kosten bleibt allerdings unklar.

Abstract

Succession planning by means of M&A transactions fails quite often when SMEs are involved, the reason being that the parties cannot agree on a transaction price due to asymmetric information. The aim of this paper is to investigate whether earnout approaches are a suitable means to reduce asymmetric information and agency costs and thereby increase the probability of a successful M&A transaction. A specially developed catalogue of criteria is applied to a sample of 27 M&A-transactions focusing on SMEs with earnout components (case studies). The results allow the conclusion that earnout approaches are, together with other measures, for a certain group of enterprises, an appropriate instrument to reduce information asymmetries. The application of the criteria catalogue shows – in varying degrees and intensity – that earnout components generally seem to reduce information asymmetries. However, the effect on agency costs remains unclear.

JEL Classification: L26, M21.

Schlüsselwörter/Keywords: KMU, Earnout, M&A-Transaktionen, Informationsasymmetrie, Transaktionspreis / SME, Earnout, M&A transactions, Information Asymmetry, Transaction Price

Autoren/Authors:

Reto Willenegger, MSc

Mitglied des Kaders und Senior Kundenberater Corporate Banking bei der Zürcher Kantonalbank

Roland Hofmann, MSc, CFP, CAIA

Dozent für Banking und Finance sowie Studienleiter MAS in Financial Consulting an der ZHAW School of Management and Law

Danksagungen/Acknowledgements:

Die Autoren danken zwei anonymen Gutachtern für ihre hilfreichen, motivierenden und konstruktiven Hinweise sowie Anita Sigg und Gabriela Nagel für wertvolle Anregungen zu dieser Arbeit.

INHALTSVERZEICHNIS

Zusammenfassung / Abstract **1**

Inhaltsverzeichnis **2**

1. Einleitung **3**

1.1 Ausgangslage 3
1.2 Vorbehalte gegenüber Earnout-Konstrukten in der Praxis 5
1.3 Zielsetzung und Aufbau des Beitrags 5

2. Unternehmenstransaktionen bei asymmetrischen Informationen **6**

2.1 Problematik der Informationsasymmetrie 6
2.2 Informationsasymmetrien: Antiselektion und moralisches Risiko 7
2.3 Earnout-Methode zur Reduktion der Vertragsprobleme 7
2.4 Effekt der Earnout-Methode auf die Agency-Kosten 9

3. Literaturanalyse: Die wissenschaftliche Sicht **10**

4. Empirisches Untersuchungsdesign **13**

4.1 Fallstudien als Forschungsmethode 13
4.2 Konstruktion und Diskussion des Analyse-Rasters 13
4.3 Datenerhebung 14

5. Empirische Resultate **16**

5.1 Allgemeine Befunde aus der Stichprobe 16
5.2 Verzerrungen der Stichprobe 16
5.3 Auswertung der Fälle – Reduktion der Informationsasymmetrie vor der Transaktion 17
5.4 Auswertung der Fälle – Reduktion der Agency-Kosten nach der Transaktion 19

6. Konklusion und Diskussion **21**

6.1 Fazit und kritische Würdigung 21
6.2 Handlungsempfehlungen für die Praxis 22
6.3 Ausblick und weiterer praktischer Forschungsbedarf 24

Verzeichnisse **25**

Literatur- und Quellenverzeichnis 25
Abbildungsverzeichnis 27

1. EINLEITUNG

1.1 Ausgangslage

Kleine und mittlere Unternehmen, kurz KMU, haben für die Volkswirtschaft eine enorme Bedeutung. Sie leisten einen grossen Beitrag zur wirtschaftlichen Vielfalt, sorgen für ökonomische und gesellschaftliche Stabilität und setzen ein Gegengewicht zu internationalen Grosskonzernen. Nicht zuletzt ist es ihnen zu verdanken, dass die Schweiz nicht gravierender von der jüngsten Wirtschaftskrise betroffen war.[1]

Jedes vierte KMU in der Schweiz steht in den nächsten fünf Jahren vor der Nachfolgeregelung. Vor allem Kleinstunternehmen (bis 9 Beschäftigte) sind stark von diesem Übergang betroffen.[2] Der überwiegende Teil (rund drei Viertel) aller KMU in der Schweiz sind Familienunternehmen. In rund 40% der Nachfolgefälle wird eine familieninterne Lösung gefunden. In etwa 20% übernimmt das bisherige Management das Eigentum an der Firma (Management-Buy-Out) und führt es weiter.[3] Bei rund 40% der Unternehmensnachfolgen muss entsprechend eine Lösung ausserhalb der Familie und des bestehenden Leitungsteams des Unternehmens angestrebt werden, beispielsweise mittels strukturierten M&A-Transaktionen in Form eines Management-Buy-In (MBI). Bei solchen familien- und unternehmensexternen Lösungen bestehen aber jeweils bei etwa der Hälfte der Fälle zwischen Käufer und Verkäufer bereits im Vorfeld geschäftliche, freundschaftliche oder bekanntschaftliche Beziehungen. Etwa 20% der Nachfolgeregelungen sind schliesslich «echte» externe Lösungen mit «gänzlich Fremden», bei denen sich die hier darzustellenden unterschiedlichen Preisvorstellungen bei den Verhandlungen akzentuieren können.[4]

Können Unternehmensnachfolgen nicht erfolgreich realisiert werden, wird der Betrieb stillgelegt oder liquidiert. Die Nachfolgesituation ist betriebs- und volkswirtschaftlich heikel, weil gescheiterte Unternehmensnachfolgen Arbeitsplätze bedrohen können, ökonomische Wertschöpfung verloren geht oder sich das Steuersubstrat für die öffentliche Hand vermindert.[5]

Der Markt für Unternehmen zeichnet sich durch einige Besonderheiten aus, welche den Ausgleich von Angebot und Nachfrage über den Preismechanismus beeinflussen. Nicht an einer Börse kotierte KMU sind einerseits – im ökonomischen Sinne – sehr heterogene Güter, andererseits liegt in der Regel keine vollständige Konkurrenzsituation vor.[6] Auch wenn eine M&A-Transaktion in der Nachfolgesituation aus wirtschaftlicher Optik für alle Beteiligten sinnvoll wäre, kommt sie öfter nicht zustande. Aufgrund asymmetrischer Informationen können sich die Parteien nicht auf einen Transaktionspreis einigen. Dies ist häufig auf divergierende Zukunftserwartungen der beiden Parteien zurückzuführen.[7] Die Bewertungsunterschiede ergeben sich aus den unterschiedlichen Informationsständen und den unterschiedlichen Einschätzungen über die Zukunft eines Unternehmens.[8] Goldsmith formuliert dies als «seller's rosy forecast and […] buyer's healthy skepticism».[9]

Eine zentrale Herausforderung bei der Preisfindung in Nachfolgesituationen ist in der Praxis das häufig vorherrschende subjektive Empfinden des Verkäufers, dass «sein KMU mehr wert» sei, gerade weil er sich ein Leben lang finanziell, emotional und mit seiner ganzen Schaffenskraft für seine Firma eingesetzt hat.[10] Weil der Verkäufer in der Vergangenheit «gefangen» ist, kann er das Angebot des Käufers oder auch das externe Bewertungsgutachten nicht verstehen. Der Käufer hingegen orientiert sich ausschliesslich an der Zukunft und dem geschäftlichen Potenzial des Unternehmens.[11] Solche «subjektiven Empfindungen» lassen sich letztlich als (ökonomische)

---

1 Vgl. *BDO* (2011), S. 5.

2 Je kleiner ein Unternehmen ist, desto seltener wird tendenziell der Nachfolgeprozess strukturiert und professionell angegangen. Weil die Lösung dann häufig von Wünschen, Träumen, psychologischen Herausforderungen oder auch Zufälligkeiten geprägt ist, spielen die hier dargestellten Informationsasymmetrien entsprechend eine geringere Rolle.

3 Vgl. *Credit Suisse* (2013), S. 5ff.; *Bisnode* (2013), S. 4; *KMU Next* (2010), S. 9.

4 Vgl. *Credit Suisse* (2013), S. 5ff.

5 Vgl. *Sigg/Brunner/Hofmann* (2013), S. 119ff.

6 Vgl. *Ragotzky* (2003), S. 25.

7 Es gibt neben Agency-Aspekten eine Fülle weiterer Gründe, weshalb eine Transaktion nicht zustande kommt (mit dem Ausscheiden des Unternehmers fällt sein Netzwerk weg, Finanzierungsmöglichkeiten fehlen, Neugründung ist ökonomisch sinnvoller als eine Übernahme usw.). Diese Gründe sind nicht Teil dieser Untersuchung.

8 Vgl. *Borowicz* (2014), S. 429.

9 Vgl. *Goldsmith* (2002), S. 1.

10 Möglicherweise ist das Unternehmen auch als Altersvorsorge gedacht, was den «Rabattspielraum» des Verkäufers erheblich einschränkt.

11 Vgl. *Sigg/Brunner/Hofmann* (2013), S. 61ff.

Informationsasymmetrien verstehen, die mindestens teilweise durch Earnout-Mechanismen überwunden werden können.

Gerade bei Familienunternehmen ist der abgebende Unternehmer oft so stark mit seinem Lebenswerk verbunden, dass im Rahmen der Unternehmensnachfolge keine Maximierung des Verkaufserlöses angestrebt wird. Andere Ziele wie der langfristige Fortbestand des Unternehmens, die Sicherung der Arbeitsplätze oder der Erhalt seines guten Rufes sind ebenfalls relevant. Entsprechend ist der Verkäufer zu Preiszugeständnissen bereit. Gerade auch bei familieninternen Nachfolgeregelungen ist der Transaktionspreis in vielen Fällen von sekundärer Bedeutung. Umgekehrt muss auch festgehalten werden, dass für den Käufer die finanzielle Attraktivität eines Übernahmeobjekts nicht in allen Fällen der treibende Faktor für eine Transaktion ist.[12]

Um Transaktionen trotz unterschiedlicher Preisvorstellungen infolge asymmetrischer Informationen zu ermöglichen, hat der Earnout-Ansatz in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Bereits 1992 erwähnten Sherman und Janatka: «When price negotiations hit a stone wall, the earnout may be a good way to settle differences.»[13] Diese spezifische Gestaltung der Kaufpreiszahlung wurde in den USA entwickelt und dort als «contingent price deal» bezeichnet.[14] Sie ermöglicht somit, dass eine Transaktion zustande kommen kann, auch wenn weiterhin unterschiedliche Situationseinschätzungen zu Grunde liegen. Eine Einigung über den Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses (signing) ist somit nicht notwendig.[15]

Der Earnout-Ansatz teilt den vereinbarten Kaufpreis in zwei Bestandteile auf. Bei Vertragsunterzeichnung ist nur ein Teil des Kaufpreises (Basispreis) festgelegt und unmittelbar zur Zahlung fällig. Die Höhe des zweiten Teils des Kaufpreises (Zusatzpreis oder Earnout-Zahlung) ist variabel und abhängig von der zukünftigen Entwicklung des verkauften Unternehmens und wird erst zu einem späteren Zeitpunkt fällig. Die Höhe der Zahlung wird vertraglich häufig von der Entwicklung einer Finanzkennzahl (beispielsweise Umsatz oder Bruttogewinn) über eine bestimmte Anzahl Jahre abhängig gemacht.[16] Ein auf diese Art abgewickelter Unternehmenskauf erhält eine Art Optionscharakter: Der endgültig zu zahlende beziehungsweise vereinnahmte Preis steht erst nach Ablauf der Earnout-Periode fest.[17] Earnout-Konstrukte reflektieren damit ein hohes Mass an Fairness,[18] da sie den zukünftigen Erfolg zwischen den Parteien aufteilen und damit die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass man sich auf einen Preis einigt und eine Transaktion zustande kommt.[19]

Ein klug ausgestaltetes Earnout-Konstrukt kann nicht nur mithelfen, unterschiedliche Preisvorstellungen zu überwinden, sondern auch einen Beitrag an synchronisierte Anreizstrukturen und an den Interessenausgleich (alignment of interest) zwischen Käufer und Verkäufer leisten. Dies ist dann der Fall, wenn der bisherige Verkäufer in einer Übergangsphase weiterhin in leitender Position im Unternehmen tätig bleibt. Die Anreize sind so zu setzen, dass dieser die Interessen des Käufers verfolgt. Letztlich handelt es sich dabei ebenfalls um ein Problem von Informationsasymmetrien (sog. Principal-Agent-Problem).

Durch die zeitliche Staffelung resp. Stundung und die Anbindung des variablen Teils der Zahlung an die unternehmerische Entwicklung lässt sich die Earnout-Konstruktion grundsätzlich auch als erweitertes Finanzierungsinstrument oder als Finanzierungshilfe verstehen.[20] In der schweizerischen Praxis scheinen jedoch eher Verkäuferdarlehen oder Bürgschaften und Sicherheiten für Bankkredite im Vordergrund zu stehen. Dieser Aspekt ist nicht Teil der vorliegenden Untersuchung.

---

[12] Man denke an Übernahmen aus strategischen Überlegungen, bei denen der Preis letztlich sekundär wird. Denkbar sind auch Übernahmen aus Verantwortungsbewusstsein gegenüber Branchenkollegen, um beispielsweise Arbeitsplätze zu erhalten.

[13] Vgl. *Sherman/Janatka* (1992), S. 26.

[14] Vgl. *Halder* (2013), S. 25.

[15] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 430.

[16] In der Praxis scheinen sich Basispreise von 70% bis 80% und variable Anteile von 20% bis 30% durchgesetzt zu haben. *Borowicz* (2014, S. 431) diskutiert die Nachteile von wesentlich tieferen und wesentlich höheren variablen Anteilen.

[17] Dies kann für abgebende Unternehmer, welche ihr Lebenswerk abschliessen und «reinen Tisch» machen wollen, ein wichtiger Vorbehalt gegen den Einsatz von Earnouts sein. Zum Verkaufszeitpunkt ist noch nicht klar, welche Summe bezahlt wird (siehe nachfolgend Abschnitt 1.2).

[18] Diese Argumentation für den Earnout als Instrument für die Suche nach dem «fairen», mithin «ökonomisch korrekten» Preis ist zu relativieren. Jede M&A-Transaktion ist letztlich eine Verhandlungssituation, welche durch unterschiedliche Machtgefälle gekennzeichnet ist. Je nach Verhandlungsmacht und -fähigkeit kann der letztlich vereinbarte Preis vom – wie auch immer zu definierenden – «korrekten» Preis abweichen.

[19] Vgl. *Riedl* (2005), S. 3; *Schulz* (2004), S. 42. Einen umfassenden, systematischen Überblick zur Idee und zur Ausgestaltung von Earnouts bei M&A-Transaktionen bietet *Borowicz* (2014), S. 429ff.

[20] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 436.

1.2 Vorbehalte gegenüber Earnout-Konstrukten in der Praxis

Wie bereits erwähnt, ist die Überwindung von Preisdifferenzen nicht immer zentraler Bestandteil von Nachfolgeprozessen. Auch wenn sich emotional weniger eingebundene Personen in solchen Verhandlungen gegenüberstehen, werden in der Praxis durchaus Argumente hervorgebracht, welche gegen einen Earnout sprechen.

Trotz sorgfältiger Ausgestaltung der Verträge ist es nicht auszuschliessen, dass sich in der Zukunft Konflikte und Streitigkeiten zwischen Käufer und Verkäufer ergeben. Bei solchen komplexen Transaktionen ist immer davon auszugehen, dass Verträge unvollständig bleiben und einen gewissen Interpretationsspielraum offen lassen. Ein Earnout braucht daher immer ein gewisses gegenseitiges Vertrauen, sich einem anständigen Partner gegenüberzusehen.

Bei kleineren Transaktionen steht der Nutzen möglicherweise in einem schlechten Verhältnis zu den Kosten (zeitliche und finanzielle Investition in die Vertragsgestaltung). Bei Kleinstunternehmen ist eine Neugründung manchmal günstiger als die Übernahme eines bestehenden Betriebes.

Unternehmer zeichnen sich regelmässig durch Entscheidungsstärke und -wille aus. Die Übergangsphase des Earnout-Mechanismus, in welcher der Verkäufer weiterhin im Unternehmen tätig ist, erfordert von diesem gegenüber dem Käufer Rechenschaftsablage. Das ist sich der Veräusserer meist nicht gewohnt.

In der Praxis scheinen vor allem auf Verkäuferseite sehr grosse Vorbehalte gegenüber Earnout-Lösungen zu bestehen. Dies liegt darin begründet, dass es nach dem Kauf des Geschäfts und der Kontrollübernahme durch den Käufer für den früheren Eigner schwierig wird, den Geschäftsgang zu steuern. Je nach festgelegten Parametern im Vertrag ist aber auch der Erwerber in seiner unternehmerischen Freiheit eingeschränkt.

Um Informationsasymmetrien zu vermindern, können und werden neben dem Earnout auch andere Instrumente eingesetzt. Dazu gehören die Due-Diligence-Prüfungen, Drittgutachten, Gewährleistungen, Bürgschaften, Garantien usw. Diese Instrumente erreichen das Ziel der Verminderung der Asymmetrie eventuell einfacher und besser als ein Earnout. Manchmal werden sie auch kombiniert angewendet.

Letztlich kann beim Verkäufer auch das Bedürfnis bestehen, Gewissheit über die Realisierung des Verkaufserlöses zu haben (deal certainty). Eine Verschlechterung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage kann zu einer tieferen variablen Zahlung führen, ohne dass die Unternehmensführung dafür verantwortlich wäre. Wenn der Veräusserer den Verkaufserlös aus seinem Unternehmen als Altersvorsorge benötigt, kommt eine Unsicherheit über die Höhe der Zahlung nicht in Frage, weil dies seinen finanziellen Ruhestand gefährden kann.

1.3 Zielsetzung und Aufbau des Beitrags

Ziel der Arbeit ist es zu untersuchen, ob Earnout-Ansätze geeignet sind, asymmetrische Informationen und Agency-Kosten zu vermindern und dadurch die Wahrscheinlichkeit zu erhöhen, dass eine M&A-Transaktion bei KMU erfolgreich realisiert wird. Die Untersuchung erfolgt dabei sowohl literaturgestützt als auch empirisch mittels Fallstudien.

Der Beitrag ist wie folgt gegliedert. Zunächst folgt in Kapitel 2 eine kurze Übersicht zu den theoretischen Grundlagen der Informationsökonomik. Anschliessend wird im 3. Kapitel die Literatur bezüglich des Abbaus von Informationsasymmetrien mittels Earnout dargestellt. Danach wird im 4. Kapitel die angewandte Fallstudienmethode vorgestellt. Die Datenbeschaffung und die Auswertung der Fälle mittels eines selbst entwickelten Analyserasters werden detailliert aufgezeigt. Die empirischen Resultate werden in Kapitel 5 präsentiert und im Kapitel 6 diskutiert.

2. UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN BEI ASYMMETRISCHEN INFORMATIONEN

Asymmetrische Informationen liegen vor, wenn zwischen zwei Parteien unterschiedliche Informationen über eine Transaktion vorliegen. Sie können zur Folge haben, dass Güter minderer Qualität höherwertige Güter vom Markt verdrängen, was zu einem Marktversagen führen kann (sog. Lemons-Problem[21]). Die bisherigen Untersuchungen zeigen, dass asymmetrische Informationen (manchmal) erklären, weshalb M&A-Transaktionen in der Preisfindungsphase scheitern und die Earnout-Methode ein interessantes Instrument darstellen kann, dies zu überwinden.[22] [23]

2.1 Problematik der Informationsasymmetrie

Jedes Unternehmen ist ein Unikat. Entsprechend werden auf dem Markt für M&A-Transaktionen sehr heterogene Güter gehandelt.[24] Divergierende Kaufpreisvorstellungen ergeben sich aus unsicheren Beurteilungen des zukünftigen Erfolges eines Unternehmens. Diese Unsicherheiten werden aus den vier Bereichen Transaktionsobjekt (Markt- und Gewinnpotenzial des Unternehmens), Person des Verkäufers (implizites Wissen, Kundenkontakte, Netzwerk), Branchenentwicklung (u.a. technologischer, wettbewerblicher und regulatorischer Wandel) und gesamtwirtschaftlich-politische Entwicklung (Makrosicht) gespeist.[25]

Die Informationen über das gehandelte Gut sind asymmetrisch verteilt. Der Verkäufer hat durch sein langjähriges Wirken im Unternehmen in Bezug auf den Markt, die Kunden und die eigenen Prozesse der Leistungserstellung einen Informationsvorsprung, der sich auf alle relevanten Gebiete des Unternehmens erstreckt und sich dem potenziellen Käufer nicht im selben Ausmass erschliesst.[26] Entsprechend ist nachvollziehbar, warum es bei der Bestimmung des Preises in Nachfolgesituationen oft zu langwierigen Verhandlungen kommt. Die Hauptwirkung des Earnout besteht darin, dass der Transaktionspreis die zukünftige ökonomische Entwicklung des Unternehmens abbildet. Im Idealfall erachten beide Parteien den vereinbarten Preis als wirtschaftlich gerechtfertigt.[27] Der Earnout kann dazu beitragen, dass sich die Parteien vom Angebotspreis des potenziellen Käufers beziehungsweise von (häufig umstrittenen) externen Bewertungsgutachten lösen und das in der Praxis häufig anzutreffende subjektive Empfinden des Verkäufers, dass sein Unternehmen «mehr wert» sei, überwunden wird. Damit kann der Earnout einen Beitrag dazu leisten, Verhandlungsblockaden aufgrund von Preisdifferenzen aufzulösen.[28]

«Insider»-Wissen lässt sich durch gründliche Recherche für Aussenstehende (hier: den potenziellen Käufer) teilweise zugänglich machen, was jedoch mit zeitlichem und finanziellem Aufwand verbunden ist. Da der Verkäufer auch an einem erfolgreichen Abschluss interessiert ist, wird er die wesentlichen betrieblichen Informationen preisgeben. Die Bereitschaft dazu ist nicht unproblematisch, da in einem vorvertraglichen Stadium ein erhöhtes Risiko besteht, dass die Transaktion nicht zustande kommt. Die offengelegten Informationen können von den potenziellen Kaufinteressenten zum Nachteil des Verkäufers verwendet werden.[29] Diesem Problem wird in der Praxis oft mit Geheimhaltungserklärungen (sog. Non-Disclosure Agreement NDA) begegnet.

Wie einleitend bereits dargestellt, erfolgen nur rund 20% der Nachfolgelösungen bei Schweizer KMU über «tatsächlich externe», nicht nahestehende oder mit ihnen verbundene Käufer. Bei der überwiegenden Mehrheit der Fälle erfolgt die Transaktion innerhalb der Familie, mit dem bisherigen Management (MBO) oder zumindest über eng verbundene Geschäftspartner, Bekannte oder Freunde. Damit relativiert sich die Problematik der asymmetrischen Informationen und des Insider-Wissens deutlich. Es ist davon auszugehen, dass diese Käufer sich über-

---

[21] Vgl. dazu den berühmten Aufsatz von Akerlof, G. A. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3). S. 488–500.

[22] Vgl. *Meinhövel* (2004), S. 470.

[23] Wir untersuchen die vorliegende Fragestellung mit informationsökonomischen Ansätzen. In der Literatur werden auch andere theoretische Erklärungsansätze verfolgt, z.B. die Property-Rights-Theorie, die Transaktionskostenökonomik oder die Public-Choice-Theorie. Vgl. *Peukert* (2015).

[24] Vgl. *Mankiw/Taylor* (2008), S. 673; *Mülke* (2010), S. 24; *Ernst/Thümmel* (2002), S. 627.

[25] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 429f.

[26] Vgl. *Lacher/Poppe* (1988), S. 1762.

[27] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 430.

[28] Verhandlungssituationen zeichnen sich immer durch ein gewisses Machtgefälle zwischen Käufer und Verkäufer aus. Der Preis wird dann nicht ausschliesslich gemäss einem «fairen Wert» bestimmt, sondern gemäss Verhandlungsmacht und -fähigkeiten. Ist das Machtgefälle zu stark ausgeprägt und wird es ausgenutzt, sind dem Earnout-Ansatz bei der Überwindung von Preisdifferenzen Grenzen gesetzt.

[29] Vgl. *Haselmann* (2003), S. 135. Es gibt neben NDA weitere Instrumente zur Verhinderung des Ausnützens von vertraulichen Informationen, z.B. die Vereinbarung von Strafzahlungen oder gewisse Formen von anonymisierten Verhandlungen.

wiegend ein zutreffendes Bild vom Potenzial der Unternehmung machen können. Insofern kann die Earnout-Konstruktion ihre Wirkung zur Verminderung von Informationsasymmetrien vor allem bei externen, nicht nahestehenden Käufern entfalten.

Für die Schweiz wird im KMU-Segment ein Rückgang der Bedeutung von Familienunternehmen erwartet. Familien- und auch unternehmensinterne Nachfolgelösungen sind in den letzten Jahren seltener geworden.[31] Es ist daher damit zu rechnen, dass das potenzielle Anwendungsfeld für Earnout grösser wird und zukünftig an Bedeutung gewinnt.

2.2 Informationsasymmetrien: Antiselektion und moralisches Risiko

Neben der nötigen Harmonisierung der Interessen bildet die asymmetrische Verteilung der Informationen die entscheidende Herausforderung bei der Vertragsgestaltung.[32] Liegt das Informationsdefizit beim Prinzipal bereits beim Abschluss des Vertrags vor, besteht das Problem der Antiselektion (Adverse Selection). Hat der Agent während der Ausführung des Auftrags einen Verhaltensspielraum, besteht ein moralisches Risiko (Moral Hazard).

Die Antiselektion bezeichnet einen Prozess, in dem es auf einem Markt, bedingt durch Informationsasymmetrien, systematisch zu Ergebnissen kommt, die nicht Pareto-optimal sind. Sie tritt dann auf, wenn es dem Prinzipal nicht oder nur durch unverhältnismässig hohe Kosten gelingt, die nötigen Informationen über die Eigenschaften des Agenten zu erlangen. Dieser Umstand macht es dem Auftraggeber unmöglich, geeignete von ungeeigneten Agenten zu unterscheiden. In der Literatur wird dies unter dem Begriff Qualitätsunsicherheit bzw. *Hidden Characteristics* behandelt.[33]

Für das moralische Risiko werden zwei Erklärungsmöglichkeiten angeführt: Der erste Ansatz ist als *Hidden Action* bekannt. In dieser Situation kann der Prinzipal die Handlungen des Agenten nicht oder nur unter unverhältnismässig hohen Kosten beobachten. Ausserdem kann vom beobachteten Arbeitsergebnis nicht auf den Arbeitseinsatz geschlossen werden, da das Ergebnis zusätzlich einer zufälligen Störgrösse unterworfen ist.[34] Der zweite Erklärungsansatz ist als *Hidden Information* bekannt. In diesem Fall kann das Verhalten des Agenten zwar durch den Prinzipal beobachtet werden, es ist aber nicht beurteilbar. Dies bedeutet, dass der Agent bei der Ausführung seiner Tätigkeit zusätzliche Informationen über die Ausprägung der Störgrösse erhält, die dem Auftraggeber verborgen bleiben. Dadurch besitzt der Agent einen Informationsvorsprung bezüglich der wahrgenommenen und vernachlässigten Risiken und Chancen.[35]

2.3 Earnout-Methode zur Reduktion der Vertragsprobleme

Bei M&A-Transaktionen sind ungleich verteilte Informationen für beide Parteien nachteilig. Der Käufer befürchtet, dass er die Eigenschaften des Zielunternehmens nicht vollumfänglich beurteilen kann und daher nach Abschluss der M&A-Transaktion mit unangenehmen Überraschungen rechnen muss. Durch einen Preisabschlag kann er die Folgen eines solchen Risikos vermindern.[36] Dieses Vorgehen ist jedoch nicht zielführend, da es auch den Verkäufer eines guten Unternehmens trifft. Er möchte sein Unternehmen nicht mit einem Preisabschlag weitergeben, weil eine Risikominimierung aus seiner Sicht ungerechtfertigt ist. Das Geschäft kommt nicht zustande, weil sich die Parteien aufgrund von Informationsunterschieden nicht auf einen Preis einigen können. Auf dem Markt verbleiben risikobehaftete Unternehmen mit schlechten Zukunftsaussichten. Die schlechten Unternehmen verdrängen die guten, bis der Markt zusammenbricht (sog. Lemons-Problem).

Konkrete Massnahmen, die zum Ziel haben, die bestehenden Informationsasymmetrien abzubauen, sind das *Screening*, das *Signaling* und die *Selbstselektion*.

---

[31] Vgl. *Credit Suisse* (2013), S. 24ff.
[32] Vgl. *Jost* (2001), S. 23.
[33] Vgl. *Furubotn/Richter* (1996), S. 165.
[34] Vgl. *Jost* (2001), S. 45; *Meinhövel* (2004), S. 471.
[35] Vgl. *Meinhövel* (2004), S. 471; *Jost* (2001) S. 45 und S. 77.
[36] Vgl. *Coff* (1999), S. 147.

2.3.1 Screening

Beim Screening geht die Motivation von der schlechter informierten Seite (Käufer) aus.[37] Durch eine Acquisition Due Diligence (Buy side) oder durch ein unabhängiges Gutachten kann die Informationsasymmetrie verringert werden. Eine Buyer's Due Diligence ist in der Praxis heute Standard. Bei grösseren Transaktionen gehört sie gar zu den üblichen Sorgfaltspflichten der Unternehmensleitung des Käufers. Solche Massnahmen sind jedoch oft zeitintensiv und verursachen Kosten. Ausserdem hängen sie von der Qualität der vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Daten ab.[38] Eine Due Diligence dient dem Käufer aber nicht nur für den Kaufentscheid und die Preisbestimmung, sondern ermöglicht es ihm auch, rechtzeitig vorbereitende Schritte für die Zeit nach der Übernahme einzuleiten, und bildet damit bereits eine erste Phase der Integration des übernommenen Betriebes.

Eine weitere Möglichkeit des Screenings durch den Käufer besteht darin, dem Verkäufer verschiedene Vertragstypen anzubieten. Darunter fällt beispielsweise ein Kaufvertrag mit einer Earnout-Konstruktion. Denn durch die Wahl des für ihn attraktivsten Transaktionsmodus gibt der Veräusserer Informationen über sich und das Unternehmen bekannt.[39]

2.3.2 Signaling / Selbstselektion

Beim Signaling geht es um Massnahmen der besser informierten Seite (Verkäufer). Dabei werden Signale ausgesandt, um den potenziellen Käufern nicht beobachtbare Eigenschaften des Unternehmens zu übermitteln. Als Beispiele gelten die Erstellung einer Vendor Due Diligence (Sell side) oder die Abgabe von Garantien und Gewährleistungen.[40]

Betrachtet man alle Instrumente des Risikomanagements, so weisen Earnouts und Garantien grosse Gemeinsamkeiten und Überschneidungen auf.[41] In der Praxis sind Garantien und Gewährleistungen häufig die eigentliche «Pièce de Résistance» bei Vertragsverhandlungen. Sie tragen wie der Earnout wesentlich zur sinnvollen Überbrückung von Informationsasymmetrien und zu einer zweckmässigen Risikoallokation zwischen Käufer und Verkäufer bei. Sie werden auch regelmässig eingesetzt und eignen sich, im Gegensatz zum Earnout-Mechanismus, selbst für kleine Unternehmen oder für Fälle, in denen der Veräusserer zumindest die Höhe des Kaufpreises abschliessend bestimmt haben möchte.

Wenn der Verkäufer bereit ist, in ein Earnout-Konstrukt einzuwilligen, ist dies ebenfalls ein positives Signal. Es verstärkt sich zusätzlich, wenn der bisherige Eigner die Integration einer Earnout-Klausel in den Kaufvertrag sogar freiwillig anbietet.[42] Er zeigt damit seine Bereitschaft, auch nach Abschluss des Vertrags noch einen Teil des unternehmerischen Risikos zu tragen. Die Earnout-Methode stellt somit ein positives Selektionskriterium dar, da der Verkäufer nur dann ein solches Entgegenkommen signalisieren wird, wenn er von der langfristig positiven Entwicklung des Zielunternehmens überzeugt ist.[43]

2.3.3 Zwischenfazit

Der Earnout-Ansatz ist aus theoretischer Sicht grundsätzlich geeignet, Informationsasymmetrien zwischen Käufer und Verkäufer abzubauen. Im Gegensatz zum direkten Verkauf, bei dem die Beziehung nach der Unterzeichnung des Kaufvertrags endet, bleiben die Abhängigkeiten bei der Earnout-Methode weiter bestehen.[44] Durch die Delegation von Entscheidungskompetenzen an die Geschäftsführer besteht ein Moral-Hazard-Risiko. Solche Risiken

[37] Vgl. *Piehler* (2007), S. 13.
[38] Vgl. *Siegert/Landwehrmann* (2004), S. 50.
[39] Vgl. *Jost* (2001), S. 29.
[40] Vgl. *Piehler* (2007), S. 13; *Behringer* (2004), S. 248; *Siegert/Landwehrmann* (2004), S. 51.
[41] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 435.
[42] Vgl. *Feil/Weiser* (2004), S. 516; *Behringer* (2004), S. 248.
[43] Vgl. *Kohers/Ang* (2000), S. 447.
[44] Vgl. *Dierickx/Koza* (1991), S. 299.

können vermindert werden, indem Kontrollmassnahmen getroffen werden, die allerdings finanzielle und zeitliche Kosten verursachen (Agency-Kosten).[45]

2.4 Effekt der Earnout-Methode auf die Agency-Kosten

Es können drei Arten von Agency-Kosten unterschieden werden: Die Überwachungskosten des Auftraggebers (Monitoring Costs), die Kosten des Beauftragten, seiner Rechenschaftspflicht gegenüber dem Prinzipal nachzukommen (Bonding Costs), und der sogenannte Residualverlust (Residual Loss).[46]

Indem der Käufer in das Monitoring investiert, hat er die Möglichkeit, das Handeln des Verkäufer-Managements, welches weiterhin als Geschäftsleitung fungiert, während der Earnout-Periode zu kontrollieren und auf diesem Weg unerwünschte Abweichungen von der für ihn als optimal betrachteten Unternehmensführung zu vermeiden. Die Bonding Costs geben Aufschluss über die Ressourcen, welche das Management aufbringen muss, um den Käufer hinreichend darüber zu informieren, dass sämtliche Entscheidungen vollends in seinem Sinne gefällt werden. Darunter fallen auch die Mittel, die dem Auftraggeber als Kompensation zustehen, falls gewisse Entscheide gegen seine Interessen getroffen wurden. Diese beiden Arten von Kosten umfassen sämtliche Anstrengungen sowohl monetärer als auch nicht-monetärer Art, die notwendig sind, um die Informationsdefizite des Käufers über die erbrachte Arbeitsleistung des Verkäufer-Managements zu überwinden.[47] Doch selbst bei maximalen Anstrengungen bei der Überwachung und Berichterstattung bleibt immer eine gewisse Divergenz zwischen den vom Management getroffenen Entscheidungen und den Entscheidungen, welche den Nutzen des Käufers maximiert hätten. Das monetäre Äquivalent zu diesem Wohlfahrtsverlust des Prinzipals (des Käufers) wird «Residual Loss» genannt und ist ebenfalls Bestandteil der Agency-Kosten.[48]

Eine ideale Ausgestaltung der Earnout-Konstruktion sollte zu einer Verminderung der Agency-Kosten führen. Eine leistungsorientierte Bezahlung von Managern sollte die Aufwendungen für die Überwachung vermindern.[49] Damit können die Interessen des Agenten und des Prinzipals gleichgeschaltet werden. Hohe Ausgaben für das Monitoring führen umgekehrt zu Einsparpotenzial im Bereich der leistungsorientierten Bezahlung der Geschäftsleitung. Je stärker kontrolliert wird, desto geringer kann die Interessengleichschaltung ausfallen. Weiter führen gute persönliche Beziehungen zwischen den Vertragsparteien dazu, dass die Wahrscheinlichkeit für egoistisches Handeln abnimmt. In der Folge nehmen die Kosten für Überwachung sowie Berichterstattung deutlich ab.

Bei den Erläuterungen zu den Agency-Kosten steht das Modell im Fokus, bei dem der Verkäufer während der Earnout-Periode für die Leitung des Unternehmens weiterhin verantwortlich ist. Dies ist auch der gängigste Fall.[50] Eine solche Regelung bietet sich an, um den bisherigen Inhaber des Unternehmens durch einen gestaffelten und erfolgsabhängigen Zahlungsvorgang weiterhin an die Firma zu binden und von seinem Wissen und seinen Beziehungen zu profitieren.[51]

Sofern der Verkäufer auf die Möglichkeit verzichtet, Einfluss auf die Höhe der Earnout-Zahlung zu nehmen, und aus dem Unternehmen ausscheidet, tauschen die Parteien ihre Rollen. Dabei wird der Verkäufer zum Prinzipal, der das Handeln des Käufers überwachen möchte, da dieser den Einfluss auf die Geschäftsführung zu seinen eigenen Gunsten ausnützen kann.[52]

---

[45] Vgl. *Piehler* (2007) S. 13.
[46] Vgl. *Jensen/Meckling* (1976).S. 308.
[47] Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 308; *Meinhövel* (2004) S. 472.
[48] Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 308.
[49] Vgl. *Traichal/Gallinger/Johnson* (1999), S. 68
[50] Vgl. *Datar/Frankel/Wolfson* (2001, S. 201). Bei 61 untersuchten M&A-Transaktionen, die in den Jahren 1996 und 1997 eine Earnout-Komponente miteinschlossen, unterstanden 44 (72%) im Anschluss einem Verkäufer-Management und lediglich 17 (28%) wurden vom Käufer selbst geführt.
[51] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 436f.
[52] Vgl. *Behringer* (2004), S. 247.

3. LITERATURANALYSE: DIE WISSENSCHAFTLICHE SICHT

Nachfolgend wird der aktuelle Forschungsstand bezüglich des Abbaus von Informationsasymmetrien und Agency-Kosten mittels Earnout-Methode aufgezeigt. Neben den theoretischen Grundlagen zu Unternehmenstransaktionen bei asymmetrischen Informationen bildet diese Literaturübersicht eine zentrale Grundlage für die nachfolgende Konstruktion des Analyse-Rasters der Fallstudien.

Wie vorliegend erläutert wird, bestätigt der bisherige Forschungsstand positive Effekte des Einsatzes von Earnout-Konstruktionen auf den Abbau von Informationsasymmetrien und die Überwindung von Preisdifferenzen mehrheitlich. Es ist auffallend, dass die hier dargestellte wissenschaftliche Sicht insgesamt deutlich zuversichtlicher über die Wirkung von Earnout berichtet, als dies die einleitend dargestellten Einschränkungen und Vorbehalte bei der praktischen Anwendung es hätten vermuten lassen. Dies deutet darauf hin, dass in der Übertragung der theoretisch-wissenschaftlichen Überlegungen in die Alltagspraxis Schwierigkeiten bestehen.

Es existieren wenige empirische Studien, welche M&A-Transaktionen mit Earnout-Vereinbarungen im Zusammenhang mit dem Abbau von Informationsasymmetrien und Agency-Kosten untersuchen. Ein häufig zitierter Artikel wurde von Datar, Frankel und Wolfson verfasst.[53] Die Autoren untersuchten, welche Auswirkungen Adverse Selection, Moral Hazard und Agency-Kosten auf den Transaktionspreis bei Unternehmensverkäufen haben. Sie stellten fest, dass Earnout-Konstrukte vor allem dann Informationsasymmetrien abbauen können, wenn es sich bei den Zielgesellschaften um kleine, private Unternehmen handelt und wenn Betriebe erworben werden, die in einer anderen Branche als die Käuferschaft tätig sind. In Wirtschaftszweigen, in denen immaterielle Vermögenswerte eine zentrale Rolle spielen (High-Tech-Industrie, Dienstleistungssektor), wird die Earnout-Methode laut der Studie signifikant häufiger angewandt.

Firmen mit fehlender Erfahrung in Akquisitionen bevorzugen gemäss einer Studie von Reuer, Shenkar und Ragozzino performanceabhängige Kaufpreismodelle vor allem dann, wenn die Zielgesellschaft im High-Tech-Sektor oder im Dienstleistungssektor tätig ist.[54]

Von der Leistung abhängige Transaktionspreise werden dagegen gemieden, wenn Probleme mit dem Investorenschutz und der rechtlichen Durchsetzungskraft solcher Modelle bestehen. Earnouts seien in gewissen Rechtssystemen schlichtweg nicht anwendbar. Vor allem das US-amerikanische und britische Recht bildeten eine gute Grundlage für die Stipulierung von komplexen Vertragsklauseln, so der Befund von Mülke sowie von Kohers und Ang.[55]

Dank dem Earnout kann das Humankapital an die Zielgesellschaft gebunden werden, was die Informationsasymmetrie zusätzlich reduziert. Er wird als ein geeignetes Instrument gesehen, Schlüsselpersonen weiter an das Unternehmen zu binden und diesen einen finanziellen Anreiz zu bieten. Ein langfristiger Arbeitsvertrag mag für angestellte Manager genügen, aber für eigentümergeführte Gesellschaften stellt eine Earnout-Konstruktion einen grösseren Anreiz dar, wie in zahlreichen Studien festgestellt wird.[56]

Earnout-Gestaltungen dienen hauptsächlich der Reduktion der Informationsasymmetrien und Agency-Kosten, da ein Bieter mit dem Earnout einen Teil des Risikos der Unternehmensbewertung auf die Zielgesellschaft verschieben könne. Einige Autoren sehen die Reduktion von Risiken bezüglich der Unternehmensbewertung als dessen zentrale Funktion.[57] Earnouts sind effiziente Mechanismen zur Senkung des Risikos aus der Unternehmensbewertung. Durch die Reduktion bzw. die Verteilung der Risiken der Unternehmensbewertung kann das Problem einer anfänglichen Preisdifferenz überwunden werden, wie Barbopoulos/Sudarsanam sowie Beard begründen.[58]

Ein wichtiges Thema ist auch die Anreizkompatibilität zwischen Käufer und bisherigem Unternehmenseigner. Bei richtiger Ausgestaltung des Earnout-Ansatzes werden Käufer und Verkäufer dazu gebracht, auch nach Vertrags-

[53] Vgl. *Datar/Frankel/Wolfson* (2001), S. 201
[54] Vgl. *Reuer/Shenkar/Ragozzino* (2004), S. 19.
[55] Vgl. *Mülke* (2010); *Kohers/Ang* (2000), S. 445.
[56] Vgl. *Datar/Frankel/Wolfson* (2001), S. 201; *Beard* (2007); *Kohers/Ang* (2000), S. 445; *Borowicz* (2014), S. 436.
[57] Vgl. *Beard* (2007); *Kohers/Ang* (2000), s. 445; *Cain/Denis/Denis* (2011), S. 151.
[58] Vgl. *Barbopoulos/Sudarsanam* (2012), S. 678; Beard (2004).

unterzeichnung an einem Strang zu ziehen und damit gemeinsam für nachhaltigen Erfolg des Unternehmens zu sorgen.[59] Durch geschickten Einsatz der Methode können beide Parteien dazu bewogen werden, aus Eigeninteresse auch im Sinne der anderen Vertragspartei zu handeln und damit den Gesamterfolg für beide zu vergrössern. Bei konsequenter Umsetzung besteht für den Altgesellschafter die Möglichkeit, einen höheren Kaufpreis zu erzielen als beim direkten Verkauf. Der Erwerber kann sich im Gegenzug der vollen Unterstützung und der Erfahrung des Verkäufers sicher sein.[60]

Bieter rund um die Ankündigung einer M&A-Transaktion reagieren positiv, sobald seitens der Zielgesellschaft ein Earnout angeboten wird. Durch den damit verbundenen Abbau von Informationsasymmetrien kann in den meisten Fällen der Umfang und Aufwand zur Prüfung der Zielgesellschaft reduziert und die M&A-Transaktion schneller durchgeführt werden. Die Kapitalmärkte in Deutschland beurteilen die Verwendung von Earnouts positiv, wenn Unsicherheiten und Informationsasymmetrien hoch sind.[61] Unabhängig von der Unternehmensgrösse nimmt die Anzahl der potenziellen Käufer zu, sobald der Verkäufer eine Earnout-Konstruktion anbietet. Demgegenüber beobachten Datar, Frankel und Wolfson in ihrer grundlegenden Studie nur bei kleinen und mittleren Unternehmen eine signifikante Zunahme an potenziellen Käufern durch die Anwendung einer Earnout-Konstruktion. Bei grösseren Unternehmen ist das Bild nicht klar. Der Markt reagiert generell wohlwollend auf M&A-Transaktionen mit Earnouts, wodurch das Kaufinteresse steigt. Der Wertzuwachs von M&A-Transaktionen mit Earnouts wird fairer und effizienter zwischen Verkäufer und Käufer aufgeteilt.[62]

Lukas und Heimann thematisieren die hohe Misserfolgsquote im Rahmen von Unternehmenskäufen bzw. -zusammenschlüssen und legen dar, dass dem Abbau von Informationsasymmetrien nach wie vor eine besondere Bedeutung zukommt. Mittels branchenübergreifender Untersuchung für den deutschen Markt zeigen sie auf, dass der Abbau von Informationsasymmetrien, eine höhere Earnout-Ratio, eine niedrigere Earnout-Laufzeit und ein geringerer Verschuldungsgrad einen positiven Effekt auf den Transaktionspreis haben.[63]

Vor allem bei Unternehmenstransaktionen von KMU gibt es einen hohen Grad an asymmetrischen Informationen. Daher kann oft keine Einigung zwischen Verkäufer und Käufer erzielt werden. Mittels Analyse von 25 M&A-Transaktionen schwedischer KMU wird gezeigt, dass dank Earnout das Risiko der M&A-Transaktion fair dargestellt wird. Je höher die asymmetrischen Informationen und somit die Unsicherheit in einer M&A-Transaktion, desto häufiger, flexibler und massgeschneiderter ist die Anwendung von Earnout-Modellen.[64]

Mülke untersucht, ob und wie Earnout-Strukturen im Fall von Konzern-Sell-offs an Beteiligungsgesellschaften angewandt werden können. Er kommt zum Schluss, dass deren Anwendung für den Abbau von Informationsasymmetrien grundsätzlich sinnvoll ist. Im Zentrum stehen diverse Handlungsempfehlungen zu Vertragsregelungen von Earnout-Gestaltungen, die den Moral Hazard minimieren.[65]

Die beschriebenen Forschungsergebnisse verdeutlichen die Vielzahl von Interaktionen zwischen den Themenbereichen Earnout und Abbau von Informationsasymmetrien und/oder Agency-Kosten. Auch wenn kein Konsens über das Ausmass der Effekte besteht, so scheint man sich einig zu sein, dass ein Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit der erfolgreichen Durchführung einer M&A-Transaktion sowie dem Grad der asymmetrischen Informationen und der Agency-Kosten besteht. Der Earnout scheint aus wissenschaftlicher Sicht ein geeignetes Instrument zu sein, den Bestand und das Ausmass asymmetrischer Informationen und Agency-Kosten zu beschränken und die Wahrscheinlichkeit einer positiven Durchführung einer M&A-Transaktion zu erhöhen.

---

[59] Vgl. *Barbopoulos/Sudarsanam* (2012), S. 678.
[60] Vgl. *Beard* (2007); *Cain/Denis/Denis* (2011), S.151.
[61] Vgl. *Kohers/Ang* (2000); *Lukas/Heimann* (2014), S. 445.
[62] Vgl. *Barbopoulos/Sudarsanam* (2012), S. 678; *Datar/Frankel/Wolfson* (2001), S. 201; *Beard* (2004). Wir verweisen hier auf die weiter vorne gemachten Erläuterungen zu Verhandlungsmacht und Machtgefällen. Es geht bei Verhandlungen nicht immer darum, den «fairen» Preis zu ermitteln.
[63] Vgl. *Lukas/Heimann* (2010).
[64] Vgl. *Nyman/Ohlsson* (2010); *Datar/Frankel/Wolfson* (2001), S. 201.
[65] Vgl. *Mülke* (2010).

Diese positive Sicht der Literatur kontrastiert etwas mit den in der Praxis manchmal vorgebrachten Vorbehalten gegenüber Earnouts. Aufgrund der bisherigen Ausführungen ist aber trotzdem zu erwarten, dass der Markt für Unternehmenstransaktionen grundsätzlich positiv auf deren Einsatz reagieren sollte. Entsprechend wird folgende Hypothese definiert: *Ein Earnout-Ansatz kann die Informationsasymmetrien und die Agency-Kosten in einer M&A-Transaktion reduzieren und erhöht somit die Wahrscheinlichkeit für deren erfolgreiche Durchführung.* Die theoretische Grundlage zeigt, dass der Earnout ein Instrument zur Reduktion von Informationsasymmetrien sowohl vor (ex ante) als auch nach (ex post) dem Vertragsabschluss darstellt. Er kann Anreize und Ziele von Käufer und Verkäufer gleichschalten und somit die Agency-Kosten reduzieren.

4. EMPIRISCHES UNTERSUCHUNGSDESIGN

Die Beurteilung der Earnout-Methode ist aufgrund der zahlreichen transaktionsindividuellen Parameter, die in einer solchen Beziehung eine Rolle spielen, schwierig.[66] In den bisherigen Forschungsarbeiten wurden fast ausschliesslich qualitative Forschungsmethoden angewendet. Die Tatsache, dass die Daten zu den Geschäften vertraulich und daher nicht öffentlich zugänglich sind, verunmöglicht repräsentative Untersuchungen auf Basis veröffentlichter Daten (z.B. aus Informationsportalen wie Bloomberg). Zuweilen ist nicht einmal bekannt, ob eine Transaktion durchgeführt wurde oder scheiterte.

In der vorliegenden Arbeit wird daher die Methode der Fallstudienanalyse angewendet, bei der mittels eines Analyse-Rasters spezifische Kriterien aus der Theorie bzw. aus dem Stand der bisherigen Forschung empirisch abgeglichen werden. Anhand konkreter Falldossiers können die relevanten Aspekte gezielt herausgearbeitet werden. Da zudem nicht nur Finanzdaten (quantitativer Aspekt) eine Rolle spielen, soll bei der Fallstudie ein starker Fokus auf den qualitativen Kontext gelegt werden (u.a. Einbezug der Agency-Theorie). Die detaillierte Untersuchung realer Fälle stellt denn auch eine entscheidende Stärke dieser Arbeit dar.

4.1 Fallstudien als Forschungsmethode

Die wissenschaftliche Untersuchung von Fallbeispielen ist eine spezifische Form der qualitativen Sozialforschung.[67] Ein zentrales Merkmal der Fallstudienanalyse ist, dass die Untersuchung innerhalb eines sozialen Kontexts und in Abhängigkeit von sozialen Handlungen stattfindet. Dabei ist das Ziel, auf dem Fundament idiografischer Methoden den zu untersuchenden Gegenstand in seiner gesamten Ausprägung und Vielfalt zu erfassen, spezifische Kriterien zu vergleichen und diese in einem Gesamtkontext zu berücksichtigen.[68] Ausgehend von der Analyse des Einzelfalls werden in einem zweiten Schritt verallgemeinernde Aussagen gemacht.[69]

Der Vorteil der empirischen Analyse wissenschaftlicher Problemstellungen auf der Grundlage von Fallbeispielen ist, dass der Vergleich diverser Einzelfälle das Auffinden bisher wenig beachteter Eigenschaften begünstigt. Durch die subjektiven Sinnzuweisungen können in den empirischen Daten Aspekte gefunden werden, über die zuvor keine theoretischen Annahmen existierten und die somit nicht ex ante erhoben werden können. Dies ermöglicht, neue Perspektiven in bestehende Theorien einzubringen und somit wieder zu beleben oder inhaltlich zu erweitern.[70] Allgemein sind qualitative Forschungsdesigns auch eher dazu geeignet, komplexe Situationen empirisch zu untersuchen und dadurch auch komplexere Beschreibungen und Erklärungen zu liefern.[71]

Bei der Anwendung von Fallbeispielanalysen in der Forschung werden oft Bedenken bezüglich der Wissenschaftlichkeit im Allgemeinen und der Verallgemeinerbarkeit im Besonderen verbunden. Es muss festgehalten werden, dass qualitative Forschung niemals Anspruch auf Repräsentativität erheben kann, was aber auch nicht ihre Zielsetzung ist. Der Kritik ist entgegenzuhalten, dass die Befunde eben gerade nicht beliebig sind und durch bestimmte Methoden und Mechanismen Gültigkeit auch über die analysierten Fälle hinaus beanspruchen können.[72]

4.2 Konstruktion und Diskussion des Analyse-Rasters

Basierend auf den Grundsätzen der Fallstudienanalyse ist für die empirische Untersuchung ein konkretes Modell, ein Analyse-Raster, konstruiert worden. Abgestützt auf der Theorie und auf dem aktuellen Forschungsstand zu den asymmetrischen Informationen und den Agency-Kosten werden Kriterien identifiziert und in einem Raster sinnvoll gegliedert und gewichtet. Diese Kriterien können danach an den Einzelfällen, d.h. anhand der Stichprobe von M&A-Transaktionen von KMU (Cases) mit Earnouts systematisch und standardisiert überprüft werden (Top-

[66] Vgl. *Riedl* (2005).
[67] Vgl. *Flick/Kardoroff/Steinke* (2003), S. 106.
[68] Vgl. *Wilson* (1982), S. 487.
[69] Vgl. *Wrona* (2005), S. 6.
[70] Vgl. *Kelle* (1998), S. 44.
[71] Vgl. *Locke* (2001), S. 97.
[72] Vgl. *Wrona* (2005), S. 12.

down-Ansatz). Dabei wird es möglich, das Gesetzhafte am Einzelnen zu untersuchen bzw. zu bestätigen und die definierte Hypothese zu überprüfen.

Das Analyse-Raster umfasst zwei Bereiche: Zuerst findet der Test auf Reduktion von Informationsasymmetrien, danach der Test auf Reduktion von Agency-Kosten statt. Die jeweiligen Prüfkriterien wurden aus der Theorie und dem aktuellen Forschungsstand abgeleitet. Die Gewichtung der einzelnen Parameter basiert auf deren unterschiedlicher Relevanz und Häufigkeit der Nennung in der Literatur. Dies bedeutet, dass ein Kriterium umso mehr Gewicht erhält, je nachdem wie häufig es erwähnt und als wie wichtig es beschrieben wird.[73]

Für den Test auf Reduktion von Informationsasymmetrien wurden 15 Kriterien definiert. Dabei sprechen die ersten neun Kriterien für den Abbau der Informationsasymmetrie mittels Earnout. Eine positive Beantwortung der Parameter 1 bis 9 (d.h. ein Vorfinden dieser Kriterien in einer M&A-Transaktion) weist somit darauf hin, dass der Earnout zum Abbau von Informationsasymmetrien beiträgt. Die Kriterien 10 bis 15 sprechen hingegen gegen den Abbau der Informationsasymmetrie mittels Earnout. Entsprechend weist ein Vorfinden dieser Kriterien in einer M&A-Transaktion darauf hin, dass der Earnout nicht zum Abbau von Informationsasymmetrien beiträgt.

Für den Test auf Reduktion von Agency-Kosten wurden die Kriterien 16 bis 18 definiert. Ein Vorfinden dieser Kriterien in einer M&A-Transaktion spricht dafür, dass dank dem Earnout die Agency-Kosten reduziert werden konnten.

4.3 Datenerhebung

In der vorliegenden Arbeit wurde eine Stichprobe von 27 realen M&A-Transaktionen zwischen 2001 und 2013 untersucht. Die Daten wurden von einer Bank und einem Treuhänder zur Verfügung gestellt. Dabei bestand ein Trade-off zwischen dem Prinzip der minimalen Kontrastierung (d.h. möglichst ähnliche Fälle) und einer genügend grossen Stichprobe. Entsprechend wurden für die Auswahl folgende Selektionskriterien definiert: (1) Es handelt sich um eine M&A-Transaktion von einem nicht kotierten KMU. (2) Es wurde ein Earnout-Konstrukt angewendet. (3) Die Earnout-Periode ist bereits verstrichen. (4) In dieser Periode wurde das Unternehmen durch das Verkäufer-Management geführt. Alle 27 Fallstudien erfüllen diese vier Selektionskriterien.

Die Physiognomie der untersuchten Fälle weist gewisse Besonderheiten auf, welche bei der Interpretation der empirischen Ergebnisse und bei der Praxisrelevanz zu berücksichtigen sind. Verallgemeinernde Aussagen und die Übertragung der Erkenntnisse auf andere Praxisfälle lassen sich nicht ohne weiteres machen und müssen entsprechend – wie in jedem Modell üblich – zurückhaltend vorgenommen werden. Die Praxisrelevanz der Aussagen erstreckt sich damit auf das nachfolgend beschriebene Segment von Unternehmen und Transaktionen, welche als Basis für unsere Fallstudien dienten.

Bei den untersuchten Fällen handelt es sich um Unternehmen aus dem mittleren Segment der Schweizer KMU (umfangssprachlich «grosse K bis kleine M», ohne eine exakte Definition anzuwenden), welche einen strukturierten Nachfolgeprozess aufgesetzt haben und dabei von Fachexperten (Bank, Treuhänder) begleitet wurden. Das strukturierte Vorgehen, die Unternehmensgrösse und das Transaktionsvolumen rechtfertigten, dass überhaupt komplexere vertragliche Regelungen wie Earnout unter Einbezug von externen Experten in Frage kamen. Für kleine Unternehmen kommt ein solcher systematischer, komplexer Nachfolgeprozess aus zeitlichen und finanziellen Gründen häufig gar nicht in Frage.

Bei den Käufern handelte es sich vorwiegend um solche der einleitend beschriebenen Kategorie der «tatsächlich externen» Partner, welche rund 20% der Fälle ausmachen. Bei dieser Käufergruppe ist der Abbau von Informationsasymmetrien zentraler Bestandteil der Transaktionsstrukturierung. Es ist davon auszugehen, dass in diesem Segment auch tatsächlich grössere Informationsasymmetrien bestehen, die mittels Earnout (neben anderen Instrumenten der Risikominimierung) beseitigt werden können. Zumindest für die Käufer (als emotional weniger stark belastete «Non-Insider») war der Kaufpreis ausserdem ein wesentliches transaktionsbestimmendes Element. Wie bereits erwähnt, sind diese beiden Aspekte in Fällen mit internen oder nahestehenden Käufern (Fami-

[73] Sämtliche Untersuchungskriterien des Analyserasters sind auf die Literatur abgestützt und in der Literaturanalyse (Kapitel 3) reflektiert. Eine entsprechende tabellarische «Überleitung» von der Literatur zu den Kriterien wurde für interne Arbeitszwecke erstellt.

lienangehörige, bisheriges Management, enge Geschäftspartner) nicht im selben Masse ausgeprägt. Informationsasymmetrien sind dann tendenziell geringer und die Bedeutung des Transaktionspreises geht zurück. Solche Fälle sind aber nicht Gegenstand dieser Untersuchung.

Die Praxisrelevanz der vorliegenden empirischen Untersuchung ist somit auf Transaktionen an externe Käufer im mittleren Segment der KMU beschränkt. Immerhin darf man annehmen, dass in der Zukunft in der Schweiz die Zahl solcher externen Unternehmensnachfolgen ansteigen wird.

Die Resultate der empirischen Untersuchung unterliegen weiteren wichtigen Einschränkungen. Erstens misst das Analyse-Raster lediglich, ob durch den Einsatz eines Earnouts die Informationsasymmetrien und Agency-Kosten reduziert werden konnten. Ein Earnout kann jedoch auch zu anderen Zwecken eingesetzt werden (z.B. als Methode der Finanzierung), was aber nicht Gegenstand dieser Untersuchung ist. Zweitens werden nur M&A-Transaktionen betrachtet, die bereits erfolgreich durchgeführt worden sind und bei denen die Earnout-Phase verstrichen ist (Ex-post Beurteilung). Das Modell macht keine Aussagen zu M&A-Transaktionen, die nicht zustande gekommen sind, obwohl ein Earnout geprüft wurde. Drittens wird nur für den Earnout und nicht für andere Methoden geprüft, ob die Informationsasymmetrien und Agency-Kosten abgebaut werden konnten.

In einem ersten Schritt wurde jede M&A-Transaktion für die Untersuchung portraitiert.[74] Dann wurde jede einzelne Nachfolgesituation mit dem Analyse-Raster systematisch auf die definierten Kriterien untersucht (sog. singuläre Fallrekonstruktion). Ziel dabei ist, die Einzigartigkeit eines Falles zu zeigen.[75] Aufgrund der mit solchen M&A-Transaktionen verbundenen hohen Vertraulichkeit (Bankkundengeheimnis, Geschäftsgeheimnis etc.) sind die Fallstudien komplett anonymisiert worden.

[74] Aus Vertraulichkeitsgründen verzichten wir hier auf die Darstellung der Unternehmensporträts.
[75] Vgl. *Wrona* (2005), S. 28.

5. EMPIRISCHE RESULTATE

5.1 Allgemeine Befunde aus der Stichprobe

Die 27 Fälle wurden von einer Bank und einem Treuhänder zur Verfügung gestellt, welche entweder selbst mit der Durchführung der M&A-Transaktion mandatiert worden waren oder eine begleitende Dienstleistung (z.B. Kaufpreisfinanzierung, Due Diligence etc.) anboten. Im Umfang und in der Qualität der Dokumente bzw. Kalkulationen unterschieden sich die Fälle sehr, wobei bei jeder Transaktion mindestens der vollständige Kaufvertrag vorlag. Weitere Unterlagen sowie vereinzelte Anfragen bei den jeweiligen Mandatsleitern halfen zusätzlich, die Kriterien aus dem Analyse-Raster möglichst objektiv zu beurteilen und die Dossiers entsprechend zu ergänzen.

Die Earnout-Periode beschreibt den für die zusätzlichen, variablen Zahlungsverpflichtungen massgeblichen Zeitraum. Innerhalb dieser Zeitspanne auftretende Entwicklungen haben direkten Einfluss auf den Kaufpreis. Es zeigt sich, dass sich alle Earnout-Perioden der Stichprobe über eine Spanne von zwei bis fünf Jahren erstreckten. Am häufigsten, d.h. bei 37% der M&A-Transaktionen wurde die Laufzeit von drei Jahren gewählt. Weiter zeigt sich, dass kurze Laufzeiten (zwei oder drei Jahre) den längeren (vier oder fünf Jahre) vorgezogen werden. Diese Befunde decken sich mit der Literatur, in der Perioden zwischen einem Jahr und fünf Jahren erwähnt werden.[76] Dass es bezüglich der idealen Länge verschiedene Ansichten gibt, ist verständlich. Schliesslich sollte jeder Earnout individuell auf das Zielunternehmen und den Käufer abgestimmt sein.

Die Earnout-Ratio zeigt die Höhe der variablen Earnout-Zahlungen in Prozent des Gesamtkaufpreises. Bei gut 80% aller untersuchten M&A-Transaktionen macht die Earnout-Zahlung nicht mehr als 40% des Gesamtkaufpreises aus. Knapp 45% aller Earnout-Zahlungen bewegten sich zwischen 20% und 40% des Gesamtkaufpreises und stellen somit den Normalfall dar. In der Literatur gibt es verschiedene Ansichten über die sinnvolle Höhe der variablen Earnout-Ratio. Diese schwankt zwischen 10% und 70% des Kaufpreises.[77] Dabei kann einerseits argumentiert werden, dass ein zu geringer Prozentsatz den Aufwand einer Earnout-Verhandlung kaum rechtfertigt. Andererseits erhöht ein allzu hoher Anteil das Risiko des Verkäufers überproportional und wird daher kaum dessen Interesse wecken bzw. die Erfolgschancen der M&A-Transaktion vermindern.

Die Wahl der Kennzahlen, an welche die Earnout-Zahlung gekoppelt ist, variiert stark. Augenfällig ist, dass bei 12 der 27 M&A-Transaktionen (44%) der Earnout am Umsatz festgemacht wurde. Sämtliche Gewinngrössen geniessen eine vergleichsweise untergeordnete Rolle. Interessant ist diese Feststellung im Abgleich mit den sehr einheitlichen Aussagen in der Literatur: Verkäufer ziehen in der Regel eine umsatzbasierte Earnout-Zahlung vor, Erwerber hingegen meist die Koppelung an eine Gewinngrösse, da diese besser und schneller manipuliert werden können, zumal die Buchführung bereits in der Earnout-Periode die Aufgabe des Käufers, des neuen Eigentümers, ist.[78] Gerade bei KMU ist durch die geringere Transparenz infolge der geltenden Rechnungslegungsvorschriften die Gefahr solcher Manipulationen zusätzlich erhöht.

Über die Gründe, warum sich in der Stichprobe offensichtlich vor allem die Verkäufer durchsetzen konnten, kann nur spekuliert werden. Eine mögliche Begründung könnte sein, dass, wenn sich die Verkäufer schon auf eine Earnout-Konstruktion einlassen, sie wenigstens die entsprechende Kennzahl für die Earnout-Zahlung bestimmen möchten. Auch ist ersichtlich, dass in der Stichprobe der Reingewinn als Earnout-Kennzahl weniger häufig gewählt wurde als der EBIT, der EBIT wiederum weniger oft als der EBITDA. Dies zeigt, dass ein Earnout-Konstrukt bezüglich Manipulation und Interpretation immer anfälliger wird, je «reiner» die Erfolgskennzahl ist. Entsprechend werden «reinere» Erfolgskennzahlen möglichst gemieden.

5.2 Verzerrungen der Stichprobe

Die untersuchten Transaktionen weisen in den wesentlichen Merkmalen eine relativ hohe Homogenität auf (Höhe des Unternehmenswertes bzw. Transaktionspreises, Grösse der Firmen, Branchen bzw. Sektoren der Firmen etc.). Von den 27 M&A-Transaktionen waren bei 16 (59%) beide Vertragsparteien aus dem Kanton Zürich

[76] Vgl. *Sherman/Janatka* (1992); *Bruner/Stiegler* (2001); *Rayney* (1989); *Gundersen* (2002); *Goldsmith* (2002); *Borowicz* (2014), S. 431.

[77] Vgl. *Goldsmith* (2002), S. 1; *Bruner/Stiegler* (2001); *Borowicz* (2014), S. 431f. Borowicz argumentiert überzeugend für einen nicht allzu hohen variablen Anteil von 20% bis 30% sowie für einen Schwellenwert, damit überhaupt ein Earnout gezahlt wird.

[78] Vgl. *Del Roccili/Fuhr* (2001); *Kruse/Goldberg* (2002); *Sherman/Janatka* (1992); *Borowicz* (2014), S. 431f.

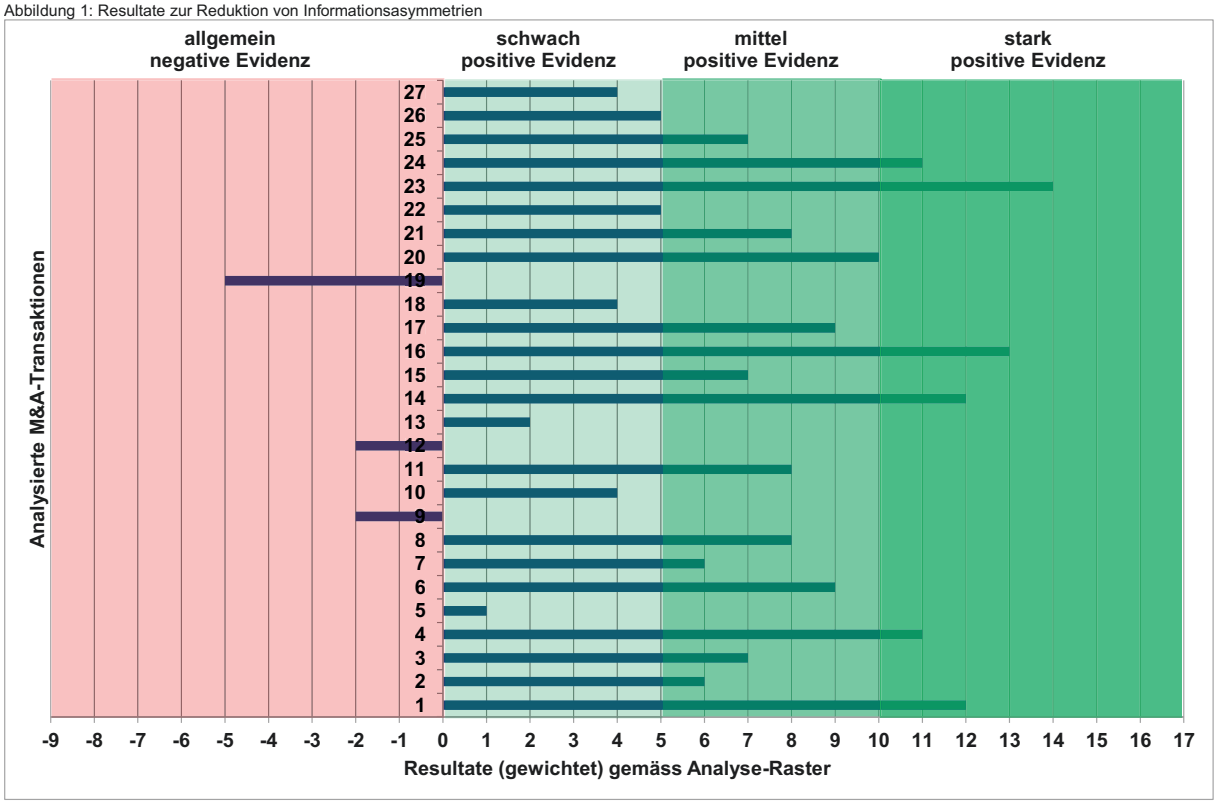
(Schweiz), bei 23 (85%) beide Vertragsparteien aus der Deutschschweiz und bei 25 (93%) beide Vertragsparteien aus der Schweiz. Lediglich bei zwei M&A-Transaktionen war mindestens eine Vertragspartei aus dem Ausland involviert. Die empirischen Beobachtungen und Erkenntnisse können daher nicht ohne weiteres auch auf andere geografische Märkte übertragen werden.

Da die Fälle aktiv anhand von gewissen Selektionskriterien ausgewählt wurden, kann ein «Selection Bias» vorliegen. Weil nur die bis zum Schluss erfolgreichen bzw. überlebenden M&A-Transaktionen betrachtet werden, besteht ein «Survivorship Bias». Rein intuitiv kann festgehalten werden, dass dadurch die Resultate in der Tendenz positiv verzerrt sind. Um validere und verlässlichere Ergebnisse zu erhalten, müsste eine zufällig zusammengestellte Treatmentgruppe (mit Earnout) mit einer Kontrollgruppe (ohne Earnout) verglichen werden. Solche Experimente sind in der betriebswirtschaftlichen Praxis jedoch kaum möglich.

5.3 Auswertung der Fälle – Reduktion der Informationsasymmetrie vor der Transaktion

Abbildung 1 zeigt die Ergebnisse zur Reduktion von Informationsasymmetrien, wobei jeder Balken eine der 27 untersuchten M&A-Transaktionen darstellt. Von den 27 M&A-Transaktionen weisen drei eine negative und 24 eine positive Evidenz bezüglich Abbaus von solchen Asymmetrien auf.

Abbildung 1: Resultate zur Reduktion von Informationsasymmetrien



Den wenigen Transaktionen mit negativer Evidenz ist gemeinsam, dass die Verhandlungen über die Earnout-Konstruktion mit langen und konträren Diskussionen verbunden waren. Die Vertragsparteien waren sich bereits zu Beginn uneinig, ob und wie eine Earnout-Gestaltung angewendet werden soll. In der Folge wurde der Earnout ungenau definiert, was im Verlauf der Earnout-Periode zu grossen Unstimmigkeiten führte. Entsprechend endeten zwei dieser drei Fälle gar vor Gericht.[79] Bei den Nachfolgeregelungen mit negativer Evidenz wurden neben dem Earnout noch andere Methoden (z.B. Due Diligence, Gutachten, Gewährleistungsansprüche, Garantien etc.)

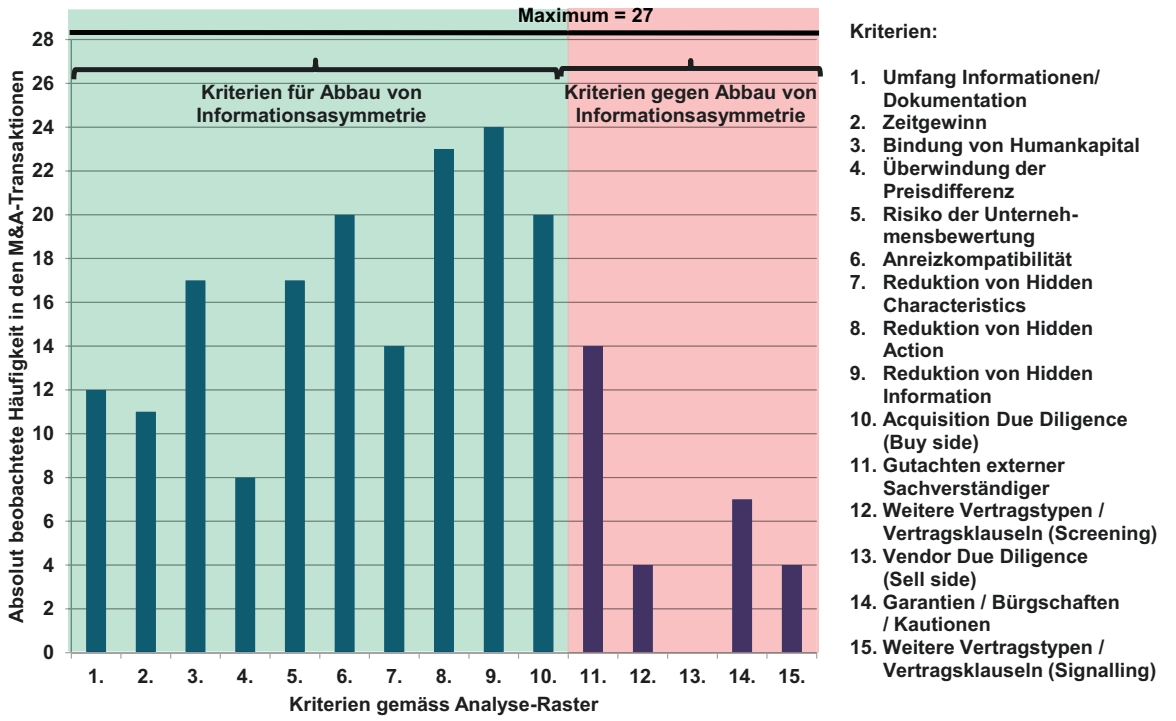
[79] Es wäre zu einfach, daraus den Schluss zu ziehen, von Earnout-Lösungen aufgrund des Streitpotenzials abzuraten und auf eine Preisfestlegung bei Vertragsabschluss zu drängen. Diesem Risiko stehen auch verschiedene Vorteile gegenüber. Damit soll betont werden, dass eine eindeutige Regelung der Preisberechnung vertraglich festgehalten werden muss. Die in der Praxis zu beobachtende Zurückhaltung gegenüber Earnout auf der Verkäuferseite sollte aber auch als Warnung dienen. Wenn man nicht hinter der Idee stehen kann, sollte man sie auch nicht realisieren, weil die Earnout-Periode eine vertrauensvolle Zusammenarbeit der Vertragspartner voraussetzt. Man kann nicht jede Eventualität vertraglich regeln.

für den Abbau der Informationsasymmetrie verwendet. Dies zeigt, dass der Earnout alleine nicht genügte, um solche Asymmetrien entscheidend abzubauen.[80] [81]

Von den 24 M&A-Transaktionen im positiven Bereich weisen sieben eine schwache, elf eine mittelstarke und sechs eine starke positive Evidenz für den Abbau von Informationsasymmetrien auf. Je grösser die Einigkeit rund um die Details der Anwendung der Earnout-Konstruktion war, desto besser fiel das Resultat aus. Ausserdem ist bei vier der sechs M&A-Transaktionen mit stark positiver Evidenz der Umsatz als Earnout-Kennzahl gewählt worden. Dies ist möglicherweise ein Indiz dafür, dass sich der Umsatz als Kennzahl mit wenigen Möglichkeiten der Manipulation und Interpretation besser für ein erfolgreiches Earnout-Konstrukt eignet als andere Kennzahlen.[82] Auch zeigt sich, dass nur eine der sechs M&A-Transaktionen mit stark positiver Evidenz eine Earnout-Periode von über drei Jahren aufweist. Ein möglicher Grund für diese Beobachtung könnte sein, dass sich bei kürzeren, überschaubaren Earnout-Perioden weniger Uneinigkeiten und Interpretationsspielräume manifestieren können.

Ein interessantes Bild zeigt auch die Analyse der einzelnen Kriterien aus dem Analyse-Raster. Abbildung 2 zeigt die absolute Häufigkeit der Beobachtung dieser einzelnen Kriterien in den 27 Fällen.

Abbildung 2: Resultate zu den Kriterien zur Reduktion von Informationsasymmetrien



In fast allen Fällen konnten die Kriterien 8 und 9 für den Abbau von Informationsasymmetrie bestätigt werden (in 23 resp. in 24 von 27 Transaktionen). Dies zeigt, dass der Earnout der Informationsasymmetrie entgegenwirken kann, indem er die «Hidden Action» und «Hidden Information» reduziert und somit die Handlungen des Verkäufer-Managements besser beobacht- sowie beurteilbar macht. In 20 Transaktionen wurden Hinweise gefunden, dass mittels Earnout die Ziele von Verkäufer und Käufer (alignment of interest) durch ein entsprechendes Anreiz-

[80] Diese Massnahmen zum Abbau der Informationsasymmetrien haben aber immerhin dazu geführt, dass es überhaupt zum Abschluss kam. Die Käufer haben die zukünftige Entwicklung des Zielobjekts ex ante durchaus als positiv beurteilt, sonst hätten sie den Kauf nicht getätigt.

[81] In der Praxis sind solche Gewährleistungen und Garantien fast immer zentraler Bestandteil des Transaktionsvertrages. In diesem Sinne ist davon auszugehen, dass in vielen Fällen der Earnout-Mechanismus alleine nicht ausreicht, um alle Risiken zweckmässig auf die Partner zu verteilen und die Informationsasymmetrien genügend stark zu reduzieren.

[82] Das ist nachvollziehbar: Der Verkäufer möchte nicht für künftigen Gewinn verantwortlich sein. Wenn, dann wird er sich nur darauf einlassen, dass er dafür geradesteht, dass die Planumsätze auch wirklich möglich sind. Earnout-Definitionen auf Gewinnstufe sind heikel und können viel leichter manipuliert werden als der relativ transparente Umsatz.

bzw. Entlöhnungssystem angeglichen werden konnten (Kriterium 6). Es spricht viel dafür, dass ein Earnout die gewünschte Anreizkompatibilität erzeugen kann. Erstaunlich ist, dass die Kriterien 1, 2 und 4 vergleichsweise weniger häufig vorgefunden wurden (in 12, 11 resp. 8 von 27 Transaktionen). Es kann nicht ohne weiteres erwartet werden, dass die Anwendung einer Earnout-Konstruktion den erwarteten Umfang an Informationen und Dokumentationen zur Prüfung der Zielgesellschaft reduziert oder dass Zeit gewonnen und dadurch die Transaktion schneller durchgeführt werden kann. Vor allem wird aber auch ersichtlich, dass mittels Earnout nicht zwingend eine anfängliche Preisdifferenz überwunden werden kann. Bei der Untersuchung der Fälle wurde festgestellt, dass der Earnout-Mechanismus häufig nicht zur Überwindung einer anfänglichen Preisdifferenz stipuliert wurde. Vielmehr war es damit möglich, harte und teilweise auch unsinnige bzw. zu wenig fundierte Preisverhandlungen von vornherein zu vermeiden.

Auch die Untersuchung der Kriterien, welche gegen den Abbau von Informationsasymmetrien sprechen, ist interessant. So wurde in 20 von 27 Transaktionen eine «Acquisition Due Diligence» erstellt (Kriterium 10), was nach heutiger praktischer Erfahrung gerade bei grösseren Geschäften zum Standard gehört. Offenbar verlässt sich der Käufer nicht gerne alleine auf den Earnout, sondern möchte diese zusätzliche Prüfung der Zielgesellschaft durchführen. Sie dient ihm auch für die Vorbereitung von Massnahmen in der Integrationsphase und nicht ausschliesslich als Risikoinstrument. Diese «Acquisition Due Diligence» wurde in den meisten Fällen aber nicht mit der gleichen Tiefe und demselben Aufwand durchgeführt, wie wenn kein Earnout angewendet worden wäre. So wurde sie beispielsweise auf einzelne Teilbereiche beschränkt (z.B. Legal, Tax, Finance etc.).

In keiner der 27 M&A-Transaktionen wurde eine «Vendor Due Diligence» durchgeführt (Kriterium 13). Dies ist wenig überraschend. Den Quellen kann entnommen werden, dass die Due Diligence seitens des Verkäufers als Instrument des Signalings eine klar untergeordnete Rolle spielt. In 14 Fällen wurde ein externes Gutachten über die Transaktion eingeholt (Kriterium 11). Eine unabhängige Drittmeinung ist entsprechend neben dem Earnout ebenfalls eine oft benutzte Methode des Screenings der Zielgesellschaft.

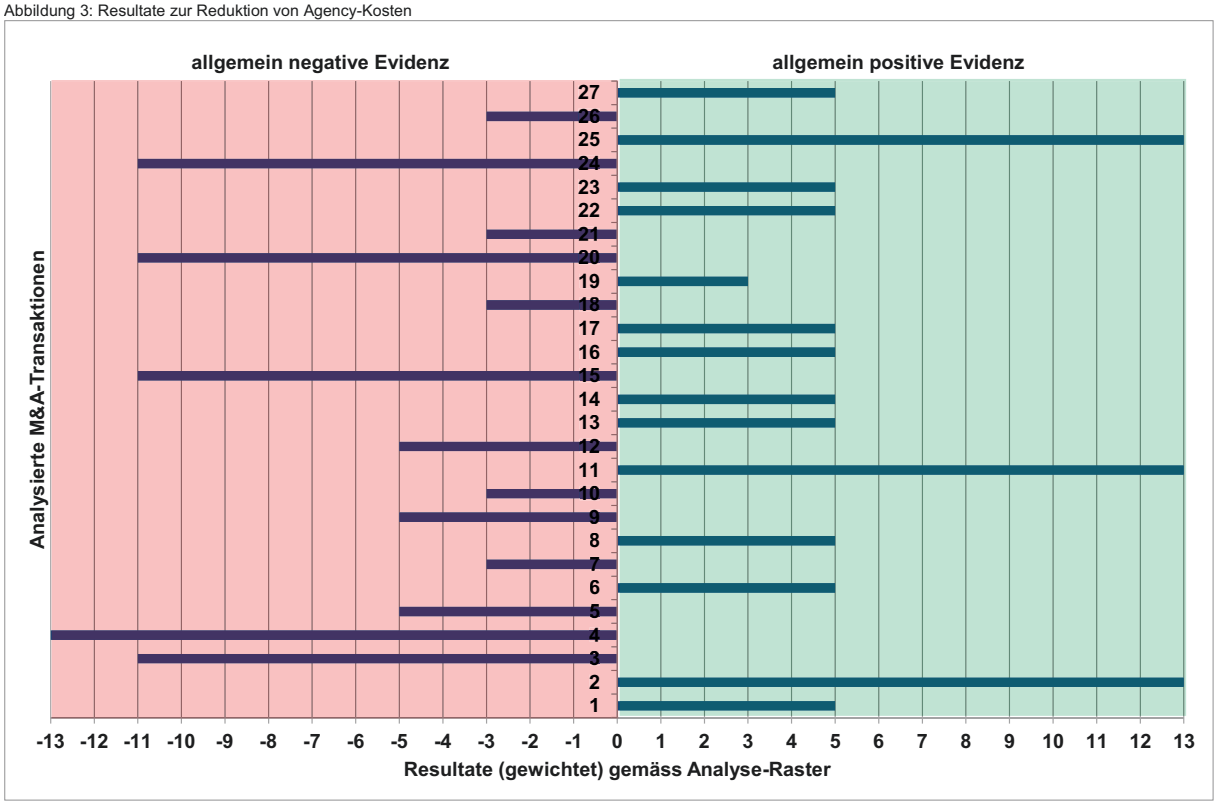
Zum Abschluss der Analyse kann festgehalten werden, dass der Earnout ein durchaus geeignetes Instrument darstellt, Informationsasymmetrien zu reduzieren. In 24 von 27 Nachfolgetransaktionen liegt, in unterschiedlicher Ausprägung und Stärke, eine positive Evidenz für eine Reduktion vor.

5.4 Auswertung der Fälle – Reduktion der Agency-Kosten nach der Transaktion

Mit den Kriterien 16 bis 18 wurde getestet, wie stark die Agency-Kosten durch den Earnout abgebaut werden konnten. Während die Reduktion von Informationsasymmetrien vor der Transaktion vorgängig gut ersichtlich war, zeigen die Resultate zum Abbau von Agency-Kosten kein klares Bild.

Abbildung 3 zeigt die Ergebnisse der 27 untersuchten Transaktionen.

Abbildung 3: Resultate zur Reduktion von Agency-Kosten



Von den 27 Transaktionen weisen 13 eine negative und 14 eine positive Evidenz auf, dass Agency-Kosten abgebaut wurden. Es liegt somit kein eindeutiges Resultat vor. Basierend auf der Theorie und dem aktuellen Forschungsstand sollte die optimale Ausgestaltung der Earnout-Konstruktionen zu einer Verminderung der Agency-Kosten (d.h. Monitoring Costs, Bonding Costs und Residual Loss) führen, was in den Fallstudien aber nicht bestätigt werden konnte. In der Stichprobe wurden lediglich in 17 Transaktionen Indizien für den Abbau von «Monitoring Costs», in 11 Fällen für den Abbau von «Bonding Costs» und in 22 Transaktionen für den Abbau von «Residual Loss» gefunden.

Geht man davon aus, dass der Verkäufer weiterhin in leitender Funktion im Unternehmen tätig ist, unterliegt er arbeitsvertraglich der Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen. Er muss somit die Interessen des Käufers wahren. Bei täglicher Zusammenarbeit erscheint die Überwachung auch einfacher. Deshalb ist es möglich, dass die Agency-Kosten für den Käufer insgesamt nur eine geringe Bedeutung haben.

Diese Resultate sind jedoch vorsichtig zu interpretieren, da die Operationalisierung von Agency-Kosten schwierig ist. Es sollte geprüft werden, ob der Umfang der Überwachung (seitens des Käufers) und der Rechenschaft (seitens des Verkäufers) dank dem Earnout tatsächlich abgebaut wird. Die Agency-Kosten müssten dazu bei jeder Transaktion mit und ohne Earnout beurteilt und miteinander verglichen werden. Dies ist bei der vorliegenden Stichprobe jedoch nicht möglich, da die Nachfolgefälle ausschliesslich mit dem Earnout in Verbindung stehen und keine sicheren Aussagen darüber gemacht werden können, wie sich der Umfang der Überwachung und Rechenschaft durch Wegfall des Earnouts verändern würde. Entsprechend wurde in einer vereinfachten Form beurteilt, ob die vereinbarte Überwachung sowie Rechenschaft für eine M&A-Transaktion in dieser Grössenordnung angemessen ist bzw. der Praxis entspricht oder nicht. Entsprechen die Pflichten zur Überwachung sowie zur Rechenschaft dem üblichen Standard oder sind sie sogar strenger, spricht dies gegen den Abbau von Agency-Kosten. Sind die Pflichten hingegen weniger umfangreich, spricht dies dafür.

Zur Analyse der Agency-Kosten kann festgehalten werden, dass kein eindeutiges Resultat für oder gegen deren Abbau eruiert werden konnte.

6. KONKLUSION UND DISKUSSION

6.1 Fazit und kritische Würdigung

Für die Schweiz wird im KMU-Segment ein Rückgang der Bedeutung von Familienunternehmen erwartet. Familien- und unternehmensinterne Nachfolgelösungen sind in den letzten Jahren zurückgegangen.[83] Geht man davon aus, dass durch die vermehrten «externen» Lösungen die Bedeutung der Preisfindung in Nachfolgetransaktionen zunimmt und andere Motive und Aspekte (wie Emotionen, Arbeitsplatzerhalt, Fortführen des Lebenswerkes, Familienfrieden usw.) überragen wird und dass sich bei externen Lösungen das Problem der asymmetrischen Informationen viel stärker manifestiert als bei «internen» Lösungen, ist damit zu rechnen, dass die Bedeutung von Earnout-Konstruktionen als einem möglichen Lösungsansatz zur Überwindung von Preisdifferenzen, welche durch Informationsasymmetrien ausgelöst werden, zunehmen wird.

Aufgrund der vielen Varianten bei der Gestaltung einer M&A-Transaktion schliesst Tannon: «structuring purchase prices far more resembles an art than a science.»[84] Einer dieser Kunstgriffe ist der Earnout-Ansatz. Durch seine Anwendung ist es in gewissen Transaktionen überhaupt erst möglich, eine Einigung zwischen Käufer und Verkäufer zu erreichen. Die beiden Vertragsparteien müssen sich nicht unmittelbar bei Vertragsunterzeichnung auf einen Kaufpreis einigen. Stattdessen wird ein variabler Teil des Transaktionspreises bestimmt, der abhängig von der zukünftigen Entwicklung des Zielunternehmens in der Regel nach oben korrigiert wird. Durch eine solche Vereinbarung kann der Käufer einen Teil des Risikos auf den Verkäufer übertragen, quasi als Kompensation für dessen Informationsvorsprung. Zudem kann der Verkäufer durch sein Know-how und seine Kontakte eine reibungslose und erfolgreiche Übertragung des Unternehmens unterstützen.

Trotz ihrer Vorzüge stellt die Earnout-Methode kein Universalwerkzeug für schwierige Transaktionsverhandlungen dar. Eine vertrauensvolle Kooperation während der Übergangsphase zwischen den Vertragsparteien ist ebenso nötig wie eine detaillierte Regelung der Ermittlung des Zusatzpreises sowie der Rechte und Pflichten.[85] Werden in diesen Bereichen Probleme nicht rechtzeitig erkannt, kann eine anfangs als fruchtbare Zusammenarbeit gedachte Beziehung in Konflikten enden. Wilkinson charakterisiert diese Gratwanderung zwischen sinnvoller Lösung und gleichzeitig schwieriger Konstruktion, welche die Gefahr für gravierende zukünftige Spannungen in sich birgt, mit folgenden Worten: «Earnouts are fascinating beasts, but they should be approached with caution.»[86] Die Praxis zeigt, dass gerade Verkäufer diesem Konstrukt zurückhaltend gegenübertreten. Die Schwierigkeiten, den Mechanismus vertraglich einwandfrei zu erfassen und festzulegen, dürfen nicht unterschätzt werden.

In der Praxis kommt der Earnout-Mechanismus daher vor allem dort zur Anwendung, wo seine Vorteile einen echten Mehrwert schaffen. Seine Anwendung erfolgt verglichen mit allen Nachfolgeregelungen noch sehr selten. Allerdings bedient man sich dieses Instruments in Branchen, die auf Grund ihres noch jungen Entwicklungsstadiums von erhöhter Unsicherheit geprägt sind, deutlich häufiger. In einem ungewissen Umfeld scheinen flexible Verträge oft vernünftiger als traditionelle, starre Vereinbarungen. Neben technologie- und forschungsintensiven Betrieben sind es daher vor allem Dienstleistungsunternehmen, bei deren Übernahme die Earnout-Methode vermehrt zum Einsatz kommt.[87] In der Praxis zeigt sich weiter, dass sich oft schon die Diskussion über die etwaige Integration von Earnout-Konstrukten in den Kaufvertrag als geeignetes Mittel zum Abbau von Informationsasymmetrien erweist. Denn bei Verhandlungen über die Ausgestaltung eines Earnouts müssen beide Vertragsparteien ihre Annahmen über zukünftige Entwicklungen offenlegen und begründen. Durch diesen intensiven Austausch der beiden Vertragsparteien kann es dann sogar zu einer Kaufpreiseinigung ohne Earnout kommen. Earnout-Konstruktionen sind daher ein geeignetes Mittel zur Ausräumung von Preisdifferenzen zwischen Käufer und Verkäufer, die auf ungleicher Informationsverteilung oder Unsicherheit basieren. Sie ermöglichen damit das «agreeing to disagree»,[88] denn die endgültige Bestimmung des gesamten Kaufpreises erfolgt erst, wenn sich auch der Käufer zum Unternehmensinsider entwickelt hat und sich die Informationsverteilung damit eher ausgleicht.

---

[83] Vgl. *Credit Suisse* (2013), S. 24ff.
[84] Vgl. *Tannon* (1990).
[85] Vgl. *Riedl* (2005), S. 85.
[86] Vgl. *Wilkinson* (2001).
[87] Vgl. *Bazerman/Gillespie* (1999), S. 160.
[88] Vgl. *Kohers/Ang* (2000).

In der vorliegenden Arbeit wurde untersucht, ob ein Earnout-Ansatz die Informationsasymmetrien und die Agency-Kosten in einer M&A-Transaktion reduzieren kann und somit die Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche Abwicklung erhöht. Dabei wurden mittels Analyse-Raster 27 Fallstudien von KMU mit Earnouts analysiert. Die Untersuchung bestätigt den Abbau von Informationsasymmetrien, liefert jedoch keine eindeutigen Antworten auf die Frage bezüglich des Abbaus von Agency-Kosten. Die Resultate rund um den Abbau von Agency-Kosten sind jedoch aufgrund der schwierigen Operationalisierung und der eingeschränkten Datenlage zurückhaltend zu interpretieren.

Insgesamt lässt sich der Schluss ziehen, dass eine Earnout-Konstruktion die Informationsasymmetrien bei einer Unternehmensübernahme vermindern und damit die Transaktionskosten senken kann. Es sind daher grundsätzlich ökonomisch positive Wirkungen zu erwarten. Ein Allerheilmittel ist der Earnout nicht.

6.2 Handlungsempfehlungen für die Praxis

Die Resultate der vorliegenden Arbeit haben gezeigt, dass der Abbau von Informationsasymmetrien und Agency-Kosten bei der Festlegung eines für beide Vertragsparteien adäquaten Vertragswerks in der Praxis weiterhin eine grosse Herausforderung darstellt. Die Möglichkeit der variablen Gestaltung des Kaufpreises bringt jedoch nur dann den erwünschten Erfolg, wenn in der praktischen Umsetzung die Earnout-Konstrukte mit der nötigen Sorgfalt und Genauigkeit formuliert werden.

Damit eine Transaktion überhaupt zustande kommt, müssen sich die beiden Parteien einig werden.[89] Die praktischen Handlungsempfehlungen sind daher basierend auf der Käufer- und der Verkäufersicht zu diskutieren. Wesentliche Eckpfeiler einer Transaktion aus Sicht des Käufers sind die Zielsetzungen und die strategischen Überlegungen zum Übernahmeobjekt, die Bewertung des Objekts, die Finanzierung der Transaktion sowie die Verminderung der Risiken.[90] Der Verkäufer orientiert sich häufig am Fortbestand des Unternehmens und der Arbeitsplätze, an der Bewertung des Objekts, an der Kaufpreiszahlung sowie an der Verminderung der Risiken.

Beim Earnout geht es darum, Bewertungsunterschiede aufgrund unterschiedlicher Informationsstände und Einschätzungen über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens zu überwinden.

Basierend auf der Literatur (Kapitel 3), der Praxiserfahrung (Abschnitt 6.2) und der eignen empirischen Untersuchung (Kapitel 4 und 5) ist zu vermuten, dass sich Earnout-Mechanismen in der Nachfolgeregelung eher für mittlere und grössere private Unternehmen eignen. Ist das zu verkaufende Objekt zu klein, steht der finanzielle und zeitliche Aufwand für die Ausarbeitung einer Earnout-Lösung und für die Umsetzung eines strukturierten Nachfolgeprozesses in keinem angemessenen Verhältnis zum Transaktionsvolumen. Die vorliegend in den Fallstudien untersuchten Firmen gehörten überwiegen nicht dem Segment der Klein- und Kleinstfirmen an («grosse K, kleine M»).

Damit der Earnout seine Wirkung auf die Verminderung der Informationsasymmetrien und damit auf die Überwindung von Preisdifferenzen gut entfalten kann, muss der Verkaufspreis ein wesentlicher Treiber der Vertragsverhandlungen sein. Dies ist bei externen Nachfolgelösungen regelmässig eher der Fall als bei internen. Dort können andere Motive wichtiger sein, was sich häufig in Preisnachlässen durch den Verkäufer äussert. Bei externen Lösungen ist das Problem der asymmetrischen Informationsverteilung auch wesentlich ausgeprägter als bei internen Nachfolgen und daher einer Lösung durch ein Earnout-Konstrukt auch eher zugänglich.

Die häufig in der Praxis vorkommende subjektive Einschätzung des Verkäufers, dass sein Unternehmen «doch mehr wert sei», führt dazu, dass in vielen Fällen über den Transaktionspreis keine Einigung erzielt werden kann. Durch die Aufteilung der Zahlung in einen fixen und einen variablen Kaufpreis im Earnout-Konstrukt wird es wahrscheinlicher, dass sich Käufer und Verkäufer in den Verhandlungen einigen. Der Verkäufer kann evtl. einen höheren Preis erzielen als bei einem Direktverkauf. Und der Verkäufer leistet nur dann eine ökonomisch gerechtfertigte variable Zusatzzahlung, wenn sich das Unternehmen in der Earnout-Periode gut entwickelt.

---

[89] Juristen sprechen im Vertragsrecht von gegenseitiger übereinstimmender Willensäusserung.
[90] Vgl. *Borowicz* (2014), S. 433ff.

Gerade die empirische Untersuchung hat deutlich gezeigt, dass die Partner eine Lösung mit Earnout auch tatsächlich umsetzen wollen müssen. Lange Diskussionen und Auseinandersetzungen in den Vertragsverhandlungen sind keine geeigneten Voraussetzungen. Da es unmöglich ist, vertraglich alle Eventualitäten in der Earnout-Periode vorherzusehen, ist eine vertrauensvolle, faire Zusammenarbeit zwischen den Parteien notwendig. Einigkeit und gegenseitiges Vertrauen sind Grundvoraussetzungen dafür, dass man sich auf eine solche Lösung einlässt. Ist das nicht gegeben, sollte man von Earnout absehen.

Wenn die Verhandlungen durch ein starkes Machtgefälle geprägt sind, das die stärkere Partei ausnützen will, kann der Earnout keine Lösung bieten. Dieser Mechanismus bezweckt letztlich, zwischen Verkäufer und Käufer einen ökonomisch angemessenen fairen Preis zu finden. Dies setzt eine partnerschaftliche Grundhaltung voraus, die auch für die anschliessende Earnout-Periode wichtig ist.

Sowohl die Literatur als auch die Fallstudien zeigen, dass der Earnout alleine in aller Regel nicht genügt, um Informationsunterschiede ausreichend zu vermindern. Er kann Teil einer Gesamtlösung sein, die auch Garantien, Gewährleistungen, Due Diligence, externe Gutachten und weitere Instrumente umfasst. Die integrierte Lösung ermöglicht eine zweckmässige Allokation der Transaktionsrisiken auf Verkäufer und Partner. In kleineren, einfacheren Fällen mit geringem Unterschied in den Preisvorstellungen können diese Instrumente auch ohne Earnout vollumfänglich für eine zweckmässige Lösung genügen.

Letztlich eignet sich der Earnout mit seinem variablen Entschädigungsteil nicht für Situationen, in denen der Verkäufer keine Unsicherheit bezüglich des Verkaufserlöses wünscht.[91] Für diese Sicherheit (deal certainty) ist er vielleicht sogar bereit, einen gewissen Preisnachlass zu gewähren.

Wie diese Ausführungen zeigen, gibt es in der Praxis keinen «Earnout-Königsweg» und es eignen sich auch nicht alle Nachfolgesituationen dafür. Sollte man zum Entschluss kommen, dass in einer spezifischen Transaktion ein Earnout-Mechanismus einen Nutzen stiftet, sind für die Praxis die folgenden «technischen» Empfehlungen wichtig:

- Die Fallstudien zeigen, dass sich in vielen Fällen ein variabler Kaufpreisbestandteil von rund 20% bis maximal 30% bewährt hat. Wird der variable Teil zu tief gewählt, wirkt das Instrument aufgrund der Strukturierungskosten ineffizient. Wenn er zu hoch gewählt wird, hängt der Verkaufspreis ausserordentlich stark von der Entwicklung des Unternehmens ab, was für den Verkäufer nicht interessant ist.
- Die Bemessungsgrundlage sollte möglichst wenige Ermessensspielräume resp. Manipulationsmöglichkeiten offen lassen. Um die im Verlauf der Arbeit beschriebenen Probleme zu vermeiden, empfiehlt es sich, in den Vertrag nicht nur eine genaue Formel zur Berechnung der gewinnabhängigen Kaufpreiskomponente aufzunehmen, sondern auch sehr detailliert festzulegen, wie die massgebende Kennzahl berechnet wird. Ausgangspunkt muss dabei die Festlegung eines Rechnungslegungsstandards sein, der einen Abschluss nach «True and Fair View» vorsieht.[92] Um alle Missverständnisse bezüglich der Berechnung zu vermeiden, empfiehlt es sich, die Berechnung mit einem Beispiel in der Beilage zum Vertrag zu illustrieren und dabei die Positionen des Rechnungswesens, die in die Berechnung einbezogen werden, auch genau aufzuführen.[93] Insgesamt sind Umsatzkennzahlen die bessere Berechungsgrundlage als Erfolgskennzahlen.
- Sofern eine Gewinngrösse überhaupt als Parameter definiert wird, sollte der Vertrag über die Transaktion in der praktischen Anwendung auch Bestimmungen enthalten, die den Gewinn vor Manipulationen schützen. In diesem Sinne werden meistens Bestimmungen aufgenommen, die es dem Käufer verbieten, mit verbundenen Unternehmen Rechtsgeschäfte zu unüblich günstigen Bedingungen («at non-arm's length») abzuschliessen oder das Unternehmen während des für die Berechnung massgebenden Zeitraums durch die Übernahme neuer bzw. die Abtretung bestehender Geschäfte wesentlich zu verän-

[91] Denkbar wäre auch die Situation, dass der Käufer Kostensicherheit braucht.

[92] Vgl. *Schenker* (2013), S. 58. Der Aspekt des Rechnungslegungsstandards darf bei KMU nicht überschätzt werden. Bei den untersuchten Fällen handelt es sich um regional tätige Betriebe («grosse K, kleine M») aus der Schweiz. Nach Erfahrung der Autoren organisieren nahezu alle Unternehmen in diesem Segment ihre Rechnungslegung nach Obligationenrecht (gilt für die Schweiz) und wenden keine weiteren Standards wie Swiss GAAP FER, US GAAP oder IFRS an. Auf Stufe Umsatz sind die Unterschiede in den Regelwerken für kleine Unternehmen nicht substanziell, auf Stufe Gewinn können aber erhebliche Abweichungen entstehen. Die Empfehlung zu «True and Fair View» verstehen wir eher als für grosse Unternehmen und Konzerne gedacht.

[93] Für den Käufer ist es eine anspruchsvolle Aufgabe, eine Vergleichbarkeit seiner Ergebnisse mit den Verkäufer-Budgets sicherzustellen. Der Käufer führt die Unternehmung ja in der Regel nicht unverändert weiter, sondern möchte Synergien ausnützen und Prozesse und Strukturen optimieren, die sich dann auch im Rechnungswesen niederschlagen. In gewissen Fällen erstellen die Käufer daher eigene Schattenrechnungen.

dern.[94] Obwohl auf diese Weise bis zu einem gewissen Grad Unsicherheiten vermindert werden können, zeigt die Praxis, dass es nicht immer möglich ist, eine Manipulation des Ertrags bzw. Auseinandersetzungen über dessen Höhe völlig zu verhindern.

- Die Fallstudien und die Literatur zeigen, dass eine Laufzeit der Earnout-Periode von zwei bis maximal fünf Jahren angemessen scheint. Die Laufzeit sollte so gewählt werden, dass die Ursache für die unterschiedlichen Einschätzungen des Transaktionspreises bestimmt werden kann.[95] Je länger jedoch die Frist ist, desto stärker wirken allgemeine Umweltentwicklungen auf den Unternehmenserfolg ein.
- In vielen Regelungen (so auch in den Fallstudien) arbeitet der Verkäufer in leitender Funktion im Unternehmen weiter und führt es durch die Earnout-Periode. Ein Earnout-Mechanismus kann die Interessen von Käufer und Verkäufer abgleichen (alignment of interest). In den meisten Fällen sollten zudem Kontrollrechte, Informationsrechte und -pflichten, Verantwortlichkeiten usw. festgelegt werden. Insgesamt scheinen die Agency-Kosten in der Praxis aber vergleichsweise nebensächlich zu sein.
- In der Praxis wird häufig vorgebracht, dass der Verkäufer nach der Transaktion Schwierigkeiten habe, seine Leitungsfunktion gegenüber dem Käufer durchzusetzen, das Unternehmen zu führen und den Geschäftsgang tatsächlich zu beeinflussen. Er könne daher für das unternehmerische Ergebnis nicht mehr verantwortlich gemacht werden. Der Käufer möchte natürlich möglichst rasch Synergien nutzen und das Geschäft nach seinen Vorstellungen optimieren. Dieser Vorbehalt ist berechtigt und hält Verkäufer von der Anwendung des Earnout ab. Um diese Bedenken aufzufangen, kann die Earnout-Laufzeit eher kurz gewählt werden (z.B. zwei Jahre), dann können die Veränderungsmassnahmen des Käufers noch nicht umfassend greifen, da deren Umsetzung ja Zeit braucht.
- Der Earnout-Mechanismus kann auch als Finanzierungsinstrument verstanden werden. Ein Teil der Zahlung wird aufgeschoben und zudem vom wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens abhängig gemacht. Dieser Aspekt war jedoch nicht Teil der Untersuchung.

Insgesamt zeigt sich, dass der Earnout ein interessantes Instrument ist, Preisdifferenzen zu überwinden. Viele praktische Vorbehalte dagegen haben mindestens teilweise ihre Berechtigung, können aber in der Transaktionsgestaltung berücksichtigt werden. Der Earnout kann den grössten Nutzen dann erbringen, wenn er auf die passenden Transaktionen angewendet wird. Wie gezeigt, gibt es einige spezifische Ausgangslagen, bei denen er sich gut eignet, und andere, wo dies nicht zutrifft. Der Earnout-Mechanismus wird in der Praxis auch kaum je für sich allein eingesetzt, sondern in ein Konvolut von Massnahmen und vertraglichen Abmachungen eingebettet.

6.3 Ausblick und weiterer praktischer Forschungsbedarf

Die Studie hat gezeigt, dass weiteres Forschungspotenzial vorhanden ist. Die grösste Herausforderung für umfassendere Untersuchungen stellen die Qualität und der Umfang der Datengrundlage dar. Einerseits sollten mehr M&A-Transaktionen mit Earnouts aus anderen Ländern untersucht werden. Andererseits sollten auch Daten zu Transaktionen mit Earnouts, die in der Verhandlungsphase nicht zustande gekommen sind oder die während der Earnout-Periode abgebrochen werden mussten, beschafft werden. So könnte eine präzisere Analyse zu Erfolg und Misserfolg von Nachfolgeregelungen erstellt werden, als wenn nur Transaktionen betrachtet werden, die bereits erfolgreich durchgeführt wurden (Ex-post-Betrachtung). Da jedoch nicht zustande gekommene und abgebrochene M&A-Transaktionen oft nicht dokumentiert werden, ist die Beschaffung der nötigen Datengrundlage ausserordentlich schwierig oder zumindest mit erhöhtem Aufwand und Einschränkungen verbunden. Die private Struktur der Transaktionen und deren Vertraulichkeit erschweren die Datenbeschaffung zusätzlich.

Gerade für die Praxis wäre es aber interessant zu wissen, welche empirischen Belege es für erfolgreiche und welche es für gescheiterte Transaktionen gibt. Nur aus dem Vergleich von positiven und negativen Fallbeispielen lassen sich zuverlässige Schlüsse ziehen.

---

[94] Vgl. *Schenker* (2013), S. 58.

[95] Ist die Einschätzung eines innovativen Produktes schwierig, sollte man die Laufzeit so wählen, dass in der Earnout-Periode dieses Produkt zur Marktreife entwickelt werden kann. Dann realisiert sich das ökonomische Potenzial des Produkts und schlägt sich im unternehmerischen Erfolg nieder.

VERZEICHNISSE

Literatur- und Quellenverzeichnis

Barbopoulos, L., & Sudarsanam, S. (2012). Determinants of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder's Value Gains. *Journal of Banking & Finance,* 36(3), S. 678-694.

Bazermann, M., & Gillespie, J. (1999). Betting on the Future: The Virtues of Contingent Contracts. *Harvard Business Review*, 77(5), S. 155-160.

BDO (2011). *Erstklassische Schweizer KMU-Landschaft*. Jahresbericht 2011 der BDO AG. BDO: Zürich, S. 8-27 Abgerufen von https://www.bdo.ch/media/filer_public/2013/01/28/bdo_jahresbericht_2011.pdf

Beard, D. R. (2004). *The Mitigation of Asymmetric Information through the use of Earnouts* (doctoral dissertation). Baton Rouge: Louisiana State University LSU, Abgerufen von http://etd.lsu.edu/docs/available/etd-06172004-091346/unrestricted/Beard_dis.pdf.

Beard, D. R. (2007). A Cross-sectional Analysis of Earnout Contracting in Acquisitions, *Business Review,* 7(2), S. 8-14.

Behringer, S. (2004). Earn-out-Klauseln bei Unternehmensakquisitionen. *Unternehmen und Management*, 2004(7), S. 245-250.

Bisnode (2013). *Nachfolge-Studie KMU Schweiz*. Urdorf: Bisnode D&B Schweiz AG. Abgerufen von https://www.bisnode.ch/data/docs/de/2883/Bisnode-Studie-Nachfolge-KMU-Schweiz-2013.pdf.

Borowicz, F. (2014). Earn-out: Grundgedanke, Ausgestaltung und Einbettung in die Transaktion. *Corporate Finance,* 2014(10), S. 429-437.

Bruner, R. F., & Stiegler, S. (2001). *Technical note on structuring and valuing incentive payments in M&A: earnouts and other contingent payments to the seller.* Darden Case UVA-F-1322-S. Charlottesville: University of Virginia Darden School of Business Administration.

Cain, M., Denis, D., & Denis, D. (2011). Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements. *Journal of Accounting & Economics, 51(1), S. 151-170.*

Coff, R. (1999). How Buyers cope with Uncertainty when acquiring Firms in knowledge-intensive Industries: Caveat emptor. *Organization Science*, 10(2), S. 144-161.

Credit Suisse (2009). *Erfolgreiche Unternehmensnachfolge – Studie mit KMU-Unternehmern zu emotionalen und finanziellen Aspekten*. Publikation der Credit Suisse Group AG, zusammen mit dem Center for Family Business der Universität St. Gallen, Februar 2009. Zürich: Credit Suisse

Credit Suisse (2013). *Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU – Unternehmensnachfolge in der Praxis.* Publikation derCredit Suisse Group AG, zusammen mit dem Center for Family Business der Universität St. Gallen, Swiss Issues Branchen, Juni 2013. Zürich: Credit Suisse.

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), S. 201-238.

Del Roccili, J., & Fuhr, J. (2001). The Pros and Cons of Earnouts. *Journal of Financial Service Professionals*, 55(6), S. 88.

Dierickx, I., & Koza, M. (1991). Information Asymmetries: How not to «Buy a Lemon». Negotiating M&A. *European Management Journal*, 9(3),S. 229-234.

Ernst, D., & Thümmel, R. (2002). Verhandlungsstrategien und vertragliche Regelungen zur Umsetzung von Realoptionen bei M&A-Transaktionen. *M&A Review,* 2002(12), S. 627-635.

Feil, S. M., & Weiser, M. F. (2004). Die Earnout-Methode zur Überwindung divergierender Werteinschätzungen im Rahmen von M&A-Transaktionen. *M&A Review,* 2004(12), S. 512-518.

Flick, U., Kardoroff, E. ,& Steinke, I.(2003). *Qualitative Forschung. Handbuch*. 2. Auflage. Reinbek bei Hamburg: Rowohlt.

Furubotn, E., & Richter, R. (1996). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.

Goldsmith, J.D. (2002). *Making an Earnout work.* Abgerufen von http://www.klettrooney.com/newsletters/corporate/CORPORATE_01.02.pdf.

Gundersen, M. (2002). *How to make an Earnout work*. Chicago: University of Chicago. Abgerufen von http://www. imakenews. com/eletra/mod_print_view. cfm.

Halder, C. (2013). *Finanzierung von M&A-Transaktionen. Vendor Loans und Earnout-Strukturen*. Hamburg: Diplomica.

Haselmann, D. (2003). Rechtsfragen beim Unternehmenskauf. *Betriebswirtschaftliche Schriften*, 2003 (155), S. 133-150.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), S. 305-360.

Jost, P. (2001). *Die Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmenskontext und in der Betriebswirtschaftslehre*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Kelle, U. (1998). *Empirisch begründete Theoriebildung - Zur Logik und Methodologie interpretativer Sozialforschung*. 2. Auflage. Weinheim: Deutscher Studienverlag.

KMU Next (2010). *Der grosse Generationenwechsel. Wie der Abschied vom Lebenswerk zur Chance wird*. *Nachfolge 1.0.* Winterthur: KMU Next, Schweizerische Vereinigung für Unternehmensnachfolge bei KMU.

Kohers, N., & Ang, J. (2000). Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and agreeing to Stay. *The Journal of Business, 73(3), S. 445-476.*

Kruse, P., & Goldberg, S. (2002). *Buyers, Sellers increasingly use Earnouts to cope with Purchase Price Anxiety*. Abgerufen von www.fleetcapital.com.

Lacher, J., & Poppe, H. (1988). Unternehmenskauf nach der Methode des realisierten Ertragswerts. *Der Betrieb*, 41, S. 1761-1765.

Locke, K. (2001). *Grounded Theory in Management Research*. London: Sage Publications

Lukas, E., & Heimann, C. (2010). *Bedingte Kaufpreisanpassungen, Informationsasymmetrien und Shareholder Value: Eine empirische Analyse deutscher Unternehmensübernahmen*. FEMM Working Paper No. 6, Magdeburg: Otto-von-Guericke University Magdeburg, Faculty of Economics and Management.

Lukas, E., & Heimann, C. (2014). Technological-induced Information Asymmetry, M&As and Earnouts: Stock Market Evidence from Germany. *Applied Financial Economics, 24(7), S. 481-493.*

Mankiw, G., & Taylor, M. (2008). *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*. 4. überarbeitete und erweiterte Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Meinhövel, H. (2004). Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium,* 33(8), S. 470-475.

Mülke, M. (2010). *Earn-out-Strukturen beim Verkauf von Konzerneinheiten an Beteiligungsgesellschaften* (Dissertation). Saarbrücken: Universität des Saarlandes.

Nyman, J., & Ohlsson, F. (2010). *Earnouts and Asymmetric Information – A Study of M&A Transactions of privately held Swedish SMEs*. Göteborg: University of Gothenburg.

Peukert, H. (2015). Neue Institutionenökonomik. *Gabler Wirtschaftslexikon*. Abgerufen von http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/neue-institutionenoekonomik.html

Piehler, M. (2007). *Kontraktgestaltung bei M&A-Transaktionen – Bedingte Zahlungsstrukturen zur Verbesserung des Einigungsbereichs* (Dissertation). Wiesbaden: Gabler.

Ragotzky, S. (2003). *Unternehmensverkauf und asymmetrische Information.* Europäische Hochschulschriften, 2003(2992). Bern: Lang.

Rayney, P. (1989). Making Earn-outs pay. *Accountancy*, 1989, S. 94-97.

Reuer, J., Shenkar, O., & Ragozzino, R. (2004). Mitigating Risk in international Mergers and Acquisitions: The Role of Contingent Payouts. *Journal of International Business Studies*, 35(1), S. 19-32.

Riedl, A. (2005). *Earn-Outs bei Unternehmenstransaktionen* (Diplomarbeit). Norderstedt: Grin.

Schenker, U. (2013). *Rechtliche und steuerliche Aspekte beim Unternehmenskauf*. Zürich: Baker & McKenzie.

Schulz, S. (2004). Earn-out-Mechanismen bei M&A-Transaktionen. *Going Public*, 2004(6), S. 42-43.

Sherman, S., & Janatka, D. (1992). Engineering Earn-Outs to get Deals done and prevent Discord. *Mergers & Acquisitions,* 1992(27), S. 26-31.

Siegert, T., & Landwehrmann, S. (2004). *Die Finanzierung von M&A-Transaktionen*. Heidelberg: Triebel.

Sigg, A., Brunner, H., & Hofmann, R. (2013). *Unternehmensnachfolge. Beratung, Steuerung, Lösungskonzept*. Zürich: Orell Füssli.

Tannon, J. (1990). The Art of structuring a private Company Deal. *Mergers & Acquisitions,* 1990, S. 58-64.

Traichal, P., Gallinger, G., & Johnson, S. (1999). The Relationship between Pay-for-Performance Contracting and external Monitoring. *Managerial Finance,* 25(9), S. 68-88.

Wilkinson, M. (2001). *Obtaining a high Price for your Business through Earn-Outs*. Hartford: Connecticut Tech Tribune

Wilson, T. (1982). Qualitative oder quantitative Methoden in der Sozialforschung. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie,* 34(3), 487-508.

Wrona, T. (2005). *Die Fallstudienanalyse als wissenschaftliche Forschungsmethode*. ESCP-EAP Working Paper, Nr. 10. Berlin: European School of Management.

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Resultate zur Reduktion von Informationsasymmetrien 17
Abbildung 2: Resultate zu den Kriterien zur Reduktion von Informationsasymmetrien 18
Abbildung 3: Resultate zur Reduktion von Agency-Kosten 20

Zürcher Hochschule
für Angewandte Wissenschaften

**School of
Management and Law**

St.-Georgen-Platz 2
Postfach
8401 Winterthur
Schweiz

www.zhaw.ch/sml

AACSB ACCREDITED

INSTITUTIONAL AUDIT FIBAA