

---

## ISION AG

- I. Auftrag, Fragestellungen und verfügbare Unterlagen
- II. Die kontaminierten Umsätze im Jahr 2000 gemäß Financial Plan ISION AG
- III. Generierung der erwarteten Umsätze im Financial Plan für 2001
- IV. Die Umsetzung der von ISION gelieferten Informationen über Umsätze 2000 bzw. 2001 im Bewertungskalkül von DKB bzw. ENERGIS
- V. Die Erwartungsbildung über Umsätze für 2002 und Folgejahre durch DKB
- VI. Ändert die Studie „Financing Model Assumptions“ vom 11. Dezember 2000 die Beurteilung des Sachverhaltes?

## VII. Ergebnisse

## I. Auftrag, Fragestellungen und verfügbare Unterlagen

- a) Hatten die sog. Scheinumsätze zwischen bestimmten Unternehmen (Bluetrix etc.) und der ISON AG im Jahr 2000 Einfluss auf den im Rahmen eines DCF-Kalküls durch DKB bzw. Energis berechneten Wert des Eigenkapitals der ISON AG zum 01.01.2001?
- Der Berater des Käufers – DKB – bzw. ENERGIS berechnen im sog. base case scenario einen Barwert zum 01.01.2001 für 100% der Anteilsrechte in Höhe von 620 Mio. GBP.
- b) Hätten sich die Planzahlen im Kalkül von DKB bzw. ENERGIS und das Bewertungsergebnis des DCF-Kalküls zum 01.01.2001 geändert, wenn die sog. Scheinumsätze des Jahres 2000 mit dem Wert Null verbucht worden wären?

### Verfügbare Unterlagen:

- (1) Financial Plan der ISON Internet AG, nicht paginiert, 46 Seiten;
- (2) Entwurf eines Schreibens von Alexander Falk an das Landgericht Hamburg vom 28.10.2004 (24 Seiten);
- (3) Bewertungsunterlagen und –kalkül von DKB vom 29. November 2000 (Datum handschriftlich geändert), vorbereitet zur Präsentation vor dem Board von Energis mit dem Titel „Project Isabelle, Valuation Considerations“, 31 Seiten;
- (4) Ausdruck des Excel Spreadsheets „Project India, Financial Model – Working Draft“, Egypt Base Case vom 28. November 2000, 31 Seiten. Enthält Detailrechnungen für die unter (3) genannte Quelle.
- (5) „Project Isabelle, Financing Model Assumptions“ vom 11. Dezember 2000 (12 Seiten und 4-seitiger Tabellenanhang „base case“. („Clients/energis/india/valuation/assumptions/india dcf assumptions06122000a-financing.ppt“).

## II. Die kontaminierten Umsätze im Jahr 2000 gemäß Financial Plan ISON AG

Relevant sind Umsätze zwischen ISON AG und den in Tabelle 1 aufgeführten Unternehmen im Jahr 2000:

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

Tabelle 1

### III. Generierung der erwarteten Umsätze im Financial Plan für 2001

Die Umsatzplanung im Financial Plan (S. 2, 4, 7 ff.) weist aus:

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

Tabelle 2

- Die Umsätze 2000 enthalten kontaminierte Umsätze in Höhe von 5,88 Mio. €.
- Wie werden die erwarteten Umsätze für 2001 begründet?
  - a) Über Umsätze mit key accounts (=Großkunden), differenziert nach Geschäftsfeldern, recurring business und new business sowie nach „existing clients“ und noch zu gewinnenden Kunden (Financial Plan S. 12 und 13). Diese key account-Umsätze werden für 2001 in Höhe von 63,26 Mio. € veranschlagt.

b) Erwartete Umsatzbeiträge von national locations (Financial Plan, S. 14-29), differenziert nach Geschäftsfeldern und Quartalen des Jahres 2001. Die Summe der Umsatzbeiträge der national locations in allen Geschäftsfeldern beträgt 71,83 Mio. €.

c) Erwartete Umsatzbeiträge von international locations (Financial Plan, S. 30-35) in UK, Niederlande, Italien, Frankreich, Österreich, differenziert nach Geschäftsfeldern und Quartalen des Jahres 2001. Die Summe der erwarteten Umsatzbeiträge der international locations beträgt 34,40 Mio. €.

Erwartete Umsatzerlöse 2001 (Financial Plan, S. 13, 8, S. 12-36) sind

| Geschäftsfelder    | Key accounts | National loc. | Internat. loc. | Summe   |
|--------------------|--------------|---------------|----------------|---------|
| (1) Access         | 7.452        | 9.879         | 12.992         | 30.323  |
| (2) Hosting        | 29.731       | 6.951         | 5.926          | 42.008  |
| (3) Int. Solutions | 15.595       | 37.099        | 8.210          | 60.904  |
| (4) SS             | -            | 18.503        | 7.275          | 25.778  |
| (5) ASP – SME      | 10.479       | -             | -              | 10.479  |
|                    |              |               |                | 169.492 |

Tabelle 3

- Es liegt eine auf Angaben (Schätzungen) des Vertriebs basierende Bottom-up-Planung vor.
- Die Herleitung der erwarteten Umsatzzahlen ist konsistent.

- 
- Eine Verknüpfung der Umsatzerwartungen 2001 mit bereits realisierten Umsätzen des Jahres 2000, z. B. über sog. Wachstumsraten ist dem Financial Plan an keiner Stelle zu entnehmen.
  - Man könnte einwenden, dass auch in die Umsatzplanung 2001 kontaminierte Umsätze auf dem Umweg über national oder international locations eingegangen sind. Gegen diese Annahme spricht (1) der beschriebene Bottom-up-Prozess der Planung, (2) die Begleitung des Planungsprozesses durch drei Berater von Arthur Andersen und (3) dass die Beteiligungen an den nationalen bzw. internationalen locations zwar überwiegend Mehrheitsbeteiligungen waren, aber dennoch keinen Weisungsdurchgriff der Muttergesellschaft auf die Generierung von Planzahlen gestatten.

#### **IV. Die Umsetzung der von ISION gelieferten Informationen über Umsätze 2000 bzw. 2001 im Bewertungskalkül von DKB bzw. ENERGIS**

- Im Financial Model von DKB finden sich für 2000 bzw. 2001 die folgenden Umsatzzahlen pro Geschäftsfeld (Financial Model, S. 6 und S. 5).

| Geschäftsfeld            | (1)<br>FM<br>2000 | (2)<br>FM<br>2001 | (3)<br>Wachstumsrate<br>g |
|--------------------------|-------------------|-------------------|---------------------------|
| (1) Access               | 27,1              | 30,3              | 0,118                     |
| (2) Hosting              | 16,6              | 29,3              | 0,7651                    |
| (3) Integrated Solutions | 25,9              | 57,2              | 1,208                     |
| (4) Systems and Services | 25,5              | 24,9              | -0,024                    |
| (5) ASP - SME            |                   |                   |                           |
| Summe                    | 95,1              | 141,7             | 0,49                      |

Tabelle 4

- Tabelle 4 weist aus:
  - die Umsatzzahlen 2000 im Financial Model sind nicht vollständig bereinigt um kontaminierte Umsätze (Punkt 1);
  - die Umsatzerwartungen im Financial Model 2001 sind im Vergleich zu den in Financial Plan ISON dokumentierten Umsatzerwartungen in drei Geschäftsfeldern nach unten korrigiert und bleiben in einem Geschäftsfeld ganz unbeachtet (Punkt 2);
  - die Wachstumsparameter g in Spalte (3) sind durch die Eintragungen in Spalte (1) und (2) implizierte Parameter, die keine eigenständige Wertrelevanz haben (Punkt 3).

• Ich beginne mit Punkt 2:

- Project Isabelle, Valuation Considerations enthält auf den S. 10-14 sog. DCF-assumptions; diese betreffen u. a. die Erwartungen für die Umsätze 2001:

Access: Erwarteter Umsatzerlös aus Financial Plan ISION wird übernommen (30,3).

Hosting: Erwartete Umsatzerlössteigerung im Financial Plan ISION wird um 50% zurückgenommen, weil die Umsatzerlöse im Quartal 3/2000 (die nicht kontaminiert sind) hinter den Erwartungen zurückgeblieben waren (29,3).<sup>1)</sup>

Integrated Solutions: Die erwarteten Umsatzerlöse basieren auf der Wachstumsrate, die im Financial Plan ISION über die berichteten Umsatzzahlen 2000 und 2001 vermittelt wird. Diese beträgt 1,208.

Das Ergebnis ist  $25,9 \cdot 2,208 = 57,2$ . Es wird vermerkt, dass die Ausgangsgröße 2000 "has been reduced by the amount of revenues generated from a related party to the seller" (S. 11).

Systems and Services: Die erwarteten Umsatzerlöse basieren auf der Wachstumsrate, die im Financial Plan ISION über die berichteten Umsatzzahlen 2000 und 2001 vermittelt wird. Diese beträgt – 0,023. Es wird vermerkt, dass die Ausgangsgröße 2000 "has been reduced by the amount of revenues generated from a related party to the seller" (S. 11). Das Ergebnis ist  $25,5 \cdot (1-0,023) = 24,9$ .

ASP – SME: Umsätze bleiben außer Ansatz.

• Der Bezug in den Value Considerations von DKB auf Wachstumsraten, die durch die Daten des Financial Plan von ISION impliziert sind, wirft die Frage auf, ob kontaminierte Umsätze im Jahr 2000 die Prognosen von DKB bzw. des Käufers zu dessen Nachteil beeinflusst haben.

Ich behandle nunmehr die Punkte 1 und 2.

<sup>1)</sup> Die im Financial Plan ISION implizierte Wachstumsrate ist  $\frac{42,0}{16,6} = 1 = 1,5301$ . Die Hälfte davon ist 0,765;  $16,6 \cdot 1,765 = 29,3$ .



- Punkt 1: Tabelle 5 zeigt, dass die Umsatzzahlen 2000, mit denen im Financial Model gearbeitet wird, nicht gänzlich frei von kontaminierten Umsätzen sind. Sie sind bereinigt um 2,6 Mio. € (=Bluetrix-Umsätze).

|                          | (1)                  | (2)                                | (3)                                  |
|--------------------------|----------------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| Geschäftsfeld            | Financial Model 2000 | Financial Plan ISON 2000 bereinigt | Financial Plan ISON 2000 unbereinigt |
| (1) Access               | 27,1                 | 27,0                               | 27,1                                 |
| (2) Hosting              | 16,6                 | 16,5                               | 16,6                                 |
| (3) Integrated Solutions | 25,9                 | 22,9                               | 27,6                                 |
| (4) Systems and Services | 25,5                 | 25,4                               | 26,4                                 |
| (5) ASP - SME            | -                    | -                                  | -                                    |
| Summe                    | 95,1                 | 91,8                               | 97,7                                 |

Tabelle 5



• Diese nur partielle Bereinigung wirkt sich *nicht* zum Nachteil des Käufers aus, weil

- (1) die Umsätze 2001 im Financial Plan ISON nicht kontaminiert sind, sondern ohne Rückgriff auf die Umsätze 2000 hergeleitet sind, und der Bewertungskalkül zum Bewertungsstichtag 1. Januar 2001 aufgemacht wird;
- (2) die um 3,1 Mio. € zu hoch eingeschätzten Umsätze 2000 – davon 3,0 Mio. € im Geschäftsfeld Integrated Solutions und 0,1 Mio. € im Geschäftsfeld Systems and Services – *senken* bei gegebenen Umsatzerlösen für 2001 die implizierten Wachstumsraten, mit denen der Käufer konfrontiert ist.

|                          | (1)                  | (2)                      | (3)   | (4)                          | (5)                      | (6)   |
|--------------------------|----------------------|--------------------------|-------|------------------------------|--------------------------|-------|
|                          | Financial Model 2000 | Financial Plan ISON 2001 | g     | Bereinigte Umsatzzahlen 2000 | Financial Plan ISON 2001 | g*    |
| (1) Integrated Solutions | 25,9                 | 60,9                     | 1,35  | 22,8                         | 60,9                     | 1,67  |
| (2) Systems and Services | 25,5                 | 25,8                     | 0,012 | 25,3                         | 25,8                     | 0,019 |

Tabelle 6

DKB formuliert unter „DCF-assumptions“ die Umsatzerwartungen 2001 für diese beiden Geschäftsfelder mittels der „growth rate“ g. g. ist aber zu klein, weil der Basiswert 2000 zu groß ist. Aus zu kleinen Wachstumsraten über künftige Umsätze können keine nach oben verzerrte Unternehmenswerte resultieren.

Folglich bieten die nicht völlig dekontaminierten Umsätze 2000 in den beiden Geschäftsfeldern keinen Anlass, auf die Ableitung überhöhter Unternehmenswerte zu schließen.

## V. Die Erwartungsbildung über Umsätze für 2002 und Folgejahre durch DKB

Der DCF-Kalkül von DKB startet am 01.01.2001 und erstreckt sich über die gesamte Lebensdauer des Bewertungsprojektes. Welche Erwartungen bezüglich der Umsatzentwicklungen werden formuliert? <sup>2)</sup>

|                | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Access         | 0,05  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Hosting        | 0,65  | 0,56  | 0,52  | 0,49  | 0,40  | 0,29  | 0,20  | 0,13  | 0,07  | 0,04  |
| Int. Solutions | 0,74  | 0,53  | 0,51  | 0,47  | 0,38  | 0,25  | 0,20  | 0,13  | 0,07  | 0,04  |
| SS             | -0,10 | -0,09 | -0,10 | -0,11 | -0,06 | -0,13 | -0,08 | -0,08 | -0,09 | n. b. |

Tabelle 7

- DKB gewinnt die Informationen für angemessene Wachstumsraten in den Geschäftsfeldern durch eigene Recherchen, Rückgriff auf Company Reports von dritten Analysten, etc.
- Ein Einfluss der Umsatzerlöse des Jahres 2000 auf diese Prognoseergebnisse ist nicht erkennbar.

<sup>2)</sup> Die Wachstumsraten sind berechnet gemäß den Daten im Financial Model von DKB, S. 5/6.

---

## VI. Ändert die Studie „Financing Model Assumptions“ vom 11. Dezember 2000 die Beurteilung des Sachverhaltes?

- Hauptfunktion des Arbeitspapiers ist die Herleitung von „financial statements“, also Plan-GuV-Rechnungen und Planbilanzen.
- Abschlussstichtage sind jeweils der 31. März eines Jahres.
- Währung: GBP
- Arbeitspapier enthält kein DCF-Kalkül. Aber gestützt auf Daten des „base case“ im zugehörigen Anhang auf S. 3 kann man unter Beachtung von  $g = 0,04$  ab 2010 und einem Diskontierungssatz von 12% einen Barwert von 627,9 Mio. GBP für 70,3% der Eigentumsrechte ableiten. Dieser Wert liegt dicht bei den 620 Mio. GBP, die von DKB in valuation considerations berechnet wurden.
- Die dort ausgewiesenen Umsätze 2001 des Rumpfgeschäftsjahres (S. 1 Anhang) sind voll kompatibel mit den geplanten Umsätzen gemäß Financial Plan ISION, die nicht kontaminiert sind.

| Geschäftsfeld            | 2001<br>Mio. GBP | 2001<br>Financial Plan ISON;<br>Mio. € |
|--------------------------|------------------|----------------------------------------|
| (1) Access               | 4,919            | 30,3 <sup>3)</sup>                     |
| (2) Hosting              | 5,670            | 42,0                                   |
| (3) Integrated Solutions | 9,895            | 60,9 <sup>4)</sup>                     |
| (4) Systems and Services | 4,191            | 25,8 <sup>5)</sup>                     |
| Summe                    | 24,675           | 159,0                                  |

Tabelle 8

- Im Geschäftsfeld Hosting weicht Planung von DKB von der von ISON ab, da die Umsätze im 3. Quartal 2000 nicht den Erwartungen entsprachen: Man reduzierte um 17% (S. 2).  
42,0 · (1-0,17) : 1,5385 : 4 = 5,66.
- Im Ergebnis keine Kontaminierung durch Umsätze im Jahr 2000.

<sup>3)</sup> 30,3 : 1,5385 : 4 = 4,924.

<sup>4)</sup> 60,9 : 1,5385 : 4 = 9,896.

<sup>5)</sup> 25,8 : 1,5385 : 4 = 4,192.

## VII. Ergebnisse

- a) Die Planungsrechnungen der ISON AG im Financial Plan für das Jahr 2001 sind frei von kontaminierten Umsätzen.
- b) Der von DKB bzw. ENERGIS entwickelte DCF-Kalkül ist auf den Bewertungszeitpunkt 1 Januar 2001 bezogen. Die Reihe der wertrelevanten Zahlungsüberschüsse bzw. Zahlungsdefizite beginnt somit in 2001 (genauer: Am Jahresende von 2001). Diese Zahlungsüberschüsse sind, wie der oben entwickelte Generierungsprozess des Zahlengerüsts zeigt, nicht beeinflusst von kontaminierten Umsätzen des Jahres 2000.
- Selbst wenn der Käufer oder Berater des Käufers gestützt auf partiell kontaminierte Umsätze des Jahres 2001 – dokumentiert im Financial Plan der ISON AG – mit Wachstumsraten (growth rates) gerechnet hätte, um mit deren Hilfe Überschüsse künftiger Jahre zu prognostizieren, resultiert daraus kein ihm Schaden zufügendes Ergebnis, da diese Wachstumsraten nicht zu groß, sondern zu *klein* sind. Zu kleine Wachstumsraten für Umsatzerlöse führen über zu kleine entziehbare Cash Flows zwangsläufig zu kleineren Unternehmenswerten.
- c) Der von DKB bzw. ENERGIS über eine „discounted cash flow analysis“ berechnete „mid range value“ für den „base case“, also auf stand-alone-Basis, in Höhe von 620 Mio. GBP – das sind bei einer Austauschrate von 1 GBP = 1,6667 Euro 1.034 Mio. Euro – für 100% des Eigenkapitals der ISON AG ist also ein Ergebnis, das durch kontaminierte Umsätze im Jahr 2000 nicht beeinflusst, also nicht verzerrt ist.
- d) Auch für die Studie „Financing Model Assumptions“ vom 11. Dezember 2000 gilt, dass die dort ausgewiesenen Umsatzerlöse nicht beeinflusst sind von kontaminierten Umsätzen des Jahres 2000.
- e) Die durch ENERGI bzw. DKB berechneten Unternehmenswerte sind somit nicht beeinflusst von sog. kontaminierten Umsätzen des Jahres 2000.