

# Kontrollverlust = Wertverlust?

## Auswirkungen einer Change of Control Klausel auf den Unternehmenswert

*Gerade wurde bekannt, dass Jack Ma seine Mehrheitsbeteiligung an der Ant Group Co. abgeben will. Mit der Aufgabe seiner Kontrolle über den chinesischen Fintech-Riesen soll dieser wieder auf Kurs in Richtung Börse gebracht werden.*

**wevalue AG, 30.07.2022**

### Zunächst

Wenn Mehrheitsaktionäre aussteigen, ist das üblicherweise kein gutes Zeichen. Entsprechend sehen vor allem langfristige Verträge mit Kunden und Lieferanten vor, dass diese bei Verkauf einer Mehrheitsbeteiligung ein ausserordentliches Kündigungsrecht haben. Auch in Arbeitsverträgen finden sich solche Regelungen und lösen dann im Verkaufsfall die bekannten «goldenen Fallschirme» aus.

Wie wirken sich nun solche Change of Control Klauseln (CoC) auf den Unternehmenswert aus? Die Antwort scheint intuitiv klar. Aber wie so oft bei Unternehmensbewertungen, werden die Dinge von alleine kompliziert.

### Nicht dominierte Bewertungsanlässe

Zunächst gilt auch hier, dass es auf die Bewertungsaufgabe – also den Bewertungsanlass und Bewertungszweck – ankommt. Bei sog. nicht dominierten Bewertungsanlässen, also typischerweise Kauf oder Verkauf von Unternehmen, ist die Lage noch einfach. Hier sollte die Möglichkeit von durch den Kontrollwechsel ausgelösten Kündigungen im Rahmen der Due Diligence bereits erkannt werden. Die wertmässigen Konsequenzen werden dann in der Planung durch Szenarien berücksichtigt und schlagen dann über die angepassten finanziellen Überschüsse auf den Unternehmenswert durch.

### Dominierte Bewertungsanlässe

Etwas schwieriger ist es bei sog. dominierten Bewertungsanlässen, wenn also eine Unternehmensbewertung aus rechtlichen Gründen erforderlich ist, etwa bei güter-, erb- oder gesellschaftsrechtlichen Auseinandersetzungen. Von zentraler Bedeutung ist hier der Verkehrswert, den die neue Fachmitteilung Unternehmensbewertung als «Marktwert» und damit «potentiellen Marktpreis»

definiert (*Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rn. 15*). Die Berechnung eines Verkehrswertes unterstellt also bereits begrifflich einen Verkauf des Unternehmens und damit – und dies ist an der Stelle von Bedeutung –, dass sich gedacht die Eigentumsverhältnisse ändern.

### Verkehrswert

In den angesprochenen Fällen geht es um die objektivierende Berechnung des Verkehrswertes, also die Simulation einer Verhandlungslösung mit einem markttypischen Erwerber. Dieser würde bei seinen Überlegungen die Möglichkeit der Kündigung berücksichtigen, einmal in der Detailplanungsphase aber auch bei seinen Überlegungen zum Restwert.

Die Möglichkeit und die Folgen eines Kontrollwechsels sind also bei der Berechnung von Verkehrswerten zu berücksichtigen, selbst wenn sich die Eigentumsverhältnisse in Tat und Wahrheit nicht ändern. Dies gilt es bei rechtlich erforderlichen Bewertungen zu berücksichtigen.

### Fazit

Ob und welche Auswirkungen das konkret hat, ist dann sorgfältig zu analysieren. Dass ein Kontrollwechsel aber nicht immer negative Auswirkungen haben muss, zeigt das eingangs erwähnte Beispiel von Jack Ma.