Go-to-Market-Strategie

Was ist ein Earn-Out? Der Preisteil, der sich erst beweisen muss

Ein Earn-Out zahlt Teile des Kaufpreises erst, wenn das gekaufte Unternehmen Ziele erreicht. Häufig bei schwer bewertbaren Firmen, heikel bei Integration.

Autor
Sinan Isoglu, MBA (Quantic)
Führungskraft für Umsatzwachstum, Dozent und Doktorand

Veröffentlicht
30. Oktober 2026

Aktualisiert
8. November 2026

Lesezeit
22 Min.

Management Summary

Ein Earn-Out ist der Teil eines Kaufpreises, der nach dem Closing gezahlt wird, und nur, wenn das gekaufte Unternehmen im Kaufvertrag vereinbarte Ziele erreicht. Der Beitrag grenzt ihn von verwandten Instrumenten ab und wertet vier begutachtete Studien zu Übernahmen von 1984 bis 2008, überwiegend aus den USA und Großbritannien, sowie eine systematische Übersicht aus. Earn-Outs häufen sich bei nicht börsennotierten Zielunternehmen, verkauften Tochtergesellschaften, Technologie- und Dienstleistungsfirmen und branchenfremden Übernahmen; ihre Käufer erzielten höhere Ankündigungsrenditen, aber langfristig keine Überrendite in Kalenderzeit-Tests. Die Verträge messen das Zielunternehmen allein, was mit der Integration kollidieren kann. Streitquoten und Bindungseffekte messen die Quellen nicht; der Stresstest stammt vom Autor und ist ungeprüft.

Inhalt

§ 1 Was ist ein Earn-Out? 3
Abbildung 1 Ein Earn-Out im Ablauf, von der Unterzeichnung bis zur letzten Zahlung 4
§ 2 Warum zahlt ein Käufer einen Teil des Preises später? 5
§ 3 Welche Übernahmen enthalten Earn-Outs? 6
Abbildung 2 Earn-Out-Nutzung und Käuferrenditen: vier Stichproben, ein Muster 8
§ 4 Was misst ein Earn-Out-Vertrag, und wie lange? 11
Abbildung 3 Earn-Out-Nominalbetrag gegenüber erwarteter Zahlung, als Anteil am Transaktionswert 12

© 2026 Sinan Isoglu · isoglu.com/de/insights/journal/was-ist-ein-earn-out/

§ 5 Gewinnen Käufer, wenn sie so bezahlen? 13
Abbildung 4 Earn-Out-Ankündigungsrenditen gegenüber anders bezahlten Übernahmen 14
§ 6 Wo scheitern Earn-Outs? 16
Abbildung 5 Earn-Out-Bemessungsgrößen danach, wer das Zielunternehmen nach dem Verkauf führt 17
§ 7 Was lassen die Studien offen? 18
§ 8 Wie kann ein Deal-Team die gemessene Einheit einem Stresstest unterziehen? 19
Abbildung 6 Ein Earn-Out-Entscheidungsfeld für die gemessene Einheit 20
Abbildung 7 Ein Earn-Out-Stresstest für die gemessene Einheit 21
Quellen 23

Was ist ein Earn-Out?

Ein Earn-Out ist der Teil eines Kaufpreises, den der Käufer erst nach dem Closing (dem Vollzug der Übernahme) zahlt, und nur dann, wenn das gekaufte Unternehmen im Kaufvertrag festgelegte Ziele erreicht. Kohers und Ang[5] (2000) beschreiben das als zweiteilige Zahlung: eine Zahlung beim Vollzug und eine aufgeschobene Zahlung, die davon abhängt, ob das Zielunternehmen bestimmte, messbare und vorab festgelegte Leistungsziele erreicht („a front-end payment at the time of the merger, and a deferred payment, or earnout, which is contingent on the target's ability to achieve certain measurable prespecified performance standards"). In den US-Verträgen, die Cain u. a. (2011)[2] auswerteten, hing der aufgeschobene Teil meist am Gewinn oder Umsatz des Zielunternehmens, gemessen einmal im Jahr über ein bis drei Jahre, und wurde in bar, in Aktien oder in beidem gezahlt.

2 Cain, M. D., Denis, D. J., & Denis, D. K. (2011). Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements. Journal of Accounting and Economics, 51(1–2), 151–170.

5 Kohers, N., & Ang, J. (2000). Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay. The Journal of Business, 73(3), 445–476.

Wann hilft er, und wann schadet er? Die unten dargestellten Studien finden Earn-Outs vor allem dort, wo der Verkäufer mehr über das Geschäft weiß, als der Käufer prüfen kann, wo der Wert an Eigentümer-Managern hängt und wo sich das Zielunternehmen nach dem Closing noch für sich messen lässt; Käufer erzielten in solchen Übernahmen bei der Ankündigung höhere Renditen. Keine der Studien misst, ob ein Earn-Out seine Kosten einspielt oder jemanden hält. Die Lesart dieses Beitrags: Am ehesten geht er schief, wenn der Käufer das Zielunternehmen so vollständig eingliedern will, dass sich dessen Ergebnisse nicht mehr trennen lassen, denn dann wird die Zahlungsformel zum Streit darüber, wessen Kosten und wessen Kunden zählen.

Ein Earn-Out ist hier ein bedingter Kaufpreisbestandteil, dessen Höhe von der eigenen Entwicklung des gekauften Unternehmens nach dem Closing abhängt. Die systematische Übersicht von Dahlen (2024)[3] grenzt ihn von zwei verwandten Instrumenten ab. Ein Contingent Value Right in der Form, die die Übersicht beschreibt, schützt die Aktionäre des Zielunternehmens gegen einen Kursverfall der Aktie des Käufers; sein Wert hängt also auch am Markt, nicht nur am Geschäft. Ein Performance Commitment, verbreitet in China, begleicht den ganzen Preis sofort, und der Verkäufer leistet Ausgleich, wenn die Ziele

verfehlt werden. Ein drittes Instrument, das die Übersicht nicht nennt, ist ebenfalls kein Earn-Out: Die Kaufpreisanpassung über Closing Accounts gleicht den Preis an Working Capital oder Nettofinanzverschuldung zum Stichtag an; sie rechnet einen vergangenen Stand ab, keine künftige Leistung.

3 Dahlen, N. (2024). Earnouts in mergers and acquisitions: A systematic literature review of a contingent payment mechanism. Management Review Quarterly. Vorabfassung (Online First), online veröffentlicht 2024.

Abbildung 1 Ein Earn-Out im Ablauf, von der Unterzeichnung bis zur letzten Zahlung

Der feste Teil wird beim Closing gezahlt; der bedingte Teil wartet auf den Messzeitraum und den Zahlungstest.



Fünf Stufen und eine Endbedingung. Die Anteile stammen aus US-Verträgen von 1994 bis 2003, die Schiedsstelle aus einem veröffentlichten Vertrag.

Quelle Stufen: Kohers und Ang (2000), Journal of Business 73(3), S. 445; Anteile in US-Verträgen von 1994 bis 2003: Cain u. a. (2011), Journal of Accounting and Economics 51(1–2), S. 155 und 157; die Schiedsstelle: der Mustervertrag bei Datar u. a. (2001), Journal of Law, Economics, and Organization 17(1), S. 235; der Schlusssatz: Kohers und Ang (2000), S. 467 bis 469. Die Darstellung in fünf Stufen stammt aus diesem Beitrag.

Wie das Versprechen bilanziert wird, ist eine eigene Frage, die dieser Beitrag nicht beantwortet. Cain u. a. (2011)[2] halten fest, dass ein US-Käufer einen Earn-Out seit SFAS 141(R), gültig ab dem

Geschäftsjahr 2009, zum Erwerbszeitpunkt mit dem beizulegenden Zeitwert als Teil des Kaufpreises ansetzt. Welche späteren Änderungen in die Gewinn- und Verlustrechnung laufen, wie IFRS 3 dasselbe Versprechen behandelt und ob eine an den Verbleib des Verkäufers geknüpfte Zahlung Kaufpreis oder Vergütung ist, gehört in einen Leitfaden zur Bilanzierung.

Warum zahlt ein Käufer einen Teil des Preises später?

§ 2 von 8

Kohers und Ang (2000)[5] nennen zwei Probleme schon im Titel: sich darauf einigen, uneins zu sein, und sich darauf einigen, zu bleiben. Das erste ist eine Bewertungslücke. Bei einer einzigen Barzahlung trägt der schlechter informierte Käufer das Risiko, zu viel zu zahlen („The bidder, being the less-informed party, bears the risk of paying too much“), während ein Verkäufer, der das Geschäft richtig einschätzt, womöglich nie erhält, was es wert ist. Ein Earn-Out lässt beide Seiten über den unstrittigen Teil abschließen und den strittigen den Ergebnissen überlassen. Er sortiert auch die Verkäufer, aber nur zum Teil: Nur wirklich überlegene oder übermäßig optimistische Zielunternehmen trauen sich diese Wahl zu („only targets that are truly superior or those that are overly optimistic will have the confidence to self-select“), und erst die Zeit unterscheidet die beiden („Time will distinguish between these two types of targets“).

Das zweite Problem: Der Wert kann mit den Menschen gehen, die das Geschäft führen. Bindet man die aufgeschobene Zahlung an die Weiterbeschäftigung des Eigentümer-Managers, wirkt sie nach Kohers und Ang[5] als Bindungsmechanismus, der den Manager zum Bleiben bewegt („serves as a bonding mechanism to induce the manager to stay“). Datar u. a. (2001)[4] fassen dasselbe Paar als adverse Selektion, bei der der Verkäufer private Informationen über das Geschäft hat, und als Agency-Kosten, bei denen dessen Wert vom Einsatz des Verkäufers nach dem Verkauf abhängt. Ihre Befragung der Käufer in 117 Earn-Out-Übernahmen aus den Jahren 1996 und 1997 zeigt die Motive in der Praxis: Von den 27, die ein Motiv nennen konnten und wollten, nannten 14 Bewertungsunterschiede, 7 die Bindung des Eigentümers und 6 beides.

4 Datar, S., Frankel, R., & Wolfson, M. (2001). Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques. Journal of Law, Economics, and Organization, 17(1), 201–238.

Die Käufer, die Bewertungsgründe nannten, beschrieben Zielunternehmen ohne Erfolgsbilanz, mit wenig materiellen

Vermögenswerten oder mit einem Wert, der stark am künftigen Wachstum hing („no track record“, „little tangible assets“); der Earn-Out gab dem Unternehmer die Gelegenheit, für seine Versprechen mit eigenem Geld einzustehen („put his money where his mouth was“). Dieselben Autoren benennen den Preis deutlich. Der Verkäufer trägt nun ein Geschäftsrisiko, das er gerade verkaufen wollte, einschließlich der Ungewissheit, wie gut der Käufer das Zielunternehmen führen wird („the uncertainty associated with the competence of the acquiring company in managing the operations of the target“). Nach ihrer Einschätzung reicht der Wert, den ein Earn-Out schafft, in vielen Fällen nicht aus, um den Verkäufer für dieses Risiko zu entschädigen.

Welche Übernahmen enthalten Earn-Outs?

§ 3 von 8

Die großen Stichproben stimmen eher darin überein, bei welchen Übernahmen Earn-Outs vorkommen, als darin, wie häufig sie sind. Datar u. a. (2001)[4] fanden Earn-Outs in 4,1 Prozent von 39.706 abgeschlossenen Übernahmen, die die Datenbank der Securities Data Company (SDC) für Transaktionen mit offengelegtem Wert von 1990 bis 1997 erfasste, mit Zielunternehmen aus 157 Ländern: in etwa 7 Prozent der Käufe nicht börsennotierter Unternehmen und in unter 1 Prozent der Käufe börsennotierter. Den wahren Anteil hielten sie für deutlich höher („far higher“), weil Übernahmen mit nicht offengelegten Bedingungen aus der Datenbank fallen. Cain u. a. (2011)[2] zählten 990 Earn-Outs unter 25.213 Übernahmen durch börsennotierte US-Unternehmen von 1994 bis 2003, also 3,9 Prozent, mit einem Anstieg von 3,1 Prozent 1994 auf 6,8 Prozent 2003.

Die britische Zahl liegt in einer anderen Größenordnung. Barbopoulos und Sudarsanam (2012)[1] untersuchten 4.788 angekündigte Übernahmen durch Käufer, die an der London Stock Exchange notiert waren, aus den Jahren 1986 bis 2008 und fanden in 1.251 davon, also 26,1 Prozent, einen Earn-Out; 1.045 dieser Zielunternehmen waren nicht börsennotiert. Als einen Grund nennen sie den viel größeren Anteil nicht börsennotierter Zielunternehmen bei britischen Übernahmen. Die Anteile stammen aus unterschiedlichen Datenbanken, Filtern und Ländern und ergeben deshalb keine Zeitreihe; über alle vier Stichproben hinweg stabil ist dagegen, wo Earn-Outs auftreten.

1 Barbopoulos, L., & Sudarsanam, S. (2012). Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidder's value gains. Journal of Banking & Finance, 36(3), 678–694.

Sie treten auf, wo das Zielunternehmen schwer zu bewerten oder schwer zu halten ist. Weniger als 2 Prozent der Zielunternehmen in der Stichprobe von Cain waren börsennotiert; 74 Prozent waren nicht börsennotierte Firmen und 23 Prozent Tochtergesellschaften börsennotierter Konzerne. Kohers und Ang[5] modellierten die Wahl bei Käufen nicht börsennotierter Firmen und verkaufter Tochtergesellschaften. Die Chance auf einen Earn-Out lag bei Technologieunternehmen um fast 70 Prozent höher und bei Dienstleistern um etwa 86 Prozent. Bei nicht börsennotierten Zielunternehmen lag sie um etwa 72 Prozent höher als bei Tochtergesellschaften und um etwa 30 Prozent niedriger, wenn Käufer und Zielunternehmen derselben Branche angehörten. Kleinere Käufer und, gemessen am Käufer, große Übernahmen nutzten sie häufiger. Bei Aktien als Zahlungsmittel sieht das Team um Datar eine andere Logik: Dort wiegen Finanzierungsgründe schwerer („financing considerations are a more important factor in the use of stock“).

Abbildung 2 Earn-Out-Nutzung und Käuferrenditen: vier Stichproben, ein Muster

Jede Stichprobe findet Earn-Outs bei schwer bewertbaren Zielunternehmen. Anteil und Renditetest unterscheiden sich nach Datenbank, Land und Zeitraum.

Studie	Übernahmen, Land, Zeitraum	Earn-Out-Anteil	Wo Earn-Outs genutzt wurden	Rendite der Käufer	Was sie nicht zeigt
Kohers und Ang (2000)	938 abgeschlossene Earn-Out-Übernahmen in SDC, US-Zielunternehmen (etwa 18 % mit ausländischem Käufer), 1984 bis Mitte 1996	Von den Autoren nicht angegeben; Cain u. a. beziffern ihn auf 5,6 %	Nicht börsennotierte Zielunternehmen, Technologie und Dienstleistung, branchenfremde Übernahmen, kleinere Käufer	Nicht börsennotierte Zielunternehmen, Ankündigungstag: 1,348 % mit Earn-Out gegenüber 0,867 % bei Barzahlung und 0,868 % bei Aktien (Unterschied signifikant auf dem 10- und 5-Prozent-Niveau); keine abnormale Entwicklung über 3 Jahre	Zahlung und Bindung stammen aus 110 Übernahmen, für die Bindung ohne Vergleichsgruppe

Studie	Übernahmen, Land, Zeitraum	Earn-Out-Anteil	Wo Earn-Outs genutzt wurden	Rendite der Käufer	Was sie nicht zeigt
Datar u. a. (2001)	39.706 abgeschlossene Übernahmen in der SDC-Datei mit offengelegtem Wert, Zieluntern ehmen aus 157 Ländern, 1990 bis 1997	4,1 %; etwa 7 % dernicht börsennotierten und unter 1 % der börsennotierten Zieluntern ehmen	Nicht börsennotierte Zielunterne hmen und Tochtergesellschaften, branchenfremde Übernahmen, Dienstleistung, Branchen mit wenigen Übernahmen	Nicht untersucht	Die Autoren erwarten einen höheren wahren Anteil; Befragung mit Antworten von 27 Käufern
Cain u. a. (2011)	990 Earn-Out-Übernahmendurch börsennotierte US-Käufer, 1994 bis 2003	3,9 %, von 3,1 % 1994 auf 6,8 % 2003	74 % nicht börsennotierte Zielunternehmen, 23 % Tochtergesellschaften, unter 2 % börsennotiert	Nicht untersucht	Vertragsbedingungen für 447 bis 535 Übernahmen ausgewertet; erwartete Zahlung für 127 Verträge mit Vorjahreszahlen simuliert

Studie	Übernahmen, Land, Zeitraum	Earn-Out-Anteil	Wo Earn-Outs genutzt wurden	Rendite der Käufer	Was sie nicht zeigt
Barbopoulos und Sudarsanam (2012)	4.788 angekündigte Übernahmen börsennotierter britischer Käufer, 1986 bis 2008	26,1 % (1.251 Übernahmen)	Nicht börsennotierte Zielunternehmen und Tochtergesellschaften, diversifizierende Übernahmen, Branchen mit hohem immateriellem Anteil	Fünftagesrendite 1,48 % gegenüber 1,07 % ohne Earn-Out; bei nicht börsennotierten Zielunternehmen 1,49 % gegenüber 1,22 %, nicht signifikant; keine langfristige Überrendite in Kalenderzeit-Portfolios	Nur börsennotierte Käufer; die „optimale“ Nutzung hinterden langfristigen Gewinnen ist innerhalb der Stichprobe klassifiziert
Dahlen (2024), Übersicht	64 Aufsätze, 1970 bis 2023	Keine Stichprobe	Börsenstatus und Branche des Zielunternehmens sind die robusten Einflussgrößen	Liest die Studien als positiv bei der Ankündigung und langfristig; die Forschung konzentriert sich auf kurzfristige Renditen	Kosten, Streitquoten und tatsächliche Zahlungen sind weitgehend nicht gemessen

Stichproben von 1984 bis 2008, überwiegend aus den USA und Großbritannien. Die Earn-Out-Anteile sind zwischen den Zeilen nicht vergleichbar, weil Datenbanken, Filter und Länder sich unterscheiden.

Quelle Kohers und Ang (2000), Journal of Business 73(3), S. 451, 454, 456, 461 bis 466 und 472 bis 475; Datar u. a. (2001), Journal of Law, Economics, and Organization 17(1), S. 201, 207, 213, 216 und 217; Cain u. a. (2011), Journal of Accounting and Economics 51(1–2), S. 153, 155, 163 und 164; Barbopoulos und Sudarsanam (2012), Journal of Banking and Finance 36(3), S. 683, 685, 688, 689 und 691; Dahlen (2024), Management Review Quarterly, PDF-S. 1, 3, 22 und 30. Renditen sind abnormale Renditen um die Ankündigung, wie jede Studie sie definiert.

Was misst ein Earn-Out-Vertrag, und wie lange?

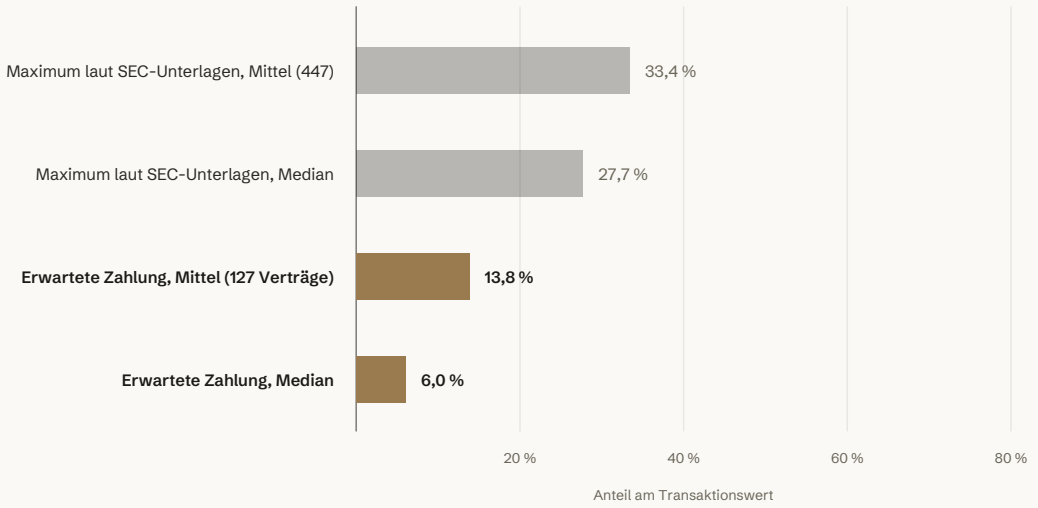
§ 4 von 8

Cain u. a. (2011)[2] werteten die Vertragsbedingungen in Pflichtveröffentlichungen bei der SEC aus. Der maximale Earn-Out lag im Mittel bei 21 Mio. US-Dollar, im Median bei 5 Mio., und hätte bei voller Zahlung durchschnittlich 33 Prozent des Transaktionswerts ausgemacht. In 90 Prozent der Verträge hing die Zahlung allein an der Leistung des Zielunternehmens. Wo sich die Bemessungsgröße feststellen ließ, war es in 52 Prozent der Fälle ein buchhalterischer Gewinn, in 32 Prozent der Umsatz und in 12,2 Prozent ein nichtfinanzieller Meilenstein, etwa klinische Studien, eine Zulassung durch die FDA oder bestimmte Kundenaufträge. Der Zeitraum betrug im Mittel 2,57 Jahre, und 77 Prozent maßen die Leistung jährlich. Die meisten Zahlungen stiegen linear oder in Stufen bis zu einer Obergrenze.

Der gemeldete Earn-Out-Betrag ist eine Obergrenze, keine Prognose. Bei den Zielunternehmen mit Vorjahreszahlen musste das mittlere Zielunternehmen (Median) seine Leistung um 18 Prozent steigern, bevor überhaupt eine Zahlung fällig wurde, während über ein Viertel gar keine Steigerung brauchte. Für die 127 Verträge mit Vorjahreszahlen ergab eine Monte-Carlo-Simulation, die die künftige Leistung jedes Zielunternehmens um dessen Vorjahreswert streut, eine erwartete Zahlung von durchschnittlich 13,8 Prozent des Transaktionswerts; der von SDC erfasste Wert für alle 990 Übernahmen lag im Mittel bei etwa 33 Prozent. Für etwa 19 Prozent der simulierten Zielunternehmen lag die erwartete Zahlung bei null. Die Autoren folgern, dass die von SDC erfassten Zahlen in den meisten Übernahmen eher eine Obergrenze darstellen als eine Erwartung („appear to represent an upper bound, rather than an expectation of the potential earnout payoffs in most acquisitions“). Kohers und Ang (2000)[5] fanden dieselbe Lücke bei den tatsächlich geleisteten Zahlungen, wie der Abschnitt über Renditen zeigt.

Abbildung 3 Earn-Out-Nominalbetrag gegenüber erwarteter Zahlung, als Anteil am Transaktionswert

Im Mittel lag die simulierte erwartete Zahlung deutlich unter der Hälfte des mittleren Höchstbetrags laut SEC-Unterlagen.



Unterschiedliche Stichproben: Das Maximum umfasst 447 Übernahmen, die Simulation 127. Die Simulation unterstellt kein Wachstum.

Quelle Cain u. a. (2011), Journal of Accounting and Economics 51(1–2): maximaler Earn-Out als Anteil am Transaktionswert laut SEC-Unterlagen für 447 US-Übernahmen, 1994 bis 2003, Tabelle 2, S. 156; erwartete Zahlung aus der Monte-Carlo-Simulation der Autoren für 127 Verträge mit Vorjahreszahlen, mit der Leistung um den Vorjahreswert gestreut, Tabelle 6, S. 164.

Der Mustervertrag, den Datar u. a. (2001)[4] abdrucken, zeigt, was jede Klausel entscheidet. Der Käufer zahlte beim Closing 957.000 US-Dollar in bar und 750.000 US-Dollar per Verkäuferdarlehen (Promissory Note), dazu über sechs Jahre bis zu 1.350.000 US-Dollar: sechzig Prozent des Vorsteuergewinns oberhalb eines jährlichen Mindestwerts, mit einer Obergrenze je Jahr. Den Vorsteuergewinn ermitteln die Abschlussprüfer des Unternehmens nach US-GAAP, abzüglich einer Zinsbelastung für Darlehen des Käufers und einer angemessenen Belastung für direkte Kosten, die der Käufer im Namen und zugunsten des Unternehmens trägt („a reasonable charge representing direct costs incurred by the Purchaser on behalf of and for the benefit of the Company“). Der Käufer kann die Zahlungen streichen, wenn der Verkäufer benannte Pflichten seines Anstellungsvertrags wesentlich verletzt, wegen eines Verbrechens

verurteilt, von den US-Regierungsaufträgen des Unternehmens ausgeschlossen oder wegen vorsätzlicher Arbeitsverweigerung entlassen wird. Streit über den Vorsteuergewinn entscheidet ein Schiedsgericht aus drei Wirtschaftsprüfern.

Jede dieser Klauseln beantwortet eine Frage, die sonst nach dem Closing aufkommt: was als Gewinn zählt, welche Kosten des Käufers das Zielunternehmen tragen muss, was geschieht, wenn der Manager den Anstellungsvertrag verletzt oder aus wichtigem Grund entlassen wird, und wer einen Streit entscheidet. Kohers und Ang (2000)[5] fanden als Bemessungsgröße fast immer Gewinngrößen oder Umsatzwachstum und nur ein einziges Mal einen äußeren Faktor; Earn-Outs werden also selten zur Absicherung gegen äußere Risikofaktoren eingesetzt („not commonly used for hedging exogenous risk factors“). Sie versichern den Käufer gegen das Zielunternehmen, nicht gegen den Markt.

Gewinnen Käufer, wenn sie so bezahlen?

§ 5 von 8

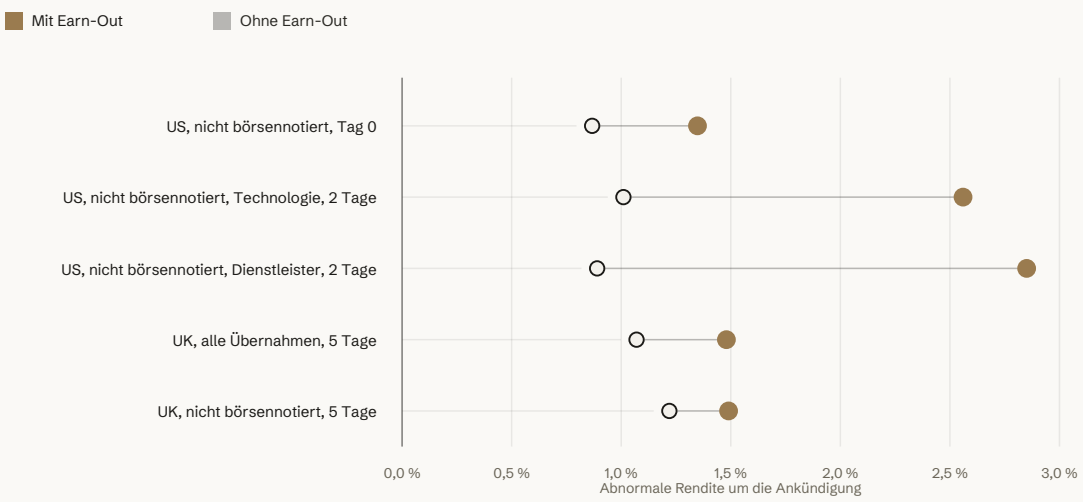
Bei der Ankündigung, in diesen Stichproben, ja. Kohers und Ang (2000)[5] maßen für 449 Käufer mit Earn-Out am Tag der Ankündigung eine durchschnittliche abnormale Rendite von 1,356 Prozent. Bei nicht börsennotierten Zielunternehmen lag die Tagesrendite mit Earn-Out bei 1,348 Prozent, gegenüber 0,867 Prozent bei Barzahlung und 0,868 Prozent bei Aktien; der Unterschied war gegenüber Barzahlung auf dem 10-Prozent-Niveau ($p = 0{,}0727$) und gegenüber Aktien auf dem 5-Prozent-Niveau ($p = 0{,}0493$) signifikant. Wo die Informationsasymmetrie hoch war, war der Abstand über zwei Tage größer: Bei nicht börsennotierten Technologieunternehmen lag die Zweitagesrendite mit Earn-Out bei 2,56 Prozent und ohne bei 1,01 Prozent, bei Dienstleistern bei 2,85 gegenüber 0,89 Prozent. Für Tochtergesellschaften, die ein Konzern verkaufte, gab es keinen Unterschied. Ein Kalenderzeit-Test über 3 Jahre fand danach keine abnormale Entwicklung; der Gewinn wurde also nicht wieder aufgezehrt.

Die britischen Befunde sind gerade dort schwächer, wo es am meisten zählt. Barbopoulos und Sudarsanam (2012)[1] fanden eine Fünftagesrendite von 1,48 Prozent für Übernahmen mit Earn-Out gegenüber 1,07 Prozent für die übrigen, ein signifikanter Unterschied. Bei nicht börsennotierten Zielunternehmen, wo die Theorie den größten Nutzen erwartet, lag sie bei 1,49 gegenüber 1,22 Prozent, und der Unterschied war nicht signifikant; im Median lagen Earn-Out-Übernahmen vor Barzahlungen, 0,87 gegenüber 0,40 Prozent, und hinter gemischten Zahlungen, 0,87 gegenüber 1,01

Prozent. Bei grenzüberschreitenden Übernahmen brachte der Earn-Out nichts. Die Autoren und nach ihnen Dahlens Übersicht lesen die britischen Befunde als langfristige Gewinne; im eigenen Kalenderzeit-Test des Aufsatzes schnitten Käufer mit Earn-Out in keinem der drei Zeiträume besser ab („do not outperform non-earnout acquirers in any of the three periods“). Die langfristigen Gewinne beruhen auf Regressionen und auf Übernahmen, die das Modell der Autoren, geschätzt an derselben Stichprobe, als optimale Wahl einstuft.

Abbildung 4 Earn-Out-Ankündigungsrenditen gegenüber anders bezahlten Übernahmen

Käufer mit Earn-Out erzielten bei der Ankündigung in jeder Zeile mehr; der britische Abstand bei nicht börsennotierten Zielunternehmen, wo die Theorie den größten Nutzen erwartet, war nicht signifikant.



Nur Ankündigungsrenditen, kein realisierter Wert der Übernahme. Die Zeitfenster unterscheiden sich: ein, zwei oder fünf Tage.

Quelle Kohers und Ang (2000), Journal of Business 73(3): abnormale Renditen am Ankündigungstag für Käufer nicht börsennotierter US-Zielunternehmen, Earn-Out gegenüber Barzahlung, S. 461 bis 463 (Aktien 0,868 Prozent); Zweitagesrenditen für Technologie- und Dienstleistungsunternehmen gegenüber Bar- oder Aktienzahlung, Tabelle 6, S. 465, am Seitenbild gelesen. Barbopoulos und Sudarsanam (2012), Journal of Banking and Finance 36(3): marktbereinigte Fünftagesrenditen börsennotierter britischer Käufer, alle Übernahmen und nicht börsennotierte Zielunternehmen, S. 688 und 689. Nur Ankündigungsrenditen; die Zeitfenster unterscheiden sich je Zeile.

Auch die Verkäufer erhielten auf dem Papier mehr. Bei den nicht börsennotierten Zielunternehmen von Kohers und Ang[5] lag das

Angebot im Median beim 5,60-Fachen des Buchwerts mit Earn-Out, gegenüber 2,20 bei Barzahlung und 2,30 bei Aktien. Dieser Preis zählt den vollen Earn-Out mit, und die tatsächlich gezahlte Übernahmeprämie dürfte in vielen Fällen darunter liegen („the actual premium paid would be less than the stated premium amount in many cases“). Ihre eigene Gegenprobe zeigt auch die andere Richtung: Bei einem Earn-Out von einem Drittel des Preises und ohne jede Zahlung läge der Median noch beim 3,70-Fachen des Buchwerts. In 79 Übernahmen, deren Zahlungen sich verfolgen ließen, zahlten 72 etwas, 36 in voller Höhe und 7 nichts. Unter der Annahme von 30 Prozent, wo sich der Betrag nicht ermitteln ließ, schätzen die Autoren, dass etwa 62 Prozent der vereinbarten Beträge gezahlt wurden. In den sieben Übernahmen ohne Zahlung hatte die Zweitagesrendite des Käufers bei der Ankündigung –1,75 Prozent betragen, nicht signifikant, gegenüber 3,98 Prozent bei voller Zahlung.

Die Bindung des Managements ist die schwächere Hälfte der Befunde. Von 56 Managern der Zielunternehmen, die Kohers und Ang[5] verfolgen konnten, blieben 37, etwa 66 Prozent, über die Earn-Out-Periode hinaus, und 36 dieser 37 erhielten einen Teil der Zahlung oder alles. Von den 19, die gingen, erhielten 6 nichts. Die Studie hat keine Vergleichsgruppe von Übernahmen ohne Earn-Out; sie zeigt also, dass Bleiben und Bezahltwerden zusammengingen, nicht, dass der Earn-Out jemanden gehalten hat. Dahlen (2024)[3] hält fest, dass die Bindung des Managements in der Praxis oft diskutiert wird, in der Forschung aber nur wenig Aufmerksamkeit erhält („management retention is often discussed in practice but receives only limited attention from scholars“). Er zählt zwei Versuche, sie zu messen: Einer findet, dass Earn-Outs, die Manager halten sollen, mit ihrem Höchstwert angesetzt werden, der andere, mit einer verwandten Studie, höhere Ankündigungsrenditen, wo Manager voraussichtlich bleiben. Beide lesen Absichten und Erwartungen, nicht, ob jemand geblieben ist.

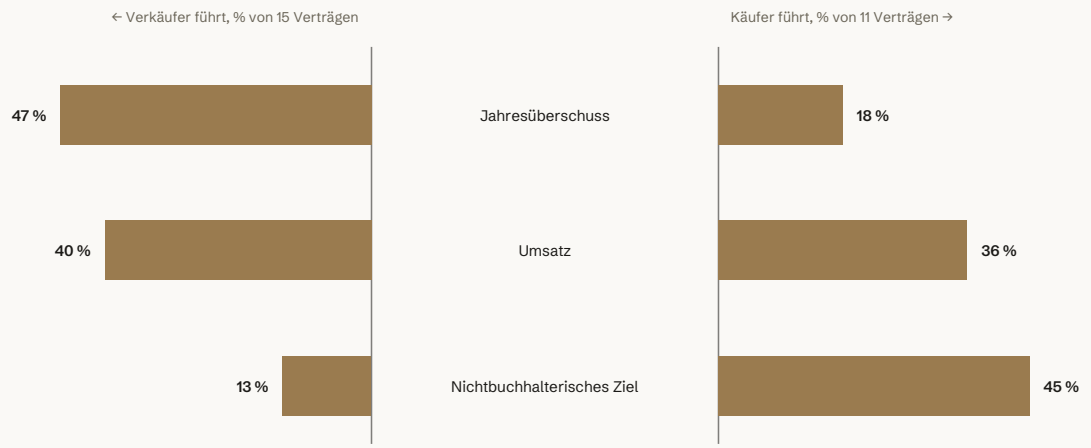
Wo scheitern Earn-Outs?

Dort, wo sich die gemessene Einheit nicht mehr abgrenzen lässt, so jedenfalls das Argument der Studien; gemessen hat es keine. Datar u. a. (2001)[4] zählen den Mechanismus zu den Kosten eines Earn-Outs: Je enger die Unternehmen zusammenwachsen, desto mehr gemeinsame Kosten entstehen, deren Verteilung Messprobleme schafft und so zu Streit führen kann („As the firms become more integrated, joint costs arise whose allocation can lead to disputes by creating measurement problems."). Am Ende nennen sie, als Frage für weitere Forschung, den Zielkonflikt, den ein Deal-Team einpreisen muss: Ein Earn-Out kann den Käufer darin einschränken, die Vorteile einer Integration zu nutzen, weil er die Leistung des Zielunternehmens als eigene Einheit messen muss („The existence of an earnout may also constrain the acquirer's ability to obtain benefits from integrating the target and acquirer operations because the arrangement creates a need to evaluate the target's performance as a separate entity.").

Die Stichproben passen zu diesem Argument, ohne es zu prüfen. Kohers und Ang (2000)[5] beschreiben Earn-Out-Übernahmen als überwiegend branchenfremd, oft mit wenig Integration zwischen Käufer und Zielunternehmen nach dem Vollzug („often with little integration occurring between the bidder and target after the merger is completed"), mit Zielunternehmen, die häufig als eigene Tochtergesellschaften weiterlaufen. Cain u. a.[2] (2011) folgern, dass Earn-Out-Perioden kürzer sind, wenn der Käufer die Bemessungsgröße eher verzerren kann („earnout periods are shorter when it is more likely that acquiring firms have the ability to distort the performance measure on which the earnout is based"); ihr Maß dafür ist die Schwankung der Aktienrenditen in der Branche des Zielunternehmens, die sie als Rauschen im Leistungssignal lesen, nicht die Integration. Auch die Befragung des Teams um Datar passt dazu: Von 11 Earn-Outs, bei denen der Käufer das Zielunternehmen führte, bemaßen sich 2 am Jahresüberschuss und 5 an objektiven, nichtbuchhalterischen Zielen, gegenüber 7 und 2 von 15, bei denen der Verkäufer das Geschäft weiterführte. Die Autoren lesen das so, dass Verkäufer Größen meiden, die der Käufer formen kann. Die Zahlen sind klein und stammen aus einer einzigen Befragung.

Abbildung 5 Earn-Out-Bemessungsgrößen danach, wer das Zielunternehmen nach dem Verkauf führt

Wo der Verkäufer das Zielunternehmen führte, war der Jahresüberschuss die häufigste Bemessungsgröße, wo der Käufer führte, ein nichtbuchhalterisches Ziel. Die Autoren lesen das so, dass Verkäufer Größen meiden, die der Käufer formen kann.



Anteile an den Verträgen jeder Gruppe, insgesamt 15 und 11: ein Muster, keine Schätzung.

Quelle Datar u. a. (2001), Journal of Law, Economics, and Organization 17(1), Tabelle 1, Teil C, S. 207: Arten von Zielen in 26 Earn-Out-Verträgen aus einer telefonischen Befragung von Käufern in 117 Übernahmen aus den Jahren 1996 und 1997; die Lesart der Autoren, S. 208 und 209. Anteile in diesem Beitrag berechnet.

Nach der Lesart dieses Beitrags kollidiert der Earn-Out hier mit der Post-Merger-Integration: Synergieplan und Earn-Out-Formel verlangen von derselben Einheit Gegensätzliches. Die einzige Studie zu Earn-Outs und Synergien, die Dahlens Übersicht nennt, findet an chinesischen Übernahmen einen signifikant positiven Zusammenhang, der mit der Größe des Earn-Outs variiert; sie liegt hier nicht vor.

Die zweite Schwachstelle liegt auf der anderen Seite, beim Verkäufer. Ein begrenzter Zeitraum, warnt das Team um Datar, kann den Verkäufer-Manager dazu verleiten, den kurzfristigen Gewinn auf Kosten des langfristigen zu steigern, etwa durch weniger Forschung und Entwicklung („may give the seller/manager an incentive to take actions [such as reducing research and development (R&D) expenditures] which maximize short-term profits at the expense of long-run profits“). Ob Verkäufer das tun, ist in den vorliegenden

Quellen ungeprüft: Dahlens Übersicht führt gekürzte F&E-Ausgaben unter den offenen Fragen, und die veröffentlichten Tests zur Bilanzpolitik, die sie zählt, sind wenige; vier von fünf untersuchen den chinesischen Markt.

Die dritte Schwachstelle ist administrativ. Bei der Suche nach Zahlungen in Geschäftsberichten fanden Kohers und Ang (2000) keine einheitliche Methode, Earn-Out-Zahlungen auszuweisen („there is no standard method for reporting earnout payments"); manche Käufer fassten mehrere Earn-Outs zusammen, und manche wurden während der Earn-Out-Periode selbst übernommen. Ein Earn-Out, der auf Kundenbeziehungen ruht, die an den Leuten des Verkäufers hängen, ist zudem der Abwanderung ausgesetzt, die der Beitrag über die Bindungsquote beschreibt; ob ein Earn-Out diese Beziehungen hält, prüfen die vorliegenden Studien nicht.

Was lassen die Studien offen?

§ 7 von 8

Wie oft Earn-Outs vor Gericht enden. Keine der vorliegenden Quellen misst eine Streitquote. Dahlens Übersicht führt sie als offene Aufgabe: Die Forschung könne damit beginnen, den Anteil der Earn-Out-Übernahmen zu messen, die wegen Rechtsstreitigkeiten vor Gericht verhandelt werden („Researchers could begin by measuring the share of earnout deals negotiated in court due to legal disputes"). Bisher habe auch niemand die Kosten von Earn-Outs klassifiziert oder beziffert („no research has attempted either a classification of the costs involved or a quantification of the respective costs"). Quoten, die auf Websites von Kanzleien und Beratungen kursieren, stützt hier nichts.

Ob die Befunde übertragbar sind. Die vier Primärstichproben umfassen Übernahmen, angekündigt zwischen 1984 und 2008, drei davon aus den USA oder Großbritannien und eine weltweite Datei. Drei der vier Studien binden ihre Tests an börsennotierte Käufer, Dahlen zählt Private Equity als Käufertyp zu den offenen Fragen, und keine der vier beruht auf einer Stichprobe aus Deutschland, Österreich oder der Schweiz. Die Übersicht gibt spätere und deutsche Befunde wieder, die hier nicht vorliegen und nicht geprüft sind: einen Anstieg auf bis zu 15 Prozent der nordamerikanischen Übernahmen, den die Übersicht an einer Stelle vor die Finanzkrise, an anderer in die 2010er-Jahre datiert; aus einer internationalen Studie von Viarengo, Gatti und Prencipe Earn-Outs in 27 Prozent der britischen und 7 Prozent der deutschen Transaktionen ihrer Stichprobe; und eine Befragung von Finanzfachleuten in Deutschland durch den Autor der Übersicht und zwei Koautoren, nach der mehr als die Hälfte Earn-Outs in mehr als der

Hälfte ihrer Transaktionen einsetzt. Die beiden letzten zählen Verschiedenes, Transaktionen in einer Datenbank und die Praxis derer, die antworteten.

Die Renditebefunde sind Marktreaktionen, meist über wenige Tage, und Dahlen sieht das Forschungsinteresse auf kurzfristige abnormale Renditen verengt („skewed towards short-term abnormal returns“). Unternehmen wählen Earn-Outs dort, wo sie sich Erfolg davon versprechen; die Vergleiche mit Bar- und Aktienübernahmen sind deshalb keine Experimente. Offen ist auch, ob Earn-Outs in heutigen Übernahmen gezahlt werden und Menschen halten: Die Zahlen zu Zahlung und Bindung oben stammen aus einer Teilstichprobe von 110 Übernahmen, angekündigt zwischen 1984 und Mitte 1996, und Dahlen merkt an, dass seitdem keine Studie die tatsächlichen Zahlungen weiterverfolgt hat. Ein Deal-Team kann die Befunde für die Richtung nutzen, also dafür, wo Earn-Outs passen und wo sie unter Spannung geraten, aber nicht für die Wahrscheinlichkeit, dass ein bestimmter Earn-Out zahlt oder bindet.

Wie kann ein Deal-Team die gemessene Einheit einem Stresstest unterziehen?

§ 8 von 8

Was folgt, ist die Synthese dieses Beitrags, keine geprüfte Methode. Die Quellen zeigen, wo Earn-Outs unter Spannung geraten; der Test macht aus jeder Spannung eine Frage vor der Unterzeichnung. Nehmen wir eine fiktive Softwareeinheit mit 10 Millionen Umsatz im letzten Jahr. Der Käufer zahlt beim Closing 14 Millionen und bis zu 6 Millionen mehr: 1 Million je Million Umsatz im zweiten Jahr oberhalb von 11 Millionen, gedeckelt bei 17 Millionen Umsatz. Der Headline-Preis, also der nominale Kaufpreis einschließlich des vollen Earn-Outs, beträgt 20 Millionen, davon 30 Prozent bedingt.

Wächst der Umsatz um 10 Prozent im Jahr, liegt er im zweiten Jahr bei 12,1 Millionen, und der Earn-Out zahlt 1,1 Millionen; die Übernahme kostet dann 15,1 Millionen, nicht 20. Für die Obergrenze muss der Umsatz 70 Prozent über dem letzten Jahr liegen. Das ist die Unterscheidung zwischen Headline-Preis und Erwartung, an einer Übernahme mit Wachstum durchgerechnet. Nun kommt der Integrationsplan hinzu: Im vierten Monat verlegt der Käufer das Vertriebsteam der Einheit in seinen eigenen Vertrieb. Von da an hängt der Umsatz der Einheit davon ab, welcher Vertriebsmitarbeiter welchen Abschluss bucht, und die 6 Millionen hängen an einer Zuordnungsregel, die der Verkäufer des Unternehmens nicht beherrscht. Die Akquisitionsthese muss sagen, was von beidem die Übernahme kauft.

Abbildung 6 Ein Earn-Out-Entscheidungsfeld für die gemessene Einheit

Ordnen Sie jede Tranche danach ein, wer ihre Eingaben steuert und wann die Integration sie erreicht; jede Ecke nennt eine Antwort.



Lesart des Autors, ungeprüft; keine Deal-Daten. Grundlage: Datar u. a. (2001) sowie Cain u. a. (2011).

Lesart des Autors, ungeprüft. Die Ecken sind Anstöße für ein Urteil, kein bewertetes Modell.

Quelle Entscheidungsfeld des Autors. Die beiden Achsen folgen den Schwachstellen bei Datar u. a. (2001), S. 203 und 233, sowie Cain u. a. (2011), S. 161, 162 und 165; die vier Antworten stammen aus diesem Beitrag und sind ungeprüft. Es werden keine Deal-Daten gezeigt.

Abbildung 7 Ein Earn-Out-Stresstest für die gemessene Einheit

Fragen Sie für jede Earn-Out-Tranche, wer die Zahl steuert, was sie bei normalem Wachstum zahlt und was der Integrationsplan mit ihr macht.

Bemessung	Schwelle	Erwartung	Integration	Austritt	Streit
Umsatz, Gewinn oder Meilenstein? Wer steuert die Eingaben nach dem Closing?	Wie weit über dem Vorjahr? Wo liegt die Obergrenze?	Zahlung bei normalem Wachstum, gegenüber dem Headline-Preis?	Welcher geplante Schritt verschmilzt die gemessene Einheit?	Manager geht, Einheit verkauft, Käufer übernommen?	Bilanzierungsregeln festgelegt? Wer entscheidet?

Was eine Klausel vor der Unterzeichnung nicht beantwortet, wird wahrscheinlich nach dem Closing beantwortet, durch Verhandlung oder Schiedsverfahren.

Eine Zeile je Earn-Out-Tranche. Ausfüllen, während der Integrationsplan noch offen ist, nicht danach.

Quelle Entscheidungsblatt des Autors. Die Fragen folgen den Schwachstellen, die Datar u. a. (2001), S. 203, 207 bis 209 und 232 bis 235, Cain u. a. (2011), S. 155, 161 und 163 bis 165, sowie Kohers und Ang (2000), S. 467 bis 471, berichten. Ihre Verbindung zu einem Test vor der Unterzeichnung stammt aus diesem Beitrag und ist ungeprüft. Die Felder sind Eingaben der Leser; es werden keine Deal-Daten bereitgestellt.

Das Arbeitsblatt stellt jeder Tranche sechs Fragen. Steuert das Team des Verkäufers die Bemessungsgröße noch, oder bestimmen künftig die Kostenumlagen des Käufers ihre Höhe? Wie viel Wachstum verlangt die Schwelle, und was zahlt die Formel, wenn das Geschäft einfach so weiterwächst wie bisher? Welcher Schritt im Integrationsplan verschmilzt die gemessene Einheit, und endet die Earn-Out-Periode vor diesem Schritt? Was geschieht, wenn der Manager geht, die Einheit verkauft oder der Käufer selbst übernommen wird? Und sind Bilanzierungsregeln, Kostenbelastungen und Schiedsstelle vor der Unterzeichnung festgelegt, wie in dem Vertrag, den das Team um Datar abdruckt?

Eine Tranche, die an einer Spalte scheitert, lässt drei ehrliche Korrekturen zu. Man misst etwas, das die Integration nicht berührt, etwa den Umsatz benannter Produkte oder einen Meilenstein. Man verschiebt den Integrationsschritt, bis der Zeitraum endet. Oder man

holt diesen Teil des Preises zurück ins Closing und verhandelt ihn dort. Jede Korrektur kostet etwas, das die Übernahme kaufen sollte, und genau deshalb gehört die Frage vor die Unterzeichnung. Ob diese Korrekturen Streit verringern, ist ungeprüft.

Ende des Beitrags

Quellen

1 Barbopoulos, L., & Sudarsanam, S. (2012). Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidder's value gains. Journal of Banking & Finance, 36(3), 678–694. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.007

2 Cain, M. D., Denis, D. J., & Denis, D. K. (2011). Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements. Journal of Accounting and Economics, 51(1–2), 151–170. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.05.001

3 Dahlen, N. (2024). Earnouts in mergers and acquisitions: A systematic literature review of a contingent payment mechanism. Management Review Quarterly. Vorabfassung (Online First), online veröffentlicht 2024. https://doi.org/10.1007/s11301-024-00429-w

4 Datar, S., Frankel, R., & Wolfson, M. (2001). Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques. Journal of Law, Economics, and Organization, 17(1), 201–238. https://doi.org/10.1093/jleo/17.1.201

5 Kohers, N., & Ang, J. (2000). Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay. The Journal of Business, 73(3), 445–476. https://doi.org/10.1086/209649

Zitierweise

Isoglu, S. (2026, 30. Oktober). Was ist ein Earn-Out? Der Preisteil, der sich erst beweisen muss. Sinan Isoglu. https://isoglu.com/de/insights/journal/was-ist-ein-earn-out/
Online-Fassung: https://isoglu.com/de/insights/journal/was-ist-ein-earn-out/

Sinan Isoglu, MBA (Quantic)
Führungskraft für Umsatzwachstum, Dozent und Doktorand
© 2026 Sinan Isoglu · isoglu.com · Alle Rechte vorbehalten