

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 37. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen in Bezug auf die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Zunächst fassen wir die Ergebnisse der aktuellen Kapitalkostenstudie 2022 zusammen. Die diesjährige Ausgabe steht unter dem Motto „Inflation auf Rekordniveau – was bedeutet das für Unternehmensbewertungen“ und beleuchtet die Auswirkungen steigender Inflation auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditeerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen.

Nachdem wir in der letzten Ausgabe die Nutzung von ESG-Daten im Rahmen von Bewertungskalkülen diskutiert haben, beantworten wir in dieser Ausgabe die Frage, ob und welche Auswirkungen ESG-Einflüsse auf das Geschäftsmodell den Planungshorizont beeinflussen.

Der dritte Beitrag stellt Earn-out-Klauseln und Optionsrechte als Instrumente zur Optimierung von Unternehmenskaufpreisen in einem wirtschaftlich instabilen Umfeld vor.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen.

Inhalt

1

Inflation auf Rekordniveau – Was bedeutet das für Unternehmensbewertungen?
Seite 2

2

Planungshorizont – so verändert ESG unseren Blick in die Zukunft
Seite 7

3

Unternehmenskaufpreise – Optimierung in einem wirtschaftlich instabilen Umfeld
Seite 11

Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter de-valuation-news@kpmg.com.

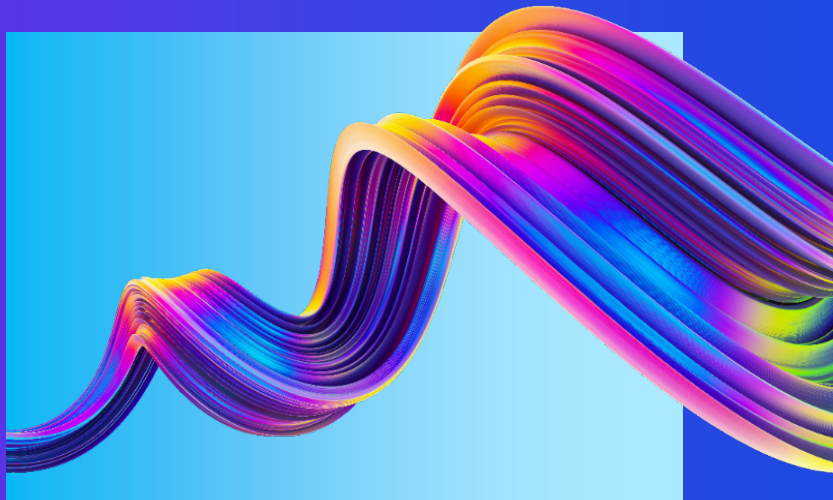
Mit freundlichen Grüßen

Stefan Schöniger
Partner

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Inflation auf Rekordniveau –

Was bedeutet das für Unternehmensbewertungen?



Im Oktober 2022 wurde die 17. Auflage der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Die Studie stellt – wie in den Voraufgaben – aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung von Planungsrechnungen und der Ableitung von Kapitalkosten sowie deren Relevanz auf Unternehmenswerte und Unternehmenswertentwicklungen dar. Die diesjährige Ausgabe steht unter dem Motto „Inflation auf Rekordniveau – Was bedeutet das für Unternehmensbewertungen?“. Die Studie beleuchtet unter anderem den Einfluss steigender Inflation auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditeerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen. Die diesjährige Resonanz zeigt erneut die hohe praktische Relevanz der jährlichen Kapitalkostenstudie. Insgesamt haben 321 Unternehmen an der Studie teilgenommen. Darunter sind 239 aus Deutschland. Diese repräsentieren 73 Prozent der DAX-40-Unternehmen.

Europa leidet – wie die ganze Welt – aktuell unter sehr hoher Inflation. Ursächlich hierfür sind die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank als Reaktion auf die Krisen innerhalb der letzten fünfzehn Jahre (Finanzkrise 2009, Staatsschuldenkrise 2012, Covid-19-Krise 2020 und Russland-Ukraine-Krieg 2022) sowie die durch die Covidkrise und den Russland-Ukraine-Krieg ausgelösten Störungen weltweiter Lieferketten und Verknappungen des Rohstoffangebots. Dem Motto der Studie folgen auch die begleitenden Schwerpunktthemen:

- Wie ist Inflation im Bewertungskalkül zu berücksichtigen?
- Welche spezifischen Herausforderungen ergeben sich aus den aktuellen Entwicklungen der Inflationsraten und Renditeerwartungen für den Energiesektor?
- Wie wirken sich die am Markt zu beobachtenden steigenden Inflationsraten auf die Renditeerwartungen von Investoren aus?

Die Befragung der Unternehmen erfolgte zwischen April und Juli 2022.

Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlussstichtage lagen zwischen dem 30. Juni 2021 und dem 30. April 2022. Da dieser Erhebungszeitraum die neuesten Entwicklungen der Inflation nicht vollständig abbildet, werden in der Studie zudem die erhobenen Kapitalkosten den aktuellen, an den Kapitalmärkten beobachtbaren Größen, gegenübergestellt.

Die Erhebung der empirischen Informationen orientiert sich weiterhin am IFRS Impairment Test, da sich die finanziellen Auswirkungen von Entscheidungen auch sachgerecht in der Rechnungslegung widerspiegeln müssen. Der Impairment Test und die mit ihm verbundenen Bewertungen sind für alle IFRS-Anwender obligatorisch.

Die Studie umfasst unverändert umfangreiche Analysen nach Branchen und Teilbranchen sowie Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Die wesentlichen Ergebnisse der Studie stellen wir im Folgenden vor.

Weiter gehende Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Kapitalkosten, Planungsrechnungen, Inflation und ESG finden sich in der Kapitalkostenstudie 2022, die über diesen Link ([Kapitalkostenstudie 2022](#)) erreicht bzw. heruntergeladen werden kann.

Wie in den Vorjahren stellen wir hier auch unsere interaktiven Auswertungsmöglichkeiten ([Kapitalkostenstudie-2022-Tableau](#)) der Datenerhebung zur Verfügung und ermöglichen somit, die für ein Unternehmen und/oder die Branche relevanten Parameter individuell zusammenzustellen und damit spezifische Auswertungen vorzunehmen. Einen umfassenden Überblick über die Entwicklung der Kapitalkosten der letzten zehn Jahre kann über diesen Link abgerufen werden: [KPMG Valuation Data Source](#).

Weitere Ergebnisse der aktuellen Studie im Überblick

Planungshorizont: Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass unverändert ein Trend zu längeren Planungshorizonten besteht. Diese Entwicklung könnte das Ergebnis erhöhter Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Russland-Ukraine-Krieg und den Folgewirkungen der Covid-19-Pandemie sowie der weiterhin dynamischen Anpassungsnotwendigkeit etablierter Geschäftsmodelle sein.

Wachstumserwartungen: Die aktuellen Herausforderungen wirken sich sehr unterschiedlich auf die Wachstumserwartungen von Umsatz und EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) in den einzelnen Branchen aus. Insgesamt ist das erwartete durchschnittliche Umsatzwachstum um 0,6 Prozentpunkte auf 5,7 % und das erwartete durchschnittliche EBIT-Wachstum um 0,7 Prozentpunkte auf 6,4 % gestiegen. Die höchsten Wachstumserwartungen sind in den Sektoren Technology, Automotive und Health Care zu beobachten.

Inflationserwartungen: Expansive Geldpolitik der EZB infolge des Russland-Ukraine-Kriegs, erhöhte Energiepreise, Störungen weltweiter Lieferketten durch die Covid-19-Pandemie und die Verknappung des Rohstoffangebots führen aktuell zu sehr hohen Inflationsraten in Europa. Die Mehrheit der an der Studie Teilnehmenden geht davon aus, dass die (unternehmensspezifischen) Inflationsraten in den nächsten zwei Jahren deutlich oberhalb des mittelfristigen (konsumorientierten) Inflationsziels der Europäischen Zentralbank von 2,0 % liegen werden.

Planungsunsicherheit: Wirtschaftliche Entwicklungen lassen sich in den aktuellen Zeiten nur schwer vorhersagen. Die Umfrage zeigt eine steigende Relevanz makroökonomischer Risiken, insbesondere im Hinblick auf die aktuellen wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen. Auf mikroökonomischer Ebene werden auch Risiken auf Lieferantenseite erfasst.

WACC: Die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC: Weighted Average Costs of Capital) liegen über alle Branchen hinweg im Beobachtungszeitraum mit 6,8 % leicht über dem Niveau von 6,6 % aus dem Vorjahr. Mit 8,0 % weist der Bereich Technology erneut den höchsten WACC auf. Die niedrigsten Kapitalkosten waren mit 5,1 % und

5,9 % in den Bereichen Energy & Natural Resources und Real Estate zu beobachten.

Basiszinssatz: Der in den letzten Jahren zu beobachtende Trend fallender Basiszinssätze hat sich zwischenzeitlich umgekehrt. Im Erhebungszeitraum ist bereits ein Anstieg des Basiszinssatzes von 0,2 % auf 0,3 % zu beobachten. Nach dem Erhebungszeitraum stieg der Basiszinssatz in Deutschland auf 1,5 % per Ende September 2022 deutlich an. Auch in Österreich und der Schweiz ist der Basiszinssatz zwischenzeitlich auf 2,07 % bzw. 0,90 % angestiegen.

Marktrisikoprämie: Die von den teilnehmenden Unternehmen angesetzte Marktrisikoprämie ist gegenüber dem Vorjahr auf einem konstanten Niveau von 7,2 % geblieben. Mehr als die Hälfte der an der Studie Teilnehmenden aus Deutschland haben eine Marktrisikoprämie von mehr als 7,25 % angesetzt. Aufgrund der aktuellen Unsicherheiten liegt die Marktrisikoprämie unverändert am oberen Ende der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB) empfohlenen Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 %.

Betafaktoren: Der durchschnittliche unverschuldete Betafaktor aller teilnehmenden Unternehmen lag im Erhebungszeitraum bei 0,86, was einem leichten Anstieg gegenüber dem Vorjahr (+0,02) entspricht. Die höchsten unverschuldeten Betafaktoren sind in den Bereichen Technology (1,06) und Automotive (0,96) zu beobachten. Energy & Natural Resources (0,69), Media & Telecommunications (0,79) sowie Transport & Leisure (0,79) verzeichneten die niedrigsten unverschuldeten Betafaktoren.

Fremdkapitalkosten: Gegenüber dem Vorjahr sanken die im Erhebungszeitraum durchschnittlich angesetzten Fremdkapitalkosten um 0,1 Prozentpunkte auf 2,0 %. Damit lag der implizite durchschnittliche Credit Spread – definiert als die Differenz zwischen Fremdkapitalkosten und risikolosem Basiszinssatz – für Deutschland im Erhebungszeitraum bei 1,7 %. Mit den steigenden Basiszinssätzen sind zwischenzeitlich auch die Fremdkapitalkosten wieder angestiegen.

Triggering Event: Ein außerplanmäßiger Werthaltigkeitstest (basierend auf einem sogenannten Triggering Event) wurde von etwa einem Drittel der teilnehmenden Unternehmen durchgeführt. Als Triggering Event wurden vor allem schlechtere langfristige Entwicklungen aufgeführt.

Monitoring: Die überwiegende Zahl der Teilnehmenden hält ein wertorientiertes Monitoring der Investitionsentscheidungen weiterhin für wichtig und beobachtet dabei insbesondere eine Veränderung der Performance (Planung), jedoch weniger des Risikos (Renditeerwartungen/Kapitalkosten). Gegenüber dem Vorjahr ist der Anteil der Teilnehmenden, die sowohl eine Veränderung der Performance als auch des Risikos betrachten, erheblich gestiegen.

Nachhaltigkeit: Im Vergleich zum Vorjahr hat die Relevanz von ESG (Environment, Social, Governance) für die zukünftige Geschäftsentwicklung bei den an der Studie Teilnehmenden weiter zugenommen. Die Einschätzung der Bedeutung von ESG-Themen für zukünftige Geschäftsentwicklungen ist weiterhin sehr branchenabhängig. Insbesondere ressourcenintensive Industrien und solche, in denen Umweltaspekte eine Schlüsselrolle spielen, messen den ESG-bezogenen Herausforderungen im Branchenvergleich eine zunehmende Bedeutung bei.

Ausgewählte Ereignisse

WACC (Weighted Average Costs of Capital)

Nachdem der durchschnittliche WACC im vergangenen Jahr über alle Branchen hinweg auf einem unveränderten Niveau von 6,6 % geblieben war, verzeichnete dieser im aktuellen Erhebungszeitraum einen Anstieg auf 6,8 %. Dieser Anstieg spiegelt sich auch in der Entwicklung der einzelnen Branchen wider. So meldete mehr als die Hälfte der Branchen einen Anstieg des WACCs.

Analog zum Vorjahr lassen sich im Erhebungszeitraum die höchsten gewichteten Kapitalkosten in den Bereichen Technology (8,0 %), Automotive (7,6 %) sowie Industrial Manufacturing (7,4 %) beobachten und betreffen so Branchen, in denen sich politische Vorgaben und technologiebedingte Veränderungen der Geschäftsmodelle grundlegend auswirken. Die niedrigsten gewichteten Kapitalkosten hingegen verzeichneten die Bereiche Energy & Natural Resources (5,1 %), Real Estate (5,9 %) und Media & Telecommunications (6,3 %).

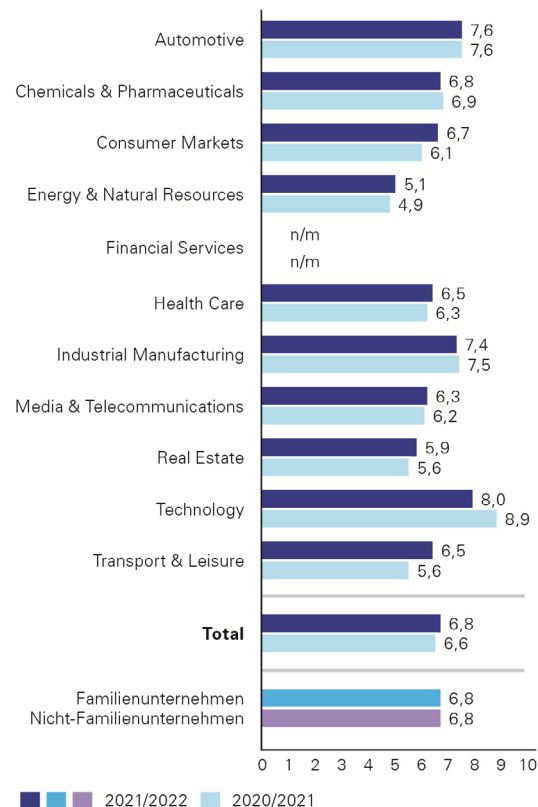
Die deutlichsten Anstiege im Vergleich zum Vorjahr sind in den Bereichen Transport & Leisure (+0,9 Prozentpunkte) und Consumer Markets (+0,6 Prozentpunkte) zu beobachten. Den stärksten Rückgang der WACC verzeichnet bei – im Branchenvergleich unverändert hohem Niveau – der Bereich Technology (–0,9 Prozentpunkte).

Zwischenzeitlich ist der Basiszinssatz nach Jahren der extremen Niedrigzinsen wieder signifikant angestiegen. Zunehmende Unsicherheiten sowie ein starker Anstieg der Inflation führen jedoch zu ebenfalls ansteigenden Gesamtrenditeforderungen, so dass bislang kein Rückgang der Marktrisikoprämie zu beobachten ist.

Inflation

Im Einklang mit den an den Kapitalmärkten zu beobachtenden Entwicklungen erwartet die Mehrheit der Teilnehmenden, dass die (unternehmensspezifischen) Inflationsraten in den nächsten zwei Jahren deutlich oberhalb des mittelfristigen (konsumorientierten) Inflationsziels der Europäischen Zentralbank von 2,0 % liegen werden. Die erwartete Entwicklung der Inflation ist dabei branchenabhängig.

**Durchschnittlich verwendeter WACC
(nach Unternehmenssteuern) nach Branchen**
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

Die höchsten (unternehmensspezifischen) Inflationserwartungen sind im Bereich Industrial Manufacturing zu beobachten, die niedrigsten hingegen im Bereich Health Care.

Mittel- bis langfristig erwartet die Mehrheit der Teilnehmenden (unternehmensspezifische) Inflationsraten zwischen 1,0 % und 3,0 %.

Die Auswirkungen der Inflation auf den Unternehmenswert sind insbesondere davon abhängig, inwieweit Preissteigerungen an (End-) Kunden weitergegeben werden können und wie sich die Gesamtrenditeforderungen der Investoren entwickeln. Mit Blick auf die einzelnen Branchen zeichnen sich auch hier deutliche Unterschiede ab. Insbesondere für Chemicals & Pharmaceuticals sowie Energy & Natural Resources wird eine Weitergabe inflationsbedingter Kostensteigerungen in höherem Maße für möglich gehalten als in den anderen betrachteten Bereichen.

Relevanz von ESG-Themen für die Unternehmensentwicklung

Die Relevanz von Nachhaltigkeit und anderen ESG-Themen hat für Unternehmen, ihre Mitarbeitenden und Anteilsinhaber in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. ESG umfasst eine Fülle an ökologischen, ökonomischen, sozialen und politischen Themen und Herausforderungen.

Langfristig wird es nur mit einer ganzheitlichen Transformation von Geschäftsmodellen und Produkten gelingen, den Markt nachhaltig zu verändern und die eigene Wettbewerbsfähigkeit zu sichern.

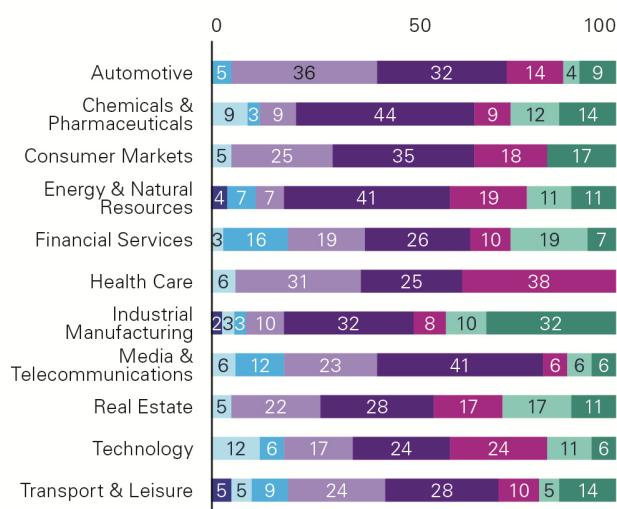
Eine wachsende Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen hält die Auswirkungen von ESG-Themen auf ihre zukünftige Geschäftsentwicklung für relevant bis sehr relevant.

Die Bedeutung, die ESG beigemessen wird, ist gegenüber dem Vorjahr je nach Branche sehr verschieden.

Insbesondere ressourcenintensive Industrien und solche, in denen Umweltaspekte eine Schlüsselrolle spielen, messen den ESG-bezogenen Herausforderungen im Branchenvergleich einen hohen Stellenwert bei. Im Vergleich zum Vorjahr ist die Relevanz von ESG-Themen am stärksten in den Bereichen Media & Telecommunications und Real Estate gestiegen. Der stärkste Rückgang ist im Bereich Chemicals & Pharmaceuticals zu verzeichnen.

Kurzfristige unternehmensspezifische Inflationserwartungen

(Angaben in Prozent)



Mittel-/Langfristige unternehmensspezifische Inflationserwartungen

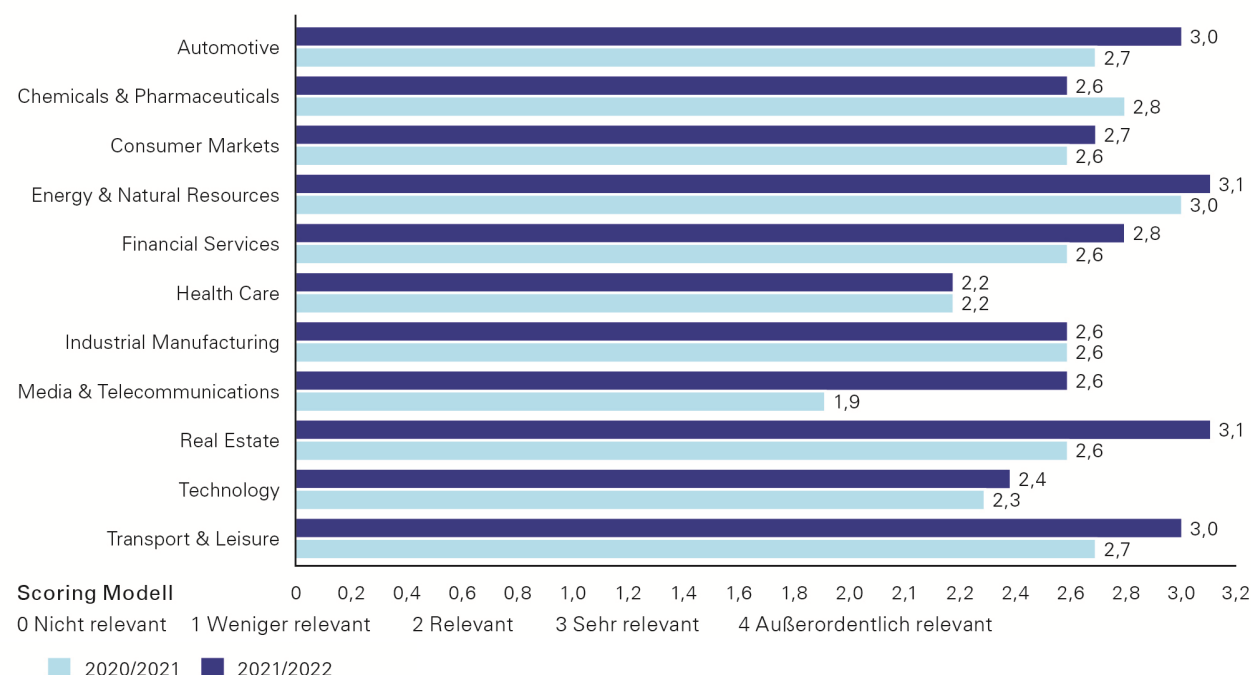
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

Relevanz von ESG-Themen nach Branchen

Gesamt (Scoring)



Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

Fazit

Das aktuelle Geschäftsumfeld stellt Unternehmen vor neue Herausforderungen. Gestörte Lieferketten, steigende Energiepreise, Rohstoffknappheit und geopolitische Krisen wie der Russland-Ukraine-Krieg und die Folgen der Covid-19-Pandemie wirken – neben der langjährigen expansiven Geldpolitik der Notenbanken – erhöhend auf das allgemeine Zinsniveau und treiben die Inflationsraten auf ein neues Rekordniveau.

Das zurzeit volatile Marktumfeld führt zu einer weiter angestiegenen Unsicherheit in der Unternehmensplanung. Unternehmen sollten ihr Geschäftsmodell regelmäßig auf diese Unsicherheiten hin prüfen. Durch Inflation steigende Kosten bei begrenzten Preisanpassungsmöglichkeiten können die Wirtschaftlichkeit einzelner Sektoren enorm verringern. Bei der Ableitung der Unternehmens-Cashflows ist es daher gerade jetzt für eine fundierte Entscheidungsfindung besonders empfehlenswert, auf Szenario- und Simulationsanalysen abzustellen.

Neben den Unternehmensplanungen werden auch die Renditeforderungen vom hohen Inflationsniveau geprägt. Die empirisch beobachtbaren Kapitalmarktdaten zeigen einmal mehr, dass sowohl die Gesamtrenditeerwartung als auch die Einzelparameter keineswegs stabile Größen sind.

Neben risikobedingten Volatilitäten treten nunmehr auch inflationsbedingte Renditeveränderungen. Die zur Plausibilisierung aktueller impliziter Renditeerwartungen gewohnte Orientierung an historischen nominellen Gesamtrenditen weicht aufgrund außergewöhnlich hoher Inflationsentwicklungen einer zunehmenden Orientierung an (historischen) Realrenditen. Unabhängig von der Entwicklung des nominellen Basiszinsniveaus, welches aktuell von einem Anstieg der impliziten Gesamtrenditeforderungen begleitet wird, verharren Marktrisikoprämien aktuell weiter auf einem hohen Niveau, was vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten plausibel erscheint. Ein fortlaufendes Monitoring der Entwicklung der von uns regelmäßig erhobenen bewertungsrelevanten Kapitalmarktparameter ([KPMG Valuation Data Source](#)) wird empfohlen.

Neben den Implikationen aus dem Inflationsumfeld sollte das Thema ESG nicht aus dem Blick geraten. Sowohl unsere Studie als auch aktuelle Diskussionen zeigen die Relevanz für die Unternehmenspraxis auf, beispielsweise die Nachhaltigkeitsberichterstattung als Teil von Jahresabschlüssen. Unternehmen sind zunehmend gefordert, sich mit ESG-Fragestellungen zu befassen und ein aussagekräftiges ESG-Reporting zu erstellen, um den Ansprüchen interner und externer Stakeholder gerecht zu werden.

Planungshorizont –

so verändert ESG unseren Blick in die Zukunft



Aktuell arbeiten zahlreiche Unternehmen intensiv daran, ihre nichtfinanzielle Berichterstattung gemäß den Anforderungen der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) der Europäischen Union aufzusetzen und in Zukunft Kennzahlen aus den Bereichen Environmental, Social und Governance (ESG - zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) zu berichten. Die dahinterstehenden ESG-Trends wie Kreislaufwirtschaft und Dekarbonisierung beeinflussen die Geschäftsmodelle von Unternehmen oftmals erheblich, sodass sie parallel ihre operativen Aktivitäten „fit“ für die Zukunft machen müssen. Die entsprechenden Effekte auf die Zuflüsse der Unternehmen liegen häufig in der fernen Zukunft und führen nicht nur zu höheren Unsicherheiten im Vergleich zur üblichen Unternehmensplanung, sondern erfordern regelmäßig eine Verlängerung des Planungshorizonts für Zwecke einer Unternehmensbewertung. Neben längeren Planungsperioden werden aber auch endliche Planungshorizonte zu beobachten sein, um realwirtschaftlichen Veränderungen Rechnung zu tragen.

Aktuelle Vorgaben und Vorgehen in der Praxis

Im Rahmen von Unternehmensbewertungen ist gemäß IDW S 1 die erwartete künftige Entwicklung des Unternehmens unter Berücksichtigung der erwarteten Markt- und Umweltentwicklungen zu berücksichtigen. Hinsichtlich der Prognosefähigkeit werden dabei unterschiedliche Phasen unterschieden:

- a) eine Detailplanungsphase (in der Regel drei bis fünf Jahre und häufig identisch mit dem Planungshorizont der Unternehmensplanung), in der sich die Entwicklung der finanziellen Überschüsse plausibler beurteilen und „sicherer“ prognostizieren lässt und
- b) die sogenannte ewige Rente, die sich auf globale Annahmen stützt.

Die Phasen können sich je nach Größe, Struktur und Branche des zu bewertenden Unternehmens hinsichtlich der Länge unterscheiden. So können insbesondere längerfristige Investitions- und Produktlebenszyklen eine Verlängerung der Detailplanungsphase notwendig machen.

Die ewige Rente ist unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Stattdessen basiert sie auf der langfristigen Fortschreibung der Geschäftsentwicklung und setzt voraus, dass sich das zu bewertende Unternehmen bereits im sogenannten Gleichgewichtszustand (auch „eingeschwungener Zustand“) befindet, dass heißt sich die jährlichen finanziellen Überschüsse zwar noch verändern, dies aber auf Basis einer konstanten Wachstumsrate. Der ewigen Rente kommt eine besondere Bedeutung zu, weil in der Regel ca. 70 bis 80 % des Unternehmenswertes auf diese Phase entfällt.

Bei sich ändernden Geschäftsmodellen kann es sachgerecht sein, nach der Detailplanungsphase eine sogenannte Grobplanungsphase zu berücksichtigen, wenn zum Ende der Detailplanungsphase der erforderliche eingeschwungene Zustand noch nicht erreicht ist. Dies ist insbesondere im ESG-Kontext zu beachten: die Dekarbonisierung der Wirtschaft, die Entwicklung zur Kreislaufwirtschaft und andere langfristige ESG-Trends werden operative Prozesse und Technologien, Produkte sowie Beschaffungs- und Absatzstrategien verändern.

Diese langfristigen Umwälzungen – die sektoral stark unterschiedlich ausgeprägt sein werden – sollten sich entsprechend auch in der Länge des Planungshorizonts widerspiegeln.

Mögliche Änderungen am Planungshorizont bei sich ändernden Geschäftsmodellen

Vor diesem Hintergrund kommt der Frage, wann das zu bewertende Unternehmen einen eingeschwungenen Zustand erreicht, eine zentrale Bedeutung zu. Anhand von Beispielen werden nachfolgend mögliche Vorgehensweisen und die dabei zu berücksichtigenden Aspekte beleuchtet.

Beispiel 1: Abnehmende Relevanz der ewigen Rente bei längeren Planungsperioden

Vorab sei darauf hingewiesen, dass die Bedeutung der ewigen Rente mit zunehmender Länge des Planungshorizonts abnimmt. Im nachstehenden Beispiel haben wir den Anteil des Wertbeitrags der ewigen Rente am Gesamtunternehmen dargestellt.

Beträgt der Wertbeitrag der ewigen Rente bei einem dreijährigen Detailplanungshorizont in diesem Beispiel 78 %, so reduziert sich dieser bei einer 30-jährigen Planungsphase auf nur noch 9 %.

Diesem grundsätzlich wohlbekannten Effekt kommt im Rahmen der Berücksichtigung von langfristigen Entwicklungen im ESG-Kontext eine wichtige Bedeutung zu. Hierbei ist zu hinterfragen,

1. ob zum Ende einer vorliegenden Detailplanung ein eingeschwungener Zustand vorliegt oder ob diese durch eine Grobplanungsphase zu verlängern ist und dadurch dem Postulat des IDW Praxishinweises 2/2017, dass die ewige Rente nicht auf einer unreflektierten Fortschreibung des letzten Planjahres basiert, Rechnung getragen wird.
2. welche Länge eine erforderliche Grobplanungsphase auf Basis der zu erwartenden Dauer für die Umstellung des Geschäftsmodells haben sollte. Dies kann zum Beispiel auf Basis der kommunizierten langfristigen Unternehmensstrategie oder auch auf Basis regulatorischer Vorgaben abgeleitet werden. So kommunizieren zahlreiche Unternehmen ihre langfristigen Emissionsziele bis 2030 bzw. 2035 teilweise in Abstimmung mit den langfristigen Klimazielen in ihren zentralen Produktionsländern bzw. Absatzmärkten. Zusätzlich ist die technologische Entwicklung, die Dauer der Umstellung von Produktionsprozessen oder Produkttypen und die Neugestaltung von Lieferketten zu beachten.

Durch eine entsprechend lange und ausgestaltete Grobplanungsphase kann von der Detailplanung auf einen eingeschwungenen Zustand übergeleitet werden.

Beispiel 2: Endliche Geschäftsmodelle

Des Weiteren ist davon auszugehen, dass Geschäftsmodelle endlich sein werden, sodass deren Bewertung ohne Berücksichtigung einer ewigen Rente sachgerecht ist.

Beispiel 1: Die abnehmende Bedeutung der ewigen Rente bei längerem Planungshorizont

Planungshorizont bis 2025				
Jahr	2023	2024	2025	TV
Free Cash Flow	1,000	1,050	1,103	1,114
		5%	5%	1%
WACC	10%	10%	10%	10%
Barwert-Faktor	0.91	0.83	0.75	8.35
Barwert	909	868	828	9,296
				78%
Unternehmenswert	11,901	Anteil TV an Unternehmenswert		

Planungshorizont bis 2050							
Jahr	2023	2024	2025	2026	...	2050	TV
Free Cash Flow	1,000	1,050	1,103	1,114	...	1,414	1,428
		5%	5%	1%	...	1%	1%
WACC	10%	10%	10%	10%	...	10%	10%
Barwert-Faktor	0.91	0.83	0.75	0.68	...	0.07	0.77
Barwert	909	868	828	761	...	98	1,100
							9%
Unternehmenswert	11,901	Anteil TV an Unternehmenswert					

Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

Dies kann zum Beispiel bei der Bewertung einzelner Produktionsanlagen (wie z.B. Kohlekraftwerke), einzelner Segmente (wie z.B. Getriebetechnik) oder auch bei bestimmten Bewertungsanlässen der Fall sein. In diesen Fällen ist zu beachten, dass die vollständige verbleibende Restnutzungsdauer im Rahmen der Detail- und Grobplanungsphase abzubilden ist.

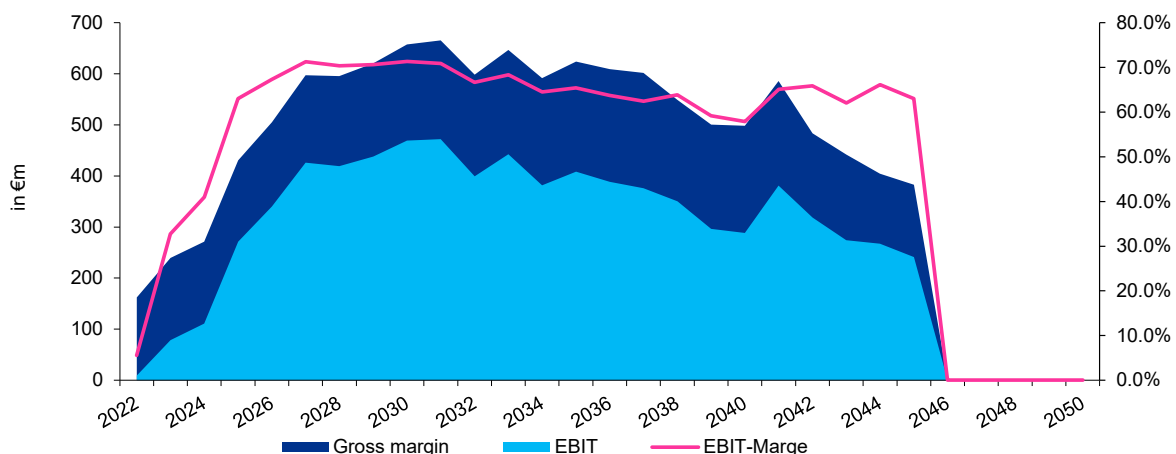
Im vorstehenden Beispiel handelt es sich um die Abbildung der Überschüsse eines Kraftwerks mit einer endlichen Nutzungsdauer aufgrund regulatorischer Vorgaben (lokale Ausstiegsziele aus dieser Technologie). Dieses Beispiel zeigt auch, dass eine endliche Nutzungsdauer nicht notwendigerweise mit einer geringen Profitabilität und damit einem geringen Wert gleichzusetzen ist.

Beispiel 3: Ein Unternehmen erfindet sich neu

Das nächste Beispiel beleuchtet ein Unternehmen, das sich in der Transformation befindet und „sich quasi neu erfindet“. In diesem Fall ist zu beachten, dass der komplette Transformationsprozess im Rahmen der Detail- und Grobplanungsphase abgebildet wird.

Das auf der nachfolgenden Seite abgebildete Beispiel zeigt ein Unternehmen, das einen etablierten Geschäftsbereich hat, der langfristig stark reduziert bzw. vollständig auslaufen wird (blaue Fläche). Parallel investiert das Unternehmen in den Aufbau eines neuen Geschäftsbereichs, der in Zukunft das etablierte Geschäft ersetzen soll (grüne Fläche). Hierfür sind zunächst Investitionen in den nächsten Jahren zu tätigen, die auf Basis der finanziellen Zuflüsse aus dem etablierten Geschäft finanziert werden können. Erst nach 2037 wird mit positiven Rückflüssen aus diesem neuen Geschäftsbereich gerechnet, und ein eingeschwungener Zustand wird erst ab dem Jahr 2050 erwartet. Folglich ist der Planungshorizont bis zum Jahr 2050 auszuweiten und ggf. in unterschiedliche Phasen in Bezug auf Planungsgenauigkeit und wesentliche Werttreiber zu unterteilen.

Beispiel 2: Abbildung der Transformation bei sich änderndem Geschäftsmodell



Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

In solchen Fällen kann es sinnvoll sein, die zwei Geschäftsbereiche im Rahmen einer sogenannten Sum-of-the-parts-Bewertung getrennt zu bewerten. Dies ist insbesondere der Fall, wenn zum Beispiel

- ein unterschiedlicher Planungshorizont vorliegt (Vereinfachung bei der Modellierung),
- getrennte Entscheidungsgrundlagen und damit Unternehmenswerte erforderlich sind, und/oder
- unterschiedliche Risikoprofile vorliegen (zum Beispiel aufgrund unterschiedlicher Sektoren oder Start-up-Charakter des neuen Geschäftsbereiches).

Zudem kann mittels Simulations- und Szenariotechnik die Unsicherheit hinsichtlich des zeitlichen Endes bzw. Beginns unterschiedlicher Phasen abgebildet werden. So kann zum Beispiel der Zeitpunkt variiert werden, in dem ein Markteintritt erfolgt, Technologien abgestellt oder regulatorische Vorgaben eintreten werden. Mithilfe dieser Planungs- und Bewertungstechnik kann die Auswirkung der zeitlichen Unsicherheit auf den Unternehmenswert analysiert werden.

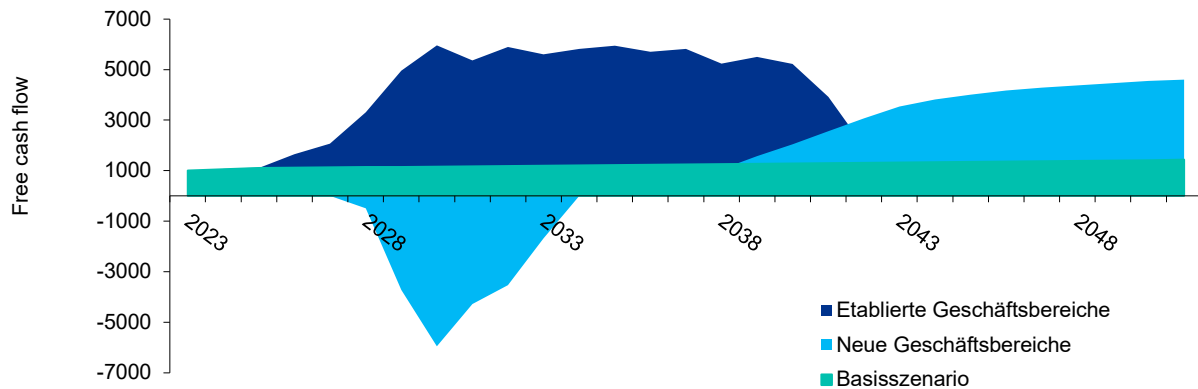
Fazit

Erweiterte Planungshorizonte sind kein Selbstzweck, sondern insbesondere bei ESG-getriebenen Geschäftsmodellveränderungen ein notwendiges Werkzeug, um Transformationszyklen angemessen abzubilden. Demzufolge hat sich der Bewerter zu Beginn seiner Tätigkeit intensiv mit dem Geschäftsmodell des Bewertungsobjektes und dessen Perspektiven auseinanderzusetzen, um einen geeigneten Ansatz für die (Gesamt-) Planungsdauer und die einzelnen Planungsperioden zu entwickeln. Die Analyse der Geschäftsmodelle sollte hierbei auch potenzielle geopolitische oder klimatische Risiken, neue technologische oder andere wettbewerbliche Herausforderungen und Chancen berücksichtigen.

Das mit längeren Planungszeiträumen einhergehende höhere Niveau an Unsicherheit kann durch Szenario- und Simulationsanalysen begegnet werden, die insbesondere dann für die Ableitung der ewigen Rente heranzuziehen sind, wenn ein kurz- bis mittelfristiger Detailplanungshorizont gewählt wurde und somit ein vergleichsweise hoher Anteil des Wertes auf die ewige Rente entfällt.

Eine vereinfachte und unreflektierte Fortschreibung etwaiger Vergangenheitszahlen oder auch einer Kurz- bis Mittelfristplanung in die ewige Rente – wie in der Vergangenheit bei etablierten Geschäftsmodellen oft üblich – wird für die überwiegende Anzahl von Geschäftsmodellen nicht mehr sachgerecht sein.

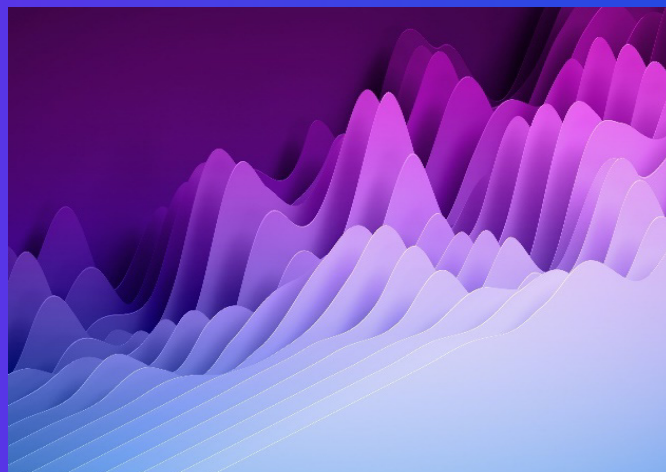
Beispiel 3: Abbildung der Transformation bei sich änderndem Geschäftsmodell



Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

Unternehmens- kaufpreise–

Optimierung in einem
wirtschaftlich instabilen Umfeld



Zur Optimierung der Risikoverteilung zwischen Käufer und Verkäufer eines Unternehmens oder zur Bindung des Managements an das erworbene Unternehmen können Vertragspartner die Verwendung von bedingten Kaufpreiszahlungen (sogenannte Earn-Outs) oder Optionsrechten in Erwägung ziehen. Dies kann insbesondere in einem wirtschaftlich instabilen Umfeld und bei Krisensituationen für die Vertragsparteien von Interesse sein und trotz erhöhter Unsicherheiten die Durchführung von Unternehmenskäufen zu beidseitig vertretbaren Konditionen ermöglichen. Bei der Strukturierung und Implementierung von Earn-Outs und Optionsrechten ist dabei zum Einpreisen von erwarteten Risiken der Rückgriff auf fundierte Bewertungsmodelle von zentraler Bedeutung. Dabei sollten im Rahmen von Szenario- und Simulationsansätzen die Erwartungen zu Geschäftsentwicklung und die Volatilität des Marktumfeldes bei der Unternehmenswertfindung einbezogen werden.

Transaktionsanreize im aktuellen Marktumfeld

Im Rahmen der üblichen Geschäfts- und Portfolioentwicklung, aber auch insbesondere vor dem Hintergrund des aktuellen wirtschaftlichen und politischen Umfeldes, können Unternehmen den Kauf oder Verkauf von Beteiligungen, Teilbereichen oder bestimmten Länderaktivitäten in Erwägung ziehen. In internationalen Konzernen kann dabei vor dem Hintergrund von länderspezifischen Entwicklungen dem lokalen Management (als einer potenziellen Buy-Out-Partei) eine besondere Rolle als Käufer zukommen. Dabei können die Erwartungen des lokalen Managements unter Umständen im Hinblick auf die Entwicklungsperspektiven bestimmter Geschäfts- oder Länderaktivitäten von den Erwartungen des zentralen Konzernmanagements abweichen. Gleiches gilt auch für potenzielle Vertragspartner im Rahmen von Unternehmensübernahmen, bei denen dem bestehenden Management eine besondere Rolle in der erwarteten Geschäftsentwicklung zukommt und es im Interesse des Käufers liegt, diese an das übernommene Unternehmen für einen bestimmten Zeitraum zu binden.

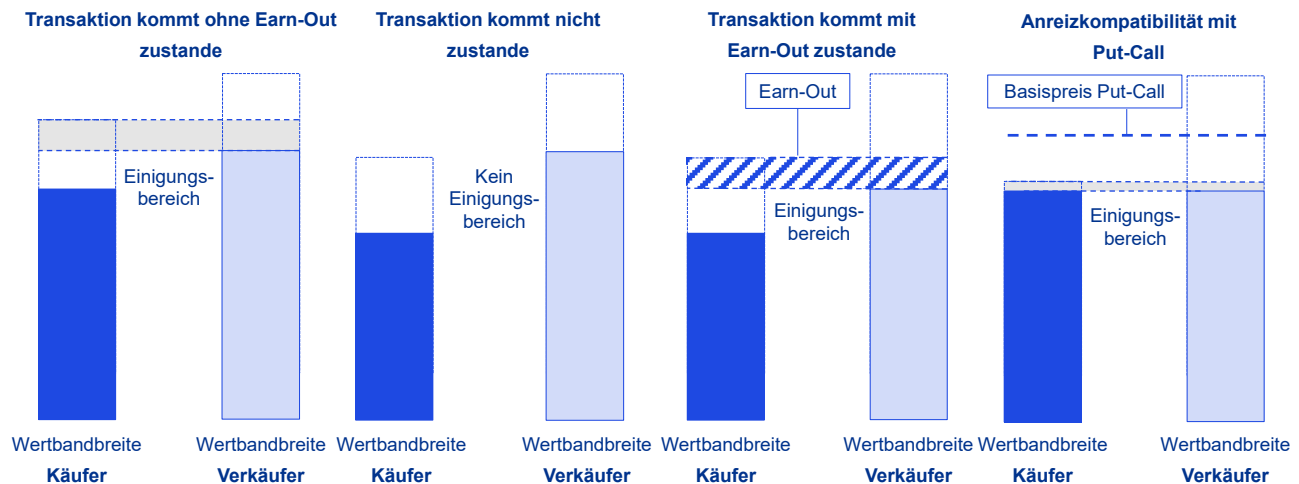
Die unterschiedlichen Erwartungen des Käufers und Verkäufers in Hinblick auf die zukünftige Geschäftsentwicklung spiegeln sich im jeweiligen subjektiven

Unternehmenswert der entsprechenden Geschäftsaktivitäten wider. Sofern die Differenzen in einem üblichen Einigungsbereich liegen, können diese oftmals überwunden werden, sodass es zu einer Kaufpreiseinigung kommt. Bei deutlich unterschiedlichen Erwartungen zu der zukünftigen Geschäftsentwicklung bei Käufer bzw. Verkäufer und den damit verbundenen subjektiven Unternehmenswerten kann es auch zu Situationen kommen, in denen kein Einigungsbereich entsteht und die beabsichtigte Transaktion somit nicht zustande kommt.

Eine Möglichkeit zur Überwindung dieser Erwartungslücke zwischen Käufer und Verkäufer kann dabei die (teilweise) Verlagerung des Geschäftsrisikos auf die kommenden Geschäftsjahre im Rahmen von bedingten Kaufpreiszahlungen (sog. Earn-Outs) darstellen.

Im Falle, dass der zukünftige Geschäftserfolg in wesentlichem Umfang von dem bestehenden Management abhängt, kann es für den Käufer von Interesse sein, diesem Minderheitenanteile einzuräumen und die Interessen des bestehenden Managements für einen bestimmten Zeitraum an den eigenen Interessen auszurichten.

Beispiel: Abbildung der Transformation bei sich änderndem Geschäftsmodell



Quelle: KPMG in Deutschland, 2022

Die entsprechenden Minderheitenanteile werden üblicherweise mit einem Recht des späteren Verkaufs durch das bestehende Management (Put-Option) und einem Recht des späteren Ankaufs durch den Unternehmenserwerber (Call-Option) mit einem (in der Regel identischen) ergebnisorientierten Basispreis versehen.

Strukturierung der Kaufverträge

Bei der Strukturierung von Kaufverträgen ist zwischen den Earn-Outs und den Put-/Call-Optionen zu unterscheiden.

Bei den Earn-Outs wird der vereinbarte Teil der Kaufpreiszahlungen von dem Erreichen bestimmter Kennzahlen oder Ereignisse in einem vereinbarten Zeitraum abgängig gemacht. Zu den Zielkriterien gehören beispielsweise:

- Das Erreichen von finanziellen Zielen (bspw. eines bestimmten EBITDA-Niveaus im kommenden Geschäftsjahr)
- Das Erreichen von nicht finanziellen Zielen (bspw. von vereinbarten Produktions- oder Absatzmengen)
- Das Eintreten vereinbarter Ereignisse (bspw. Erlangung von Zulassungen bei Behörden oder die Erteilung eines Patentes)

Durch einen Earn-Out tritt für den Käufer die Verpflichtung ein, zeitlich verlagert einen höheren Gesamtkaufpreis zu zahlen, wenn das Transaktionsobjekt in Zukunft bestimmte Bedingungen erfüllt. Durch den Einbezug von Earn-Outs in die Kaufpreisgestaltung findet somit eine (teilweise) Verlagerung des Kaufpreiserisikos vom Käufer auf den Verkäufer statt. Nur wenn die vereinbarte Zielgröße in dem vereinbarten Zeitrahmen erreicht wird, wird dem Verkäufer nachträglich die zusätzlich zum Basiskaufpreis vereinbarte Kaufpreiszahlung gewährt.

Im Rahmen der Gestaltung von Put-/Call-Optionen auf Minderheitenanteile werden die vertraglichen Konditionen (insbesondere Ausübungspreis und Laufzeit) oftmals identisch gestaltet. Dabei wird als Basispreis nicht der Unternehmenswert, sondern beispielsweise ein vertraglich fixierter Multiplikator (z.B. auf den EBIT oder EBITDA des Unternehmens) vereinbart. Da bei einer derartigen Vertragsgestaltung der Basispreis durch den vereinbarten Multiplikator fixiert ist und keinen Fair Value reflektiert (die Veränderungen des Fair Value im Zeitablauf könnten lediglich durch einen variablen Multiplikator erfasst werden), wird eine Vertragsseite die entsprechende Option zwingend ausüben. Die Put-Option des Verkäufers wird ausgeübt, sofern der Basispreis über dem Fair Value zu einem zukünftigen Stichtag liegt. Die Call-Option des Käufers wird ausgeübt, sofern der Basispreis unter dem Fair Value liegt.

Bewertung von bedingten Kaufpreiszahlungen und Optionsrechten

Für die Bewertung der beschriebenen Kaufpreiskomponenten kommen weder die Marktwertmethode (aufgrund eines fehlenden aktiven Marktes) noch die Kostenmethode (aufgrund der fehlenden Einpreisung von Zukunftserwartungen) infrage. Stattdessen wird üblicherweise auf Cashflow-basierte Bewertungsmethoden zurückgegriffen. Dabei wird der Barwert des unter Risiko- und Szenario-Erwägungen abgeleiteten erwarteten Zahlungsstroms aus der vereinbarten Kaufpreiszahlung ermittelt. Grundsätzlich ist der Rückgriff auf die folgenden Bewertungsmethoden denkbar:

- Die Bewertung von Kaufpreiskomponenten, die durch eine direkte nachträgliche Barzahlung erfolgen (i.d.R. Earn-Outs), findet üblicherweise auf Basis von DCF-Modellen unter Beachtung der Risikoverteilung der Geschäftsplanung statt.

- Für die Bewertung von Eigenkapitalinstrumenten wird üblicherweise auf optionspreisbasierte Methoden unter Beachtung der Volatilität des Basiswertes (Underlyings) zurückgegriffen.

Da die Earn-Out-Zahlungen meistens von finanziellen Zielgrößen (z.B. EBITDA) abhängen, ist die Prognose dieser erwarteten Zielgrößen von zentraler Bedeutung. Je weiter die erwarteten Zahlungen in der Zukunft liegen, desto höher sind die Unsicherheiten bzw. die denkbaren Szenarien zur Entwicklung der Zielgröße. Für das Einpreisen möglicher Entwicklungen werden von den Entscheidungsträgern bei unterschiedlichen Konstellationen als realistisch erscheinende Zielgrößen mit Wahrscheinlichkeiten versehen. Ein wahrscheinlichkeitsgewichteter Durchschnitt der Zielgröße wird anschließend auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Im Falle von Zielgrößen, die weiter in der Zukunft liegen oder von stärkerer Unsicherheit geprägt sind, ist eine Prognose der Zielgröße mithilfe der Monte-Carlo-Simulation empfehlenswert.

Im Falle einer Minderheitsbeteiligung des bestehenden Managements am Unternehmen und einer Zahlung, die auf einen zukünftigen Unternehmenswert abstellt (zum Beispiel bei einer Put-/Call-Option), kann die vereinbarte Zielgröße für das Underlying des Optionsrechts (zum Beispiel EBITDA), auf welche der vereinbarte Multiplikator angewendet wird, ebenfalls unter Rückgriff einer Szenario-Analyse oder mithilfe einer Monte-Carlo-Simulation ermittelt werden. Im Anschluss kann der Wert der Optionsrechte unter Rückgriff auf Optionspreismodelle (bspw. Black-Scholes-Modell) bestimmt werden.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Newsletter kostenlos
abonnieren

[www.kpmg.de/newsletter/
subscribe.aspx](http://www.kpmg.de/newsletter/subscribe.aspx)

Sprechen Sie uns an



Stefan Schöniger
Partner

Fuhrentwiete 5
20355 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com



Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin
T +49 30 2068-1488
atschoepel@kpmg.com

kpmg.com/socialmedia



Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2022 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.