

## Editorial

### Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 39. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen in Bezug auf die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Im ersten Beitrag stellen wir die Schwerpunktthemen der in Kürze erscheinenden Kapitalkostenstudie 2023 vor und geben einen thesenförmigen Überblick über unsere Erwartungen bezüglich der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheiten und deren Auswirkungen. Anschließend vertiefen wir die Zusammenhänge zwischen Zinsentwicklung, Inflation und den Reaktionen der Kapitalmärkte, um abschließend einen Ausblick insbesondere zu der für Bewertungszwecke maßgeblichen Entwicklung der Kapitalkosten und Marktrisikoprämien zu geben. Der zweite Beitrag befasst sich mit dem Tax-CAPM, einer Erweiterung des Standard-CAPM, und beantwortet die Frage, ob eine Bewertung „mit/ohne Steuern der Anteilseigner“ einer Bewertung „vor/nach Steuern der Anteilseigner“ entspricht. Abschließend diskutieren wir Einzelfragen im Zusammenhang mit der Bestimmung der übertragenen Gegenleistungen (consideration transferred) bei Bilanzierung eines Unternehmenserwerbs im Konzernabschluss nach IFRS 3 am Beispiel von Earn-out-Klauseln.

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

## Inhalt

1

**Kapitalkostenstudie 2023** – Gesamtwirtschaftliche Entwicklung und Auswirkung auf Zinsentwicklungen, Inflation und Kapitalmärkte  
Seite 2

2

**Tax-CAPM** – Ein CAPM mit Steuern auf Anteilseignerebene  
Seite 9

3

**Consideration Transferred** – Einzelfragen am Beispiel eines Earn-Outs  
Seite 13

Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter [de-valuation-news@kpmg.com](mailto:de-valuation-news@kpmg.com).

### Mit freundlichen Grüßen

**Stefan Schöniger**  
Partner

**Dr. Andreas Tschöpel**  
Partner

# Kapitalkosten- studie 2023

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung und  
Auswirkung auf Zinsentwicklungen, Inflation  
und Kapitalmärkte



**Im Rahmen unserer in Kürze erscheinenden Kapitalkostenstudie 2023 geben wir zunächst einen thesenförmigen Überblick über unsere Erwartungen bezüglich der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheiten, der Auswirkungen der expansiven Geldpolitiken der Zentralbanken sowie hieraus resultierender regionaler Unterschiede. Anschließend vertiefen wir die Zusammenhänge zwischen Zinsentwicklung, Inflation und den Reaktionen der Kapitalmärkte, um abschließend einen Ausblick insbesondere zur für Bewertungszwecke maßgeblichen Entwicklung der Kapitalkosten (Renditeerwartungen) und Marktrisikoprämien zu geben.**

## Thesen

*Die Zunahme geopolitischer Krisensituationen führt zu einer Zunahme gesamtwirtschaftlicher Unsicherheiten*

Das (zunehmend kurzfristige) Aufeinanderfolgen von Krisen – mit entsprechend negativen wirtschaftlichen Auswirkungen – hat sich auch im letzten Jahr mit dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine fortgesetzt. Eine mittelfristige Analyse der großen regionalen Wirtschaftsräume zur Prognose ihrer zukünftigen konjunkturellen Entwicklungen wird durch die zahlreichen und sich teilweise überlappenden Sondereffekte weiterhin und zunehmend erschwert. Flankiert werden die krisenbedingten Einflüsse von den immer stärker zutage tretenden Auswirkungen der globalen Klimaerwärmung. Zusätzlich geforderte ESG-Konformität stellt Unternehmen ebenso vor Herausforderungen wie die Neuausrichtung von globalen Lieferketten. Der Trend protektionistischer Tendenzen setzt sich fort. Gleichzeitig eilen die Kapitalmärkte von Höchststand zu Höchststand – Immobilienmärkte geraten zunehmend unter Druck. Die Entwicklung der globalen Weltwirtschaft erfolgt tendenziell weiterhin in einem Zustand, in dem neue Krisen entstehen, bevor die Auswirkungen vorheriger Krisen aufgelöst wurden. Negative Effekte können sich daher zunehmend kumulieren. Die Beurteilung der konkreten Wirksamkeit von Maßnahmen von Zentralbanken und Regierungen wird hierdurch zusätzlich erschwert – die gesamtwirtschaftlichen Unsicherheiten haben weiter zugenommen. Klar erkennbar hingegen sind die Auswirkungen der

stark expansiven Geldpolitik der Zentralbanken seit 2008, die – regional differenziert und teilweise durch Sondereffekte verstärkt – zu einem signifikanten Anstieg der weltweiten Inflation geführt haben. Als Reaktion hierauf haben die Zentralbanken ihre langjährigen Niedrigzinspolitiken aufgeben müssen. Unternehmen und Marktteilnehmer sehen sich in einem weiter herausfordernden Umfeld somit zusätzlich mit steigenden Zinsen konfrontiert. Inwieweit die von Regierungen und Zentralbanken ergriffenen Maßnahmen nachhaltig geeignet sind, die globalen Volkswirtschaften zurück in ruhigere Gewässer zu führen, bleibt abzuwarten. Auch wenn Vergleiche mit historischen Sachverhalten und früheren Marktkorrekturen nur bedingt sinnvoll sind, gibt es doch auch regelmäßig wiederkehrende Parallelen zu historischen Korrekturen.

*Der Preis (zu) expansiver Geldpolitik ist eine langfristig höhere Inflation*

Expansive Geldpolitik in Krisensituationen ist grundsätzlich ein von der Wirtschaftstheorie empfohlenes Instrument, um rezessive Phasen abzufedern. Doch alles hat seinen Preis – maßgeblich für das allgemeine Preisniveau ist die Relation der Geldmenge zur Wirtschaftsleistung. Ist die Geldmenge größer als die Wirtschaftsleistung, führt dies zu Inflation. Da in der Theorie die (moderate) Inflation der Deflation vorgezogen wird, haben auch die Zentralbanken wie die amerikanische FED oder die europäische EZB in der Vergangenheit Inflationsziele von bis zu zwei Prozent kommuniziert. Steigt die Geldmenge – zum Beispiel aufgrund zahlreicher geldpolitischer

Maßnahmen aufgrund von Krisen in kurzer Abfolge – zu stark und über einen zu langen Zeitraum über eine gesunde Relation zur Wirtschaftsleistung an, führt dies zu einem über das Inflationsziel hinausgehenden Anstieg der Inflation, sobald die Geldmenge den Gütermarkt erreicht. In Situationen, in denen die Geldmenge zwar zunächst zunimmt, jedoch nicht unmittelbar den Gütermarkt erreicht (Liquiditätsfalle), besteht die Gefahr einer plötzlichen Entladung (Ketchupflaschen-Effekt) mit einer kurzfristig stark ansteigenden Inflation. Zur Eindämmung einer zu hohen Inflation bedarf es konkreter Gegenmaßnahmen von Zentralbanken und gegebenenfalls Regierungen. Aktuell scheint es, dass Entlastungsmaßnahmen von Regierungen und Zentralbanken teilweise diametral zueinander wirken. Zudem gibt es hinsichtlich Ursachen, krisenbedingter Sondereffekte sowie Zielsetzungen der Zentralbanken Unterschiede zwischen den großen regionalen Wirtschaftsräumen, die zukünftig unterschiedliche Entwicklungen bezüglich der nachhaltigen Inflation erwarten lassen.

### *Die Entwicklung der großen Wirtschaftsräume wird zukünftig verschieden verlaufen*

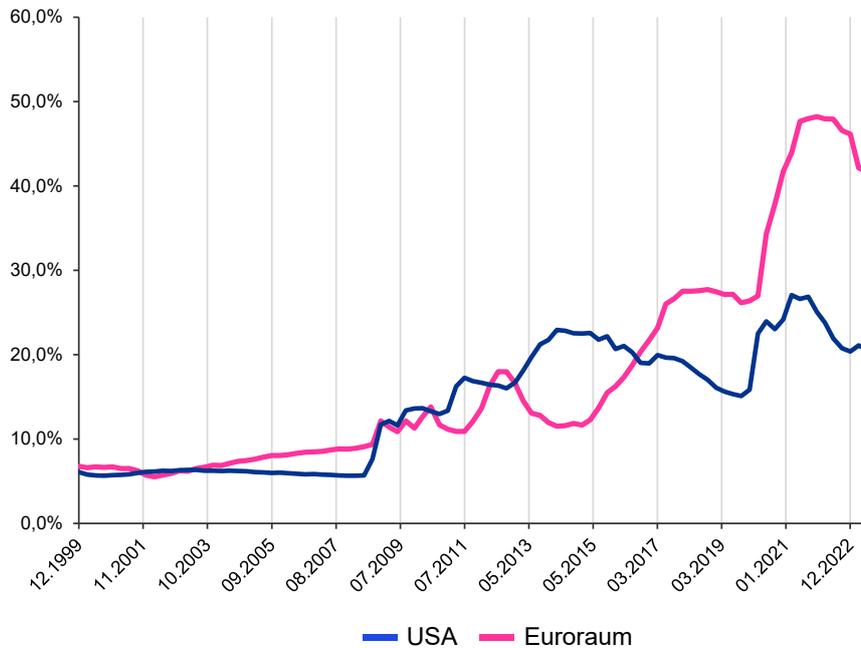
China steht nach Jahren hohen Wachstums vor großen Herausforderungen. Der andauernde Handelskrieg mit den USA, covidbedingt gestörte Lieferketten, De-Risking und Decoupling von wesentlichen Handelspartnern, der demografische Wandel als Folge der Ein-Kind-Ehe, Überbewertungen im Immobiliensektor verbunden mit drohender Insolvenz großer Immobiliengesellschaften, politische Spannung aufgrund des chinesischen Anspruchs auf Taiwan sowie Menschenrechtsverletzungen führen zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums verbunden mit negativen sozialen Folgen. Das chinesische Wirtschaftssystem steht vor seiner ersten großen Feuerprobe und muss seine Nachhaltigkeit erstmalig konkret unter Beweis stellen. Es ist zu erwarten, dass die chinesische Regierung einmal mehr demonstriert, dass der chinesische Markt kein politisch und marktwirtschaftlich freier Wirtschaftsraum ist. Der chinesische Kapitalmarkt bleibt aufgrund des beschränkten Zugangs und hohen staatlichen Einflusses weiterhin separiert. Die (exklusive) Nutzung von Kapitalmarktdaten chinesischer Unternehmen sind aufgrund fehlender Integration, wie sie beispielsweise für den europäischen und den amerikanischen Kapitalmarkt angenommen werden kann, weiterhin kritisch zu beurteilen. Nach einer – gemäß FED etwas zu – expansiven Geldpolitik hat die amerikanische Notenbank bei den ersten Anzeichen einer zunehmenden geldmengenbedingten Inflation mit konsequenten Zinsanhebungen gegengesteuert, sodass die Inflation aktuell wieder rückläufig ist und die in der Theorie bekannten Instrumente konsequent angewendet werden und greifen. Unterstützungspakete der amerikanischen Regierung wirken diesem Trend zwar entgegen, unterstützen jedoch grundsätzlich

eine robust wirkende US-Wirtschaft. Im Vergleich zu Europa sind die Vereinigten Staaten seit der Finanzkrise signifikant stärker gewachsen – absolut und pro Kopf. Ursächlich hierfür sind unter anderem eine höhere wirtschaftliche Dynamik im Wandel von Geschäftsmodellen, höhere Forschungs- und Entwicklungsausgaben und geringere Energiekosten. Die Bewertungen der großen Tech-Unternehmen und ihr Anteil am Gesamtmarkt wuchsen beständig – inwieweit diese Bewertungen nachhaltig gerechtfertigt sind, bleibt jedoch abzuwarten. Im Vergleich zu den USA war die Ausweitung der Geldmenge durch die EZB im Euroraum seit der Finanzkrise 2008 signifikant höher. Hierdurch sowie zusätzlich angefacht durch die Verknappung von Energie durch Russlands Angriffskrieg auf die Ukraine stieg die Inflation signifikant an. Die nur zögerliche Reaktion der EZB, dem Preisanstieg mittels Zinsanhebungen entgegenzuwirken, kann teilweise mit den sich zunehmend abzeichnenden negativen Folgewirkungen wie Zahlungsschwierigkeiten von Staaten und Unternehmen erklärt werden. Insgesamt scheint die Eurozone in einem fragilen Zustand – die hohe Abhängigkeit einiger Mitgliedsstaaten von Energielieferungen aus Russland, der demografische Wandel mit einer zunehmend überalternden Gesellschaft, das fortbestehende Nord-Süd-Gefälle hinsichtlich der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeiten der Mitgliedsstaaten und ihre zunehmenden Staatsverschuldungen, zunehmende EU-Regulierungen und Bürokratie, die Flüchtlingskrise und zunehmende nationalistische Tendenzen wirken insgesamt negativ auf die notwendige Dynamik der europäischen Volkswirtschaften. Insbesondere Deutschland – in der Historie wichtiger Stabilitätsfaktor in Europa – ist aktuell durch selbst gesetzte Herausforderungen und rückläufige Wettbewerbsfähigkeit in Bezug auf das erwartete Wirtschaftswachstum an das untere Ende der EU-Mitgliedsstaaten gerutscht. Im Vergleich zum nordamerikanischen Wirtschaftsraum ist zu erwarten, dass Europa in den kommenden Jahren weiter an Boden verlieren könnte.

### **Inflationentwicklung, Zentralbanken und Kapitalmärkte**

Zur Einschätzung der Entwicklung der aktuellen Inflation ist ein Blick auf die Ursachen ihrer Entstehung hilfreich. Ursächlich für die heute hohen Inflationsraten war im Wesentlichen die – von der Wirtschaftstheorie grundsätzlich auch empfohlene – expansive Geldpolitik der Zentralbanken infolge verschiedener weltweiter (Finanzkrise 2008 und Covid-19-Krise 2020) und auch regionaler (Staatsschuldenkrise 2012 und Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine in Europa) Krisensituationen. Ein (zu) starker Anstieg der Geldmenge über eine gesunde Relation zur Wirtschaftsleistung hinaus, führt im Zeitablauf regelmäßig zu einem über das übliche Inflationsziel der Zentralbanken hinausgehenden Anstieg der Inflation.

**Abbildung 1: Geldmengenentwicklung USA und Euroraum (Monetary Base/GDP)**

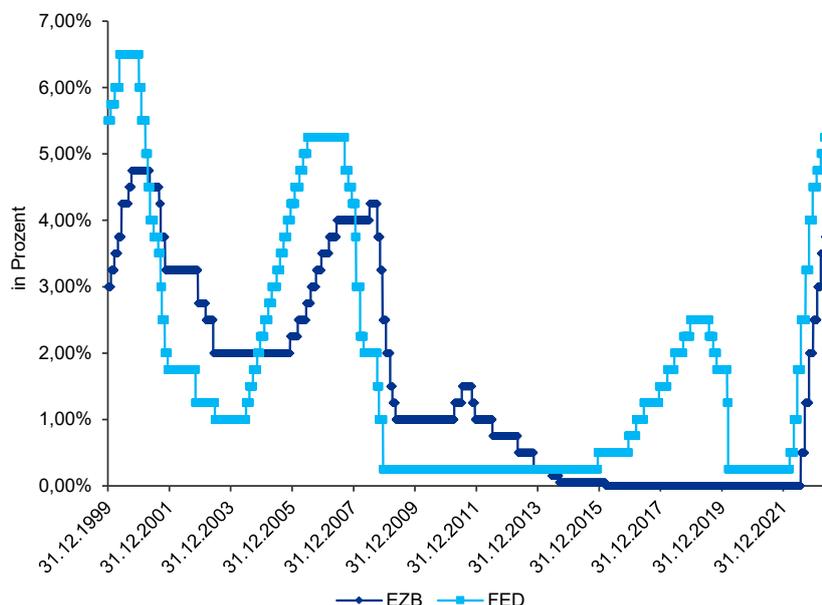


Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

In den USA und insbesondere in Europa hat sich die Geldmenge über den Anstieg der Wirtschaftsleistung hinaus, und somit auch in ihrer Relation zur Wirtschaftsleistung, in den vergangenen Jahren signifikant erhöht. Deutlich erkennbar ist, dass die Geldmenge in Europa um ein Vielfaches mehr anstieg als in den USA (siehe Abbildung 1). Während die Inflation in den USA – wie die FED auch frühzeitig zugab – primär auf eine etwas zu expansive Geldpolitik zurückzuführen war, traten in Europa neben den geldmengenbedingten Inflationseffekten zusätzliche Sondereffekte wie beispielsweise der kriegsbedingte Anstieg der Energiepreise ein. Vor diesem Hintergrund wurde die Perspektive zwischen allgemeiner Gesamtinflation und Kerninflation

(bereinigt um volatile Güter wie beispielsweise Energie) wichtig. Letztere stellt grundsätzlich den besseren Indikator für einen langfristigen Inflationsverlauf dar. So war in Europa in jüngster Zeit temporär eine Situation zu beobachten, in der bei rückläufiger Gesamtinflation die Kerninflation weiter anstieg. Die EZB benötigte im Vergleich zur FED und anderen Zentralbanken dann auch ungleich länger, um im starken Anstieg der Inflation eine Tatsache zu erkennen, auf die es angemessen zu reagieren galt. Als Folge der starken Inflation erhöhten die Zentralbanken massiv die Zinsen, die FED auch hier entschlossener und sowohl zeitlich als auch in der Höhe weit vor der EZB (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2: Zinsentwicklung USA und Euroraum**



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Die Entwicklungen im letzten Jahrzehnt haben zu Anpassungen in den Inflations-Zielsetzungen der Zentralbanken geführt. Waren die Inflationsziele beider Instanzen ursprünglich auf maximal 2 % gedeckelt, kam es 2020/2021 zu einer kommunizierten Lockerung dieses Ziels, sodass derzeit höhere Inflationsraten um die 2 % in beiden Wirtschaftsräumen als Ziel gelten.

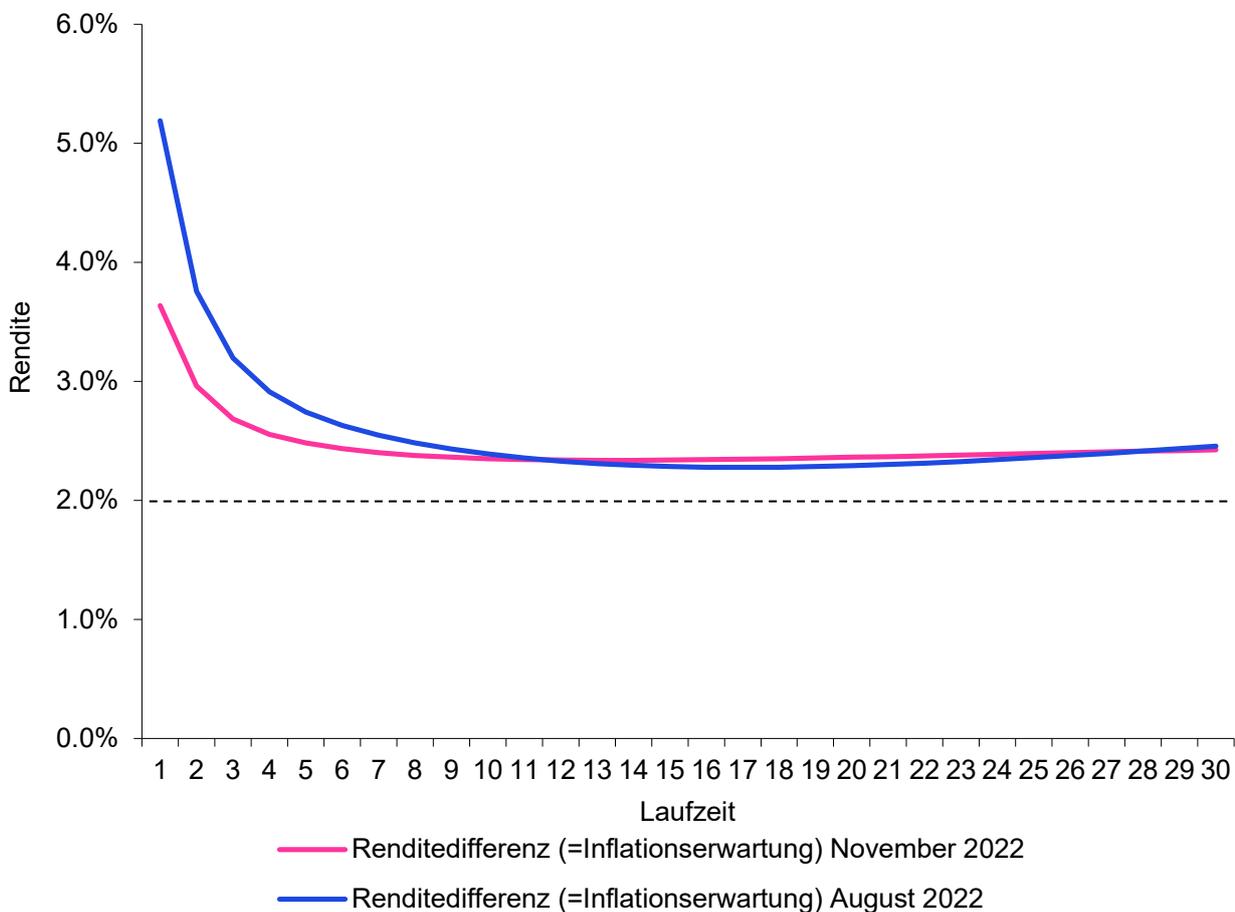
Zwischenzeitlich scheint die Inflation auch von den Kapitalmärkten verarbeitet und in den Kapitalmarktpreisen berücksichtigt zu sein. Der zunächst erfolgte inflationsbedingte Anstieg der nominalen impliziten Gesamtmarktrenditen in 2022 wurde gestoppt. So reduzierten sich die impliziten Gesamtmarktrenditen für Deutschland von ihrem Höhepunkt im Oktober 2022 von rund 10 % auf unter 9 % im April 2023 bei sich gleichzeitig stabilisierender Inflationserwartung. Die Renditeerwartungen waren Anfang 2023 somit in das Band langfristiger nominaler Renditeerwartungen von 7 % bis 9 % (eine Bandbreite, die allerdings auf einem moderaten Inflationsumfeld basiert) zurückgekehrt. Erkennbar ist auch, dass die kurzfristigen Inflationserwartungen einerseits rückläufig sind, sich langfristige Inflationserwartungen allerdings – gemessen am Inflationsziel der Zentralbanken von 2 % – auf signifikant höherem Niveau verfestigen (siehe Abbildung 3).

Zentralbankkommunikation und Kapitalmarktbeobachtungen lassen vor diesem Hintergrund erwarten, dass – trotz des aktuellen Gegensteuerns der Zentralbanken durch Zinserhöhungen – Inflationsraten auch mittel- bis langfristig oberhalb historischer Durchschnitte der jüngeren Vergangenheit liegen werden. Zudem bleibt abzuwarten, ob sich die Entwicklungen zwischen den USA und Europa eher annähern oder vielmehr mittelfristig voneinander entfernen werden. Ursächlich für ein Auseinanderlaufen könnten die teilweise unterschiedlichen Ursachen der Inflation, die Höhe der Geldmenge sowie die unterschiedlichen Gesamtzielsetzungen der Zentralbanken verbunden mit dem hierdurch induzierten und in Teilen unterschiedlichen Gegensteuern in Bezug auf Maßnahmen und Timing sein.

### Auswirkungen auf Gesamtrendite und Marktrisiko

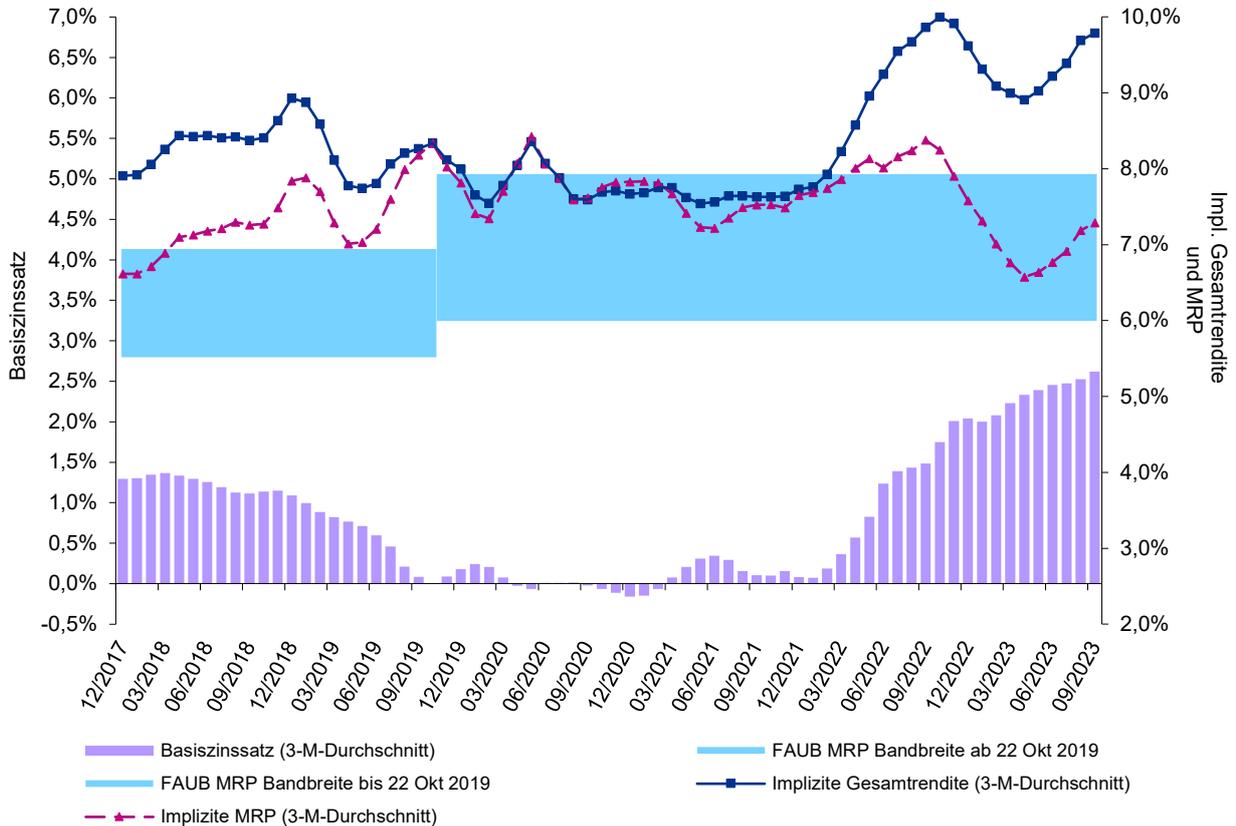
Anhaltend höhere erwartete Inflationsraten und ein eingetrübtes wirtschaftliches Umfeld im Euroraum – insbesondere in Deutschland – sind die aktuell wesentlichen Einflussfaktoren auf die an den Märkten beobachtbaren Renditeforderungen. Deutlich erkennbar in den ersten neun Monaten des vergangenen Jahres ist der inflationsbedingte Anstieg der nominalen Gesamtrendite, was in diesem Zeitraum – bei gleichzeitig steigendem Basiszins – zu einem

Abbildung 3: Erwartete Inflation im Zeitablauf



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

**Abbildung 4: Gesamttrendite, Basiszinssatz und Marktrisikoprämie**



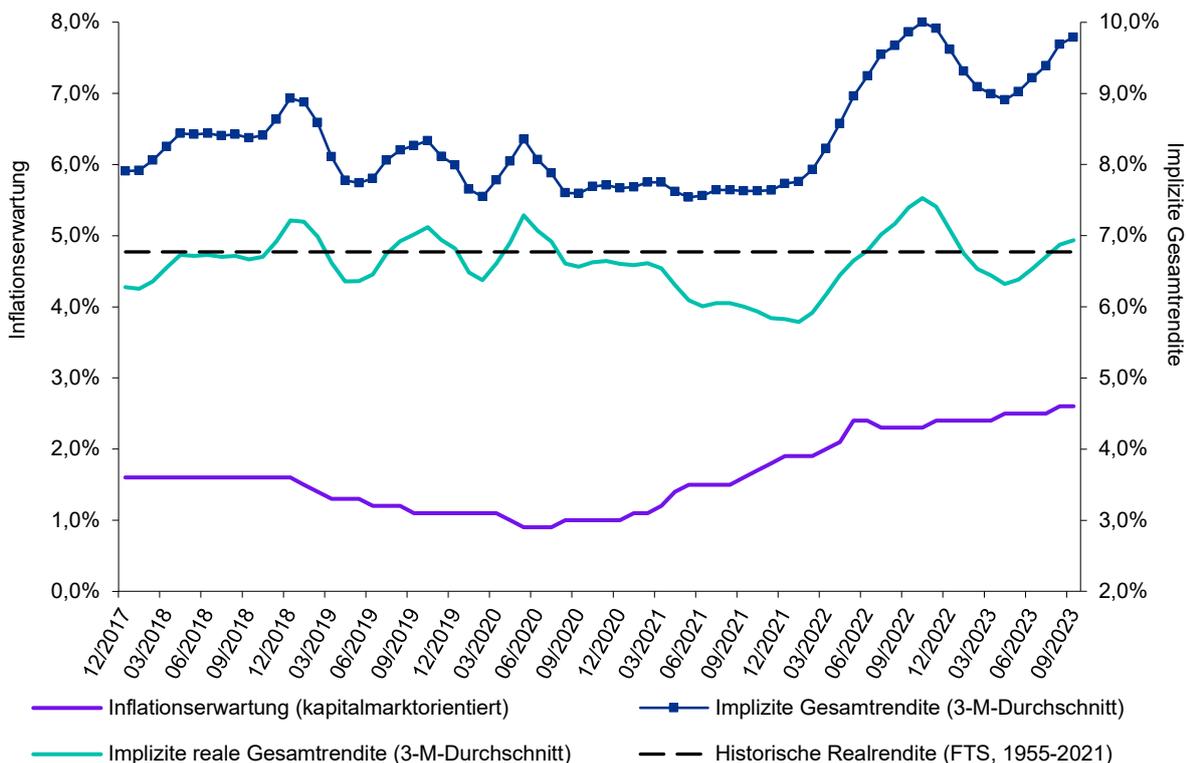
Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Anstieg der impliziten Marktrisikoprämie führte, in Teilen sogar über die vom FAUB des IDW empfohlene Bandbreite hinaus (siehe Abbildung 4).

eine seinerzeitige Kappung impliziter Marktrisikoprämien an der FAUB-Obergrenze erscheint auch aktuell betrachtet sinnvoll. Nach der Einpreisung des ersten „Inflationsschocks“ und rückläufigen kurzfristigen Inflationserwartung seit Mitte des letzten Jahres, scheint sich die langfristige Inflationserwar-

Überreaktionen der Märkte bezüglich der Inflationserwartung sind rückblickend nicht auszuschließen,

**Abbildung 5: Inflationsraten und Renditeerwartungen**



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

tung auf einem erhöhten Basisniveau sukzessive zu stabilisieren – zumindest ist keine Reduzierung der Erwartungen zu erkennen. Gleichzeitig erreichten Gesamrenditen und implizite Marktrisikoprämien im Frühjahr 2023 ihren vorläufigen Tiefpunkt (siehe Abbildung 5). Im gleichen Zeitraum nahm die Dynamik des Basiszinssatzanstiegs ab.

Seit Mitte dieses Jahres zeichnet sich erneut ein Anstieg der impliziten Renditeerwartungen ab. In vergangenen Perioden ohne nennenswerte Inflation konnte der Anstieg der Renditeerwartungen im Wesentlichen durch eine zunehmende Risikoaversion der Marktteilnehmer aufgrund zunehmender Marktunsicherheiten zurückgeführt werden. Im Winter 2022/2023 war der starke Anstieg der impliziten Renditen zu großen Teilen inflationsgetrieben. Der neuerliche Anstieg kann vor dem Hintergrund sukzessiv zunehmender Inflationserwartungen einerseits und Rezessionserwartungen andererseits, möglicherweise auf eine Kombination beider Effekte, zurückgeführt werden.

Gleichwohl im Rahmen fundamentaler Unternehmensbewertungen regelmäßig ein Rückgriff auf Kapitalmarktdaten erfolgt, ist eine unreflektierte Übertragung möglicher Überreaktionen der Märkte (wie beispielsweise 1999 – Dot.com-Blase/2009 – Finanzkrise/2012 – Staatsschuldenkrise) auf die Bewertungskalküle zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund sind (irrationale) Über- oder Unterschätzungen der Märkte zu analysieren und ggf. zu bereinigen. Im momentanen Umfeld muss sowohl

auf die impliziten Inflationserwartungen als auch auf die Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer fokussiert werden. Ruhte die Orientierung in Zeiten normaler Inflation auf der Bandbreite historisch beobachtbarer nominaler Renditen (7 % bis 9 %), empfiehlt sich zur Isolation des nunmehr relevanten Inflationseffektes als Basis der Analyse zur Risikoeinschätzung in einem ersten Schritt der Rückgriff auf eine Bandbreite historisch beobachtbarer realer Renditen.

Basierend auf einer Bandbreite historisch beobachtbarer Realrenditen, und unter Berücksichtigung einer Bandbreite realistischer Inflationserwartungen, ergibt sich in einem zweiten Schritt die Bandbreite vertretbarer nominaler Renditeerwartungen für fundamentale Bewertungen. Nach Abzug des aktuellen Basiszinssatzes resultiert im dritten Schritt die vertretbare Bandbreite für die Marktrisikoprämie. Soweit die aktuelle implizite Marktrisikoprämie außerhalb dieser Bandbreite liegt, sollte sie für Bewertungszwecke am Rand der Bandbreite festgelegt werden (siehe Abbildungen 6 und 7).

Die Grafik „Inflationsraten und Renditeerwartungen“ zeigt, dass reale Gesamrenditen im Betrachtungszeitraum nur mit Ausnahme einer kurzen Zeitspanne zum Ende der jüngsten Niedrigzinsphase (aufgrund der fortgesetzten Intervention der EZB trotz bereits ansteigender Inflation) relativ stabil waren. Aktuell weist dieser Indikator somit noch nicht auf eine mögliche risikoseitige Überreaktion der Märkte hin. Auch die aktuellen Inflationserwartungen scheinen vor dem Hintergrund der oben beschriebenen

**Abbildung 6: Ableitung der Nominalrenditebandbreite**



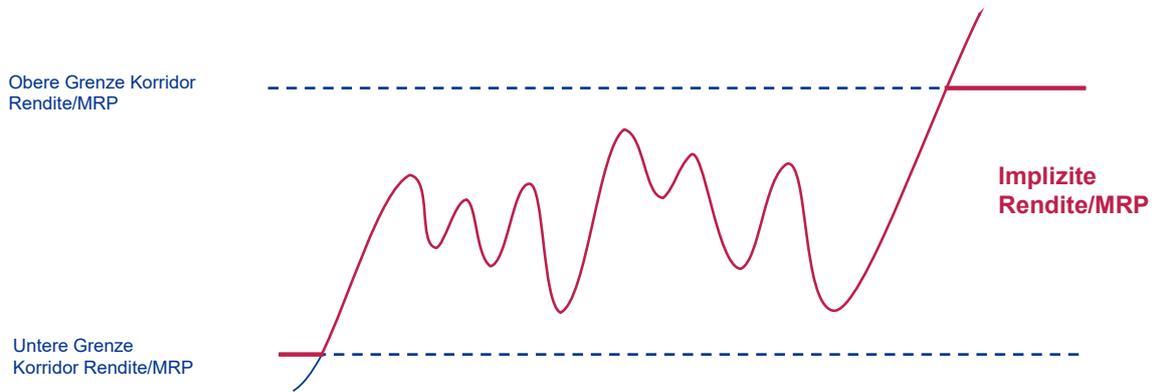
Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Sachverhalte keineswegs übertrieben. Offenbar tasten sich die Märkte nach einer temporären und durch kurzfristige Inflationsdaten getriebenen Erwartung einer hohen Inflation – die rasch korrigiert wurde – nunmehr sukzessive vorwärts. Eine irrationale Übertreibung ist jedenfalls nicht erkennbar.

Sukzessive Anpassungen der Inflationserwartungen und zunehmende Risikoaversionen der Marktteil-

nehmer können zu einem weiteren Anstieg impliziter Renditen führen. Sollte sich die EZB in einer Phase nachlassender Dynamik mit weiteren Zinsschritten zurückhalten, würden sich die impliziten Marktrisikoprämien tendenziell wieder erhöhen. Korrespondierend ist zu berücksichtigen, dass sich diese Erwartungen entsprechend auch in den Businessplänen und den nachhaltigen inflationsbedingten Wachstumsraten widerspiegeln müssen.

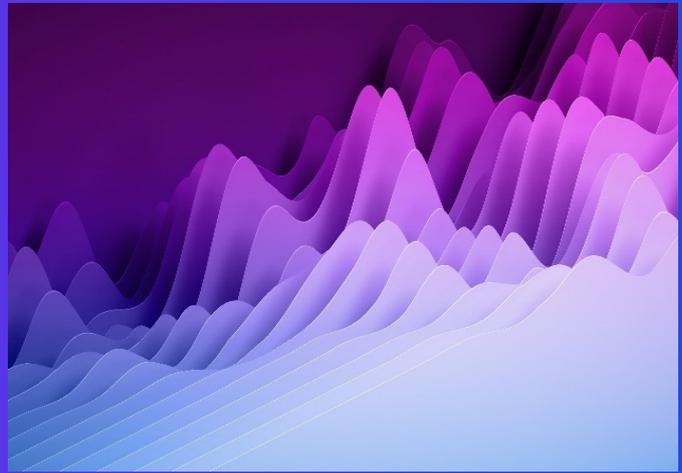
**Abbildung 7: Festlegung der aktuellen Marktrisikoprämie innerhalb der Bandbreite**



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

# Tax-CAPM

## Ein CAPM mit Steuern auf Anteilseignerebene



**In der Bewertungspraxis wird für die Ableitung der bewertungsrelevanten Kapitalkosten bzw. Renditeerwartungen regelmäßig auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zurückgegriffen. In der überwiegenden Anzahl von Bewertungen findet hierbei das CAPM in seiner Standard-Form (Standard-CAPM) Anwendung, wobei eine Diskontierung von Cashflows nach Abzug von Unternehmensteuern (vor Abzug persönlicher Steuern der Anteilseigner) erfolgt. In Deutschland hat sich aufgrund von früheren Besonderheiten im deutschen Steuersystem, insbesondere im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen, die Diskontierung von Cashflows nach Abzug von Unternehmensteuern und persönlichen Steuern der Anteilseigner etabliert. Hierbei erfolgt zur Ableitung der Kapitalkosten der Rückgriff auf das Tax-CAPM, eine erweiterte Form des Standard-CAPM. Der folgende Beitrag zeigt den Zusammenhang zwischen den beiden Modellwelten auf und erläutert, warum die Anwendung des Standard-CAPM grundsätzlich nur für Kapitalgesellschaften vertreten werden kann. Zudem wird auf die Frage „mit/ohne Steuern“ bzw. „vor/nach Steuern“ sowie die Marktrisikoprämie in beiden Welten eingegangen.**

### Vom Standard-CAPM zum Tax-CAPM

Theoretische Modellbildung erfolgt regelmäßig vor dem Hintergrund, empirisch beobachtbare Sachverhalte strukturiert erklären zu wollen. Die Vielfalt der Realität lässt sich hierbei oft nur nach entsprechender Komplexitätsreduzierung in Modellen erfassen, naturbedingt zulasten der Qualität der Erklärungsgüte. Modellbildung operiert somit immer zwischen Komplexitätsreduktion und Erklärungsgehalt und basiert vor diesem Hintergrund immer auf zu setzenden Annahmen, die der Modellbildung zugrunde gelegt werden. Das CAPM wurde zur Erklärung beobachtbarer Kapitalmarktrenditen entwickelt. Die Ableitung beobachtbarer Renditen erfolgt auf der Basis beobachtbarer Cashflows nach Unternehmensteuern (beobachtbar in Form von Dividendenzahlungen) und Börsenkursen. Bei den hieraus abgeleiteten „beobachtbaren“ Renditen handelt es sich folglich um Renditen vor der Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner (nachfolgend als „vor Steuer-Renditen“ bezeichnet). Renditen nach persönlichen Steuern der Anteilseigner sind in Ermangelung der Beobachtung von Cashflows nach persönlichen Steuern empirisch nicht ermittelbar.

In seiner Standard-Form setzt das CAPM unter anderem die komplexitätsreduzierende Annahme einer „Welt ohne Steuern (auf Anteilseignerebene)“ und entwickelt im Ergebnis die bekannte Renditegleichung, die sich aus dem risikolosen Basiszinssatz, dem Betafaktor und der Marktrisikoprämie des Standard-CAPM (ohne/vor Steuern) zusammensetzt. Strenggenommen kann das Standard-CAPM die in der Realität beobachtbaren Renditen allerdings nur unvollständig erklären, da in der Realität Steuern auf Anteilseignerebene regelmäßig existieren und sie einen gewissen Einfluss auf die Preisbildung an den Kapitalmärkten besitzen, das Modell jedoch von ihnen abstrahiert. Vor diesem Hintergrund erfolgte in der Theorie die Erweiterung des Standard-CAPM zum Tax-CAPM durch den Einbezug von Steuern in die Modellbildung. Somit soll auch das Tax-CAPM in einem ersten Schritt die beobachtbaren Renditen und damit die Renditen vor Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner erklären. Im Ergebnis setzt sich die Rendite gemäß Tax-CAPM nunmehr zusammen aus dem Basiszinssatz nach Abzug der persönlichen Steuern der Anteilseigner, dem Betafaktor, der Marktrisikoprämie des Tax-CAPM (sog. Marktrisiko-

Prämie nach Steuern) sowie der persönlichen Steuerlast der Anteilseigner auf die Rendite. Die Steuerlast bestimmt sich aus der Versteuerung der den beiden Renditebestandteilen (Dividendenrendite und Kursgewinnrendite) zugrunde liegenden unterschiedlichen Kapitaleinkünfte, Dividenden und Kursgewinne.

Gleichzeitig lassen sich mit dem Tax-CAPM die Renditen nach persönlichen Steuern der Anteilseigner („nach Steuer-Renditen“) modellhaft ableiten, da das Tax-CAPM eine analytische Überleitung der vor Steuer-Renditen zu den nach Steuer-Renditen ermöglicht. Eine solche Überleitung konnte bei der Anwendung des Standard-CAPM in Ermangelung der generellen Steuerberücksichtigung nicht widerspruchsfrei gelingen. Im Ergebnis resultiert mit dem Tax-CAPM eine Form des CAPM, welche an unterschiedliche Steuerregime angepasst werden kann. Aus konzeptioneller Sicht wäre grundsätzlich die Verwendung eines Modells zu empfehlen, welches die Realität am besten beschreibt – im vorliegenden Kontext wäre es folglich das Tax-CAPM. Zudem lässt sich für den idealisierten Zustand der ewigen Rente zeigen, dass vor und nach Steuer-Rechnung zu identischen Ergebnissen führen.

Vor dem Hintergrund einer in der Bewertungs- und Rechtspraxis in Deutschland etablierten Ermittlung von Unternehmenswerten unter Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner wurde das Tax-CAPM Anfang dieses Jahrhunderts zu einem festen Bestandteil des Bewertungsstandards IDW S 1 des wirtschaftsprüfenden Berufsstandes. Vorteilhaft erwies sich seine Anpassungsfähigkeit an die Veränderung von Steuersystemen sowie die Mög-

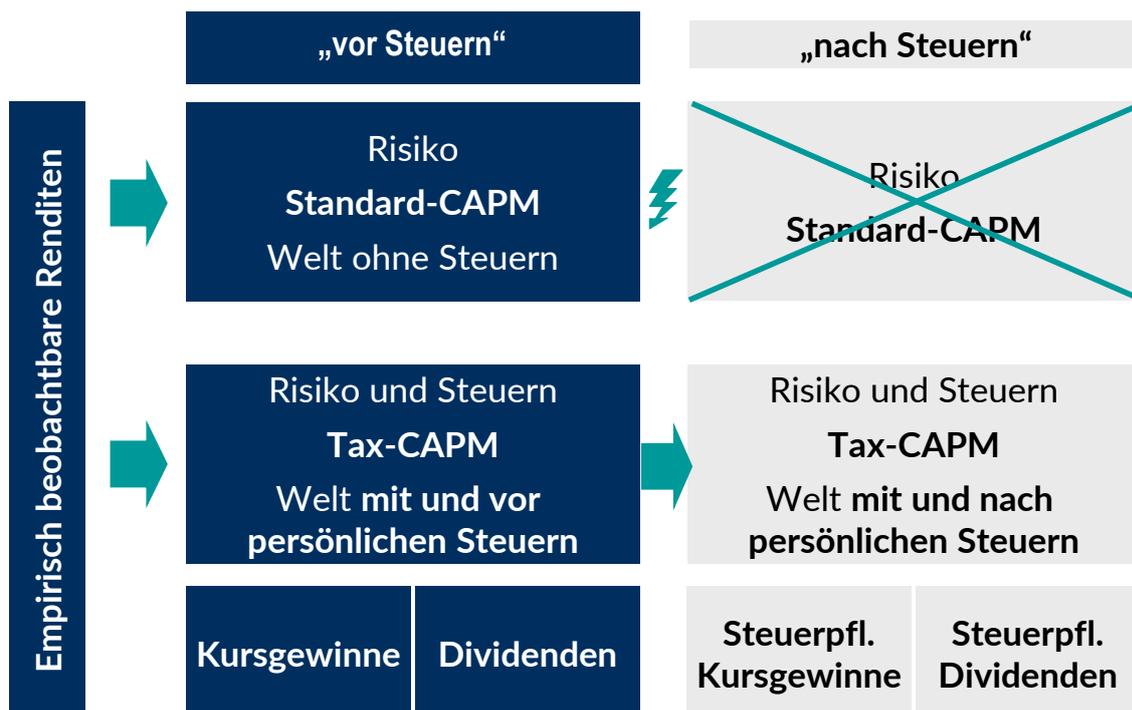
lichkeit, auf seiner Basis durch Steuerrechtsveränderungen ausgelöste Renditeverschiebungen zu antizipieren. So kann sich die an den Kapitalmärkten beobachtbare Rendite (nach Unternehmensteuern) durch eine veränderte Aufteilung der Gesamtsteuerlast auf Unternehmensteuern und persönliche Steuern der Anteilseigner verschieben. Zudem konnten durch den Wechsel auf das Tax-CAPM in den genannten Bewertungsanlässen konzeptionelle Unschärfen angepasst und hieraus resultierende Werteffekte angepasst werden.

### Mittelbare und unmittelbare Typisierung

Auch wenn in der Bewertungstheorie eine grundsätzliche Präferenz für die Bewertung von Cashflows nach Abzug aller Steuern (Unternehmensteuern und persönliche Steuern der Anteilseigner) besteht, denn nur diese stehen für Konsumzwecke der Anteilseigner zur Verfügung, erfolgen Bewertungen in der Praxis oft auf der Basis von Cashflows vor Abzug der persönlichen Steuern der Anteilseigner (vor Steuer-Rechnung). Dies ist – neben einem grundsätzlichen Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung auch in der Praxis – im Wesentlichen auch auf die Nichtverfügbarkeit von relevanten Daten zurückzuführen. Cashflows nach Abzug aller Steuern wären gemäß der Äquivalenzprinzipien mit Renditen nach persönlichen Steuern der Anteilseigner zu diskontieren. In der Realität beobachtbar sind jedoch lediglich die vor Steuer-Renditen und die Cashflows nach Unternehmensteuern und vor Abzug persönlicher Einkommensteuern.

Hieraus folgt jedoch nicht automatisch, dass vor Steuer-Berechnungen zwingend unter Anwendung des Standard-CAPM zu erfolgen haben.

Abbildung 1: Vor und nach Steuern vs. mit und ohne Steuern



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

So wurde in Abbildung 1 gezeigt, dass auch mit dem Tax-CAPM vor Steuer-Rechnungen möglich sind, da auch das Tax-CAPM zunächst die vor Steuer-Renditen, die aus den beobachtbaren Cashflows vor Abzug persönlicher Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden, erklärt. Gleichwohl hat sich in der Bewertungspraxis für die vor Steuer-Rechnungen das Standard-CAPM etabliert. Das Tax-CAPM findet in Deutschland regelmäßig Anwendung bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen oder wenn seine Anwendung vertraglich vereinbart wurde.

Nicht unerwähnt soll bleiben, dass das Tax-CAPM Anwendung bei der Bewertung von Nichtkapitalgesellschaften finden muss. Hintergrund ist hierbei die Tatsache, dass es sich bei den einzig beobachtbaren vor Steuer-Renditen um die Renditen von Kapitalgesellschaften und somit um solche nach Berücksichtigung der Unternehmensteuern, die in Deutschland sowohl die Gewerbesteuer als auch die Körperschaftsteuer umfassen, handelt. Personengesellschaften und Einzelunternehmen werden auf der Unternehmensebene jedoch lediglich mit Gewerbesteuern belastet. Eine vor Steuer-Rechnung würde somit gegen das Gebot der Steueräquivalenz verstoßen, da Cashflows, die lediglich um die Gewerbesteuern gemindert wurden, mit Renditen diskontiert werden würden, die auf der Basis von Cashflows nach Gewerbe- und Körperschaftsteuerabzug ermittelt wurden. Hierbei wird dann zumindest eine Steueräquivalenz dergestalt hergestellt, dass Cashflows und Kapitalkosten gleichermaßen nach Unternehmensteuer (Gewerbe- und Körperschaftsteuer) abgeleitet werden.

Mögliche Wertverzerrungen sind im Einzelfall zu überprüfen. Äquivalenz zwischen Cashflows und Kapitalkosten wird erst dann wieder erzielt, wenn die Cashflows nach allen Steuern (Unternehmensteuern

und persönlichen Steuern der Anteilseigner) mit Kapitalkosten nach allen Steuern diskontiert werden (nach Steuer-Rechnung). Neben der in diesen Fällen eigentlich zwingenden Anwendung der nach Steuer-Rechnung mittels Tax-CAPM kann in der Bewertungspraxis auch die Berücksichtigung einer fiktiven Körperschaftsteuer bei der Ermittlung der zu bewertenden Cashflows einer Personengesellschaft oder eines Einzelunternehmens beobachtet werden.

In der Praxis sind regelmäßig Bewertungen für eine Vielzahl von Anteilseignern vorzunehmen, ohne dass ihre einzelne steuerliche Situation bekannt wäre. In diesem Fall sind Typisierungen für die steuerliche Situation der Anteilseigner vorzunehmen. Der Bewertungsstandard IDW S 1 unterscheidet im Zusammenhang mit der Anwendung der vor bzw. nach Steuer-Rechnung zwischen der mittelbaren Typisierung, bei der angenommen werden kann, dass sich die steuerlichen Verhältnisse zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage insoweit ähneln, dass auf die Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner verzichtet werden kann, und der unmittelbaren Typisierung, bei der die Effekte der persönlichen Steuern der Anteilseigner hingegen explizit berücksichtigt werden (siehe Abbildung 2). Gleichwohl bleibt zu erwähnen, dass es konzeptionell und auch in der praktischen Anwendung grundsätzlich wertrelevant ist, ob mit bzw. ohne Berücksichtigung von persönlichen Steuern der Anteilseigner (Standard-CAPM vs. Tax-CAPM) oder vor bzw. nach Abzug der persönlichen Steuern der Anteilseigner (vor Steuer-Rechnung vs. nach Steuer-Rechnung) bewertet wird.

### Marktrisikoprämien „vor und nach Steuern“

In den Renditegleichungen des jeweiligen Modells (Standard- bzw. Tax-CAPM) wird jeweils eine Markt-

**Abbildung 2: Mittelbare vs. unmittelbare Typisierung**

	Mittelbare Typisierung	Unmittelbare Typisierung
Bewertungsanlass	Aufgrund unternehmerischer Initiativen (z.B. Kaufpreisverhandlung, Fairness Opinion)	Gesellschaftsrechtliche und vertragliche Bewertungsanlässe (z.B. Squeeze out, Verschmelzung)
Berücksichtigung von Anteilseignersteuern	Nicht explizit (mittelbar steuerliche Verhältnisse aller Kapitalmarktteilnehmer)	Unmittelbare Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner (immer bei PersG)
Trennung von mittelbarer und unmittelbarer Typisierung existiert in Österreich nicht, da dort i.d.R ganz von der Berücksichtigung pers. Ertragsteuern vereinfachend abstrahiert werden kann. (Nicht für Auskehrung nbV).		

Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

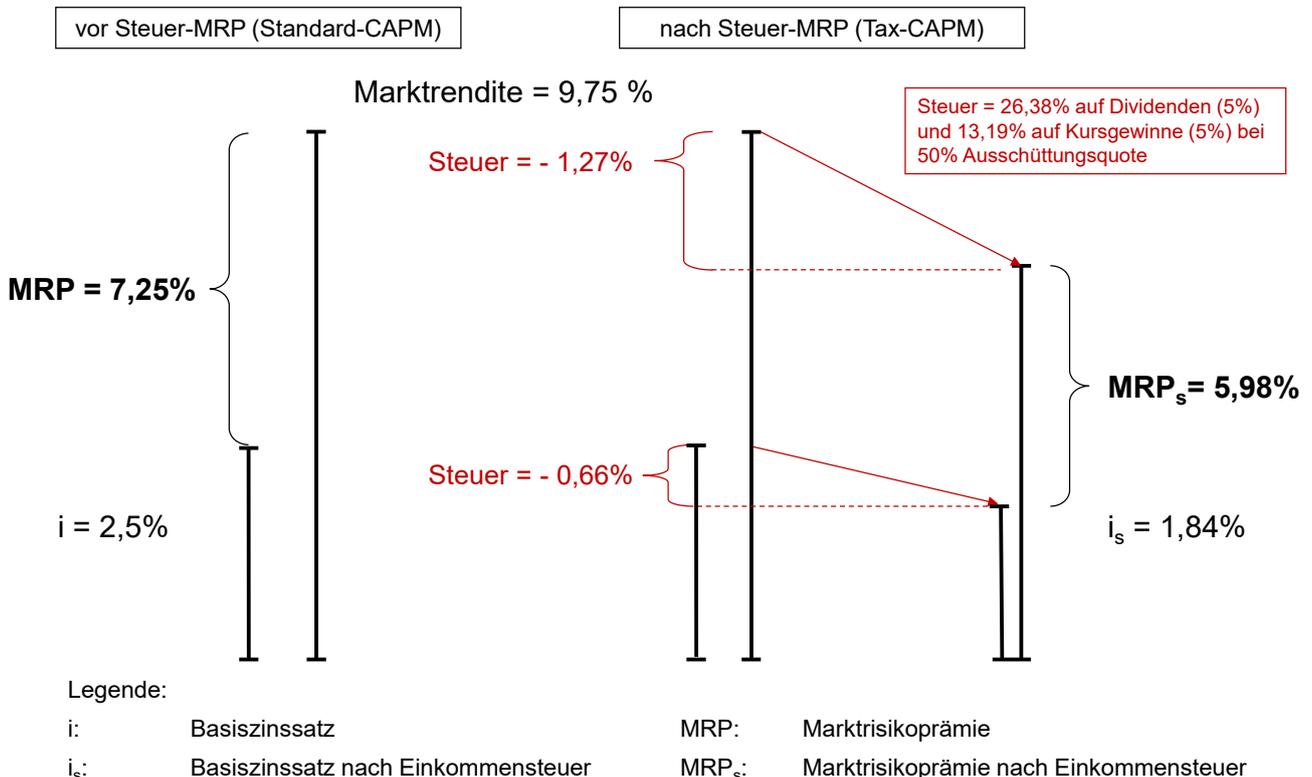
risikoprämie berücksichtigt. Diese Markttrisikoprämien sind in Abhängigkeit vom gewählten Modell konzeptionell bedingt unterschiedlich. Während sich die Markttrisikoprämie des Standard-CAPM als Differenz zwischen der Marktrendite und dem Basiszinssatz ergibt, erfolgt die Ableitung der Markttrisikoprämie des Tax-CAPM als Differenz zwischen den versteuerten Größen (Markttrisikoprämie nach Abzug persönlicher Steuern der Anteilseigner abzüglich Basiszinssatz nach persönlichen Steuern der Anteilseignern). Sie wird daher oft auch nach Steuer-Markttrisikoprämie genannt, was jedoch nicht bedeutet, dass die Markttrisikoprämie isoliert um Steuern vermindert wird. Insbesondere ist zu beachten, dass die Markttrisikoprämie im Tax-CAPM nicht davon abhängt, ob mittels Tax-CAPM eine vor oder nach Steuer-Rendite modelliert werden soll.

In welcher Höhe und in welche Richtung die Markttrisikoprämie des Tax-CAPM von der der Standard-CAPM abweicht, hängt von den Steuerlastunterschieden zwischen Marktrendite und Basiszinssatz ab. Im aktuellen Steuerregime werden die Kapitaleinkünfte Zinsen, Dividenden und Kursgewinne zwar nominell gleich und zeitlich bei ihrer Realisation besteuert. Die effektive Steuerlast auf Kursgewinne vermindert sich jedoch mit hinausgeschobenem Realisierungszeitpunkt. So ergaben sich in der Vergangenheit, als Kursgewinne quasi steuerfrei waren, höhere Markttrisikoprämien im Tax-CAPM als im Standard-CAPM. Unter momentanem Steuerregime liegen die Markttrisikoprämien des Tax-CAPM unterhalb denen des Standard-CAPM (siehe Abbildung 3).

### Standard-CAPM vs. Tax-CAPM

Unternehmensbewertung in der Praxis sollte auf der Basis gesicherter und sich regelmäßig fortentwickelnder theoretischer Konzepte erfolgen, für die die notwendigen empirischen Daten durch angemessenen Aufwand ermittelt und deren Ergebnisse praxiskonform kommuniziert werden können. Hinzu tritt natürlich auch, welche Vorgehensweisen sich historisch am Markt etabliert haben oder in der Rechtsprechung anerkannt sind. Werden diese Maßstäbe angelegt, kann zusammengefasst werden, dass das Standard-CAPM als das am meisten etablierte CAPM in der Bewertungspraxis zur Ableitung von Kapitalkosten bzw. Renditeerwartungen gilt. Seine Vorteile liegen in seiner Einfachheit und Kommunizierbarkeit. Nachteile können darin gesehen werden, dass es Renditen aus einer Welt mit Steuern unter der Annahme „Welt ohne Steuern“ zu erklären versucht. Das jüngere Tax-CAPM als eine Weiterentwicklung des Standard-CAPM behebt diesen Nachteil bei einer nicht wesentlich gestiegenen Komplexität, allerdings für den Preis einer geringeren Kommunizierbarkeit. Im Zusammenspiel mit den üblichen Vereinfachungen von Bewertungskalkülen in der Bewertungspraxis bleiben aus der Anwendung der unterschiedlichen CAPM resultierende Wertdifferenzen für die meisten Bewertungsfälle in einem vertretbaren Rahmen. Einzelfälle, in denen dies nicht der Fall ist, bedürfen in diesem Zusammenhang besonderer Beachtung, um Bewertungsfehler zu vermeiden.

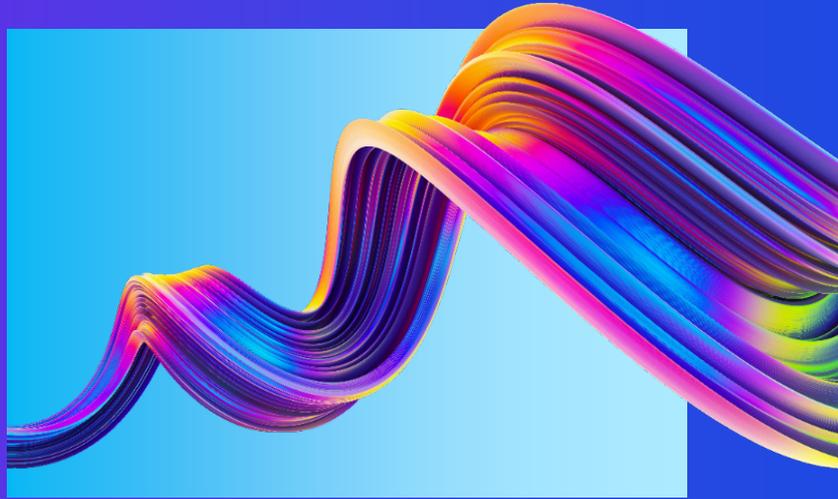
**Abbildung 3: Deutschland – MRP vor und nach Einkommensteuer**  
*Abgeltungsteuer 26,38%, Dividendenrendite 5%, Kursrendite 5%*



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

# Consideration Transferred

## Einzelfragen am Beispiel eines Earn-Outs



**Im Rahmen von Unternehmenskäufen werden regelmäßig Earn-Out-Klauseln vereinbart, um Unsicherheiten für den Käufer hinsichtlich der künftigen Ergebnisentwicklung zu reduzieren und eine Risikoverschiebung zwischen den Vertragsparteien zu erreichen. Eine Earn-Out-Klausel bestimmt in einem Kaufvertrag den Anteil des Kaufpreises, der zu einem späteren Zeitpunkt in Abhängigkeit des Eintritts eines künftigen Erfolgs oder Ereignisses bezahlt wird. Zur Bemessung des beizulegenden Zeitwerts („Fair Value“) des Earn-Outs ist der Barwert der bedingten Kaufpreiszahlung zu bestimmen. Der Diskontierungszinssatz soll hierbei das mit dem Earn-Out einhergehende Risiko entsprechend widerspiegeln.**

### Bilanzielle Behandlung

Die im Zuge eines Unternehmenserwerbs gewährte Gegenleistung („consideration transferred“) ist zum Akquisitionszeitpunkt zum Fair Value zu bewerten. Diese ergibt sich aus der Summe

- der zum Fair Value bewerteten vom Erwerber hingegebenen Vermögenswerte,
- der eingegangenen Schulden der vorherigen Unternehmenseigner, die vom Erwerber übernommen werden, und
- der vom Erwerbe ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente (vgl. IFRS 3.37).

Als ein Bestandteil der Gegenleistung sind im Rahmen der Erstkonsolidierung auch zum Fair Value bewertete bedingte Gegenleistungen („contingent considerations“) zum Akquisitionszeitpunkt zu berücksichtigen bzw. zu bilanzieren (IFRS 3.39 f.). Gemäß IFRS 3. Appendix A ist eine contingent consideration definiert als „usually, an obligation of the acquirer to transfer additional assets or equity interests to the former owners of an acquiree as part of the exchange for control of the acquiree if specified future events occur or conditions are met. However, contingent consideration also may give the acquirer the right to the return of previously transferred consideration if specified conditions are met“.

Als Beispiele für bedingte Gegenleistungen dienen Kursgarantien sowie Bilanzgarantien des Verkäufers oder die in diesem Beitrag im Fokus stehenden ergebnisabhängigen Earn-Out-Vereinbarungen.

Earn-Outs sind eine Art von Vertragsklausel, die in M&A-Transaktionen verwendet werden. Sie ermöglichen es dem Verkäufer, einen von beispielsweise der zukünftigen Leistung des Unternehmens abhängigen Teil des Kaufpreises zu erhalten. Im Wesentlichen wird die Zahlung für einen Teil des Kaufpreises aufgeschoben und an bestimmte Leistungsziele oder Bedingungen geknüpft, die das Unternehmen in der Zukunft erreichen muss bzw. deren Eintritt Voraussetzung ist. Sofern diese Ziele erreicht werden, wird der Verkäufer den aufgeschobenen Teil des Kaufpreises erhalten. Earn-Outs können für den Erwerber attraktiv sein, da sie das Risiko mindern, einen hohen Kaufpreis für ein Unternehmen zu zahlen, das möglicherweise nicht die erwarteten Ergebnisse erzielt. Für den Verkäufer können sie eine Möglichkeit sein, einen höheren Kaufpreis zu erzielen, wenn er davon überzeugt ist, dass das Unternehmen in der Zukunft erfolgreich sein wird. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass die Festlegung von Leistungszielen und die Überwachung dieser nach dem Verkauf eine Herausforderung darstellen können und dass die Verhandlung von Earn-Outs oft komplex ist.

Wenn im Unternehmenskaufvertrag eine Earn-Out-Vereinbarung getroffen wurde, so hat der Erwerber

die Verpflichtung, die bedingte Gegenleistung nach IAS 32 entweder als Eigenkapital oder als finanzielle Verbindlichkeit zu klassifizieren (entsprechend dem jeweils zugrunde liegenden Charakter). Als Orientierungshilfe dient der nachfolgend abgebildete Entscheidungsbaum (siehe Abbildung 1).

Als finanzielle Verbindlichkeit klassifizierte bedingte Gegenleistungen sind zu jedem nachfolgenden Berichtsstichtag zu dem maßgeblichen Fair Value neu zu bewerten, und jede Änderung des Fair Value ist ergebniswirksam zu erfassen (IFRS 3.58). Bedingte Gegenleistungen, die als Eigenkapital eingestuft sind, werden, sofern eine fixe Anzahl von Anteilen Gegenstand der Earn-Out-Vereinbarung ist, zu den Folgebilanzstichtagen nicht neu bewertet, und die spätere Abgeltung wird im Eigenkapital erfasst. Sofern eine variable Anzahl von Anteilen Gegenstand der Earn-Out-Vereinbarung ist, wird die Verpflichtung als finanzielle Verbindlichkeit im Sinne von IAS 32 klassifiziert, die zu jedem Bilanzierungstichtag neu zum Fair Value bemessen werden muss. Entstehende Wertdifferenzen in der Folgebilanzierung sind in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen. Im Gegensatz dazu führen wert-aufhellende Erkenntnisse innerhalb des Bewertungszeitraums („measurement period“) – unabhängig von der Klassifizierung – zu einer Anpassung der Gegenleistung und damit des Goodwills (IFRS 3.45 ff.).

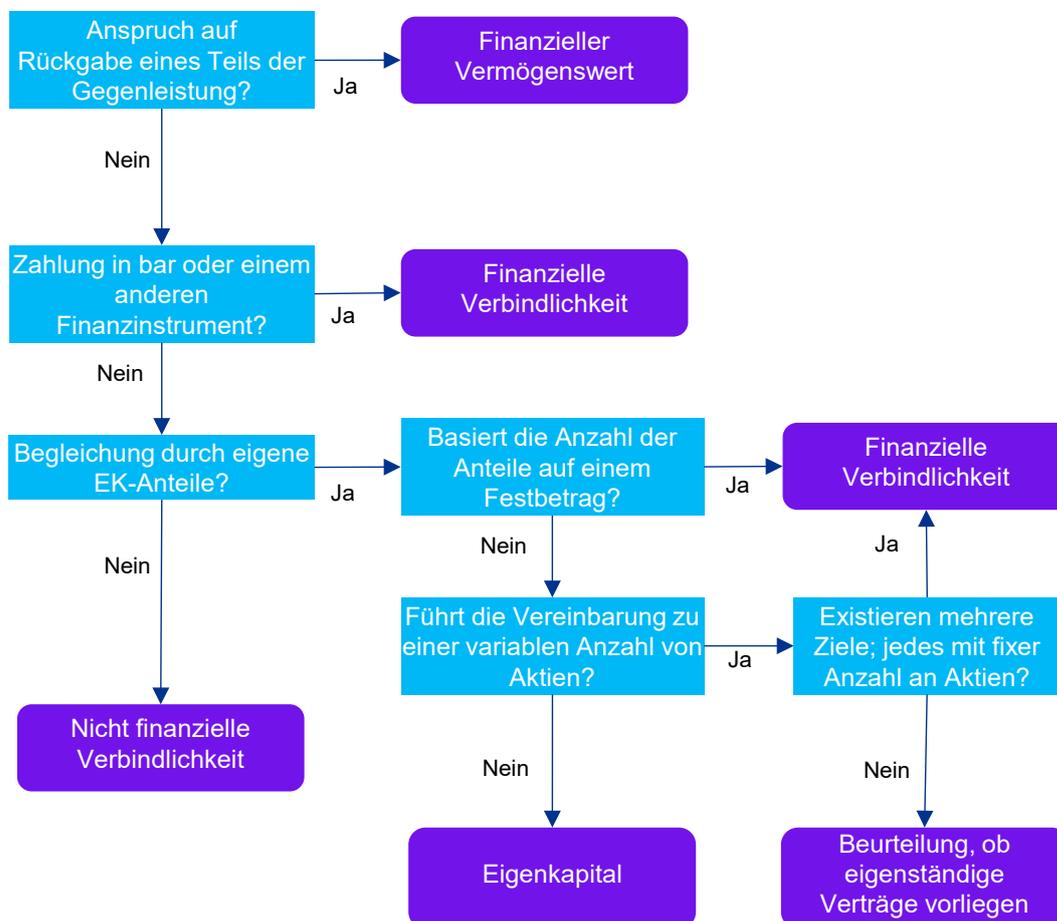
## Bewertung

Für die Ermittlung eines Fair Values legt IFRS 13 für die Verwendung von Bewertungsverfahren keine Hierarchie fest. Vielmehr existiert eine Priorisierung der Inputfaktoren (Daten und Marktparameter) mittels einer sogenannten dreistufigen Hierarchie. Demzufolge ist das Bewertungsverfahren anzuwenden, für das zur Ermittlung des Fair Values die meisten beobachtbaren Inputfaktoren verfügbar sind. Die vorhandenen Inputfaktoren determinieren somit das der Bewertung zugrunde liegende Bewertungsverfahren, wobei die IFRS zwischen drei Verfahren unterscheiden:

- marktpreisorientierte Verfahren (z.B. Börsenpreise, Finanzierungsrunden, Multiplikatoren)
- kapitalwertorientierte Verfahren (z.B. Barwertkalküle)
- kostenorientierte Verfahren (z.B. Reproduktionskosten, Wiederbeschaffungskosten)

Im Rahmen der Fair-Value-Bestimmung eines Earn-Outs kommen grundsätzlich alle gängigen Bewertungsverfahren in Betracht (IFRS 13.B5 ff.), wobei das marktpreisorientierte und das kostenorientierte Verfahren in der Praxis eher unüblich sind. Das Discounted-Cashflow-(DCF-)Verfahren ermöglicht eine individuelle Wahrscheinlichkeitsberücksich-

**Abbildung 1: Entscheidungsbaum einer Klassifizierung als Eigen- oder Fremdkapital nach IAS 32**



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

tigung und kann zusätzlich mit Hilfe einer Monte-Carlo-Simulation durchgeführt werden. Die DCF-Bewertung baut auf dem finanzmathematischen Konzept der Abzinsung von Zahlungsströmen zur Ermittlung des Kapitalwerts künftiger Zahlungsströme auf. Die Summe der diskontierten Zahlungsströme ergibt den Fair Value des Earn-Outs.

Die zentrale Herausforderung besteht hier in der Ableitung des geeigneten Diskontierungszinssatzes. In den IFRS gibt es diesbezüglich keine Hinweise. Grundsätzlich hängt der Zinssatz vom Risiko des Zahlungsstroms ab, wobei das Risiko durch die Eintrittswahrscheinlichkeit des jeweiligen Ereignisses, die Schwankungsbreite sowie durch die Bonität des Erwerbers bestimmt wird. Kann davon ausgegangen werden, dass die erwartete Zahlung nahezu sicher eintritt – beispielsweise das definierte Ereignis ist zum Closing bereits eingetreten, der vereinbarte Zahlungszeitpunkt liegt aber in der Zukunft – bzw. die Vereinbarung eher den Charakter einer zeitlichen Verteilung des Kaufpreises („deferred consideration“) hat, dann liegt das Risiko primär in der Bonität des Erwerbers. In diesem Fall werden die Fremdkapitalkosten (vor Steuern), bestehend aus laufzeitabhängigem Basiszinssatz und Credit Spread des Erwerbers, nicht der Peer Group herangezogen.

Für den Fall, dass die erwartete Zahlung unsicher ist, kann das Risiko beispielsweise dem allgemeinen Geschäftsrisiko entsprechen. Dies ist häufig der Fall, wenn der Earn-Out an finanzielle Kennziffern (EBIT, EBITDA usw.) anknüpft und die definierten Zielgrößen im Rahmen üblicher Bandbreiten liegen. In diesen Fällen könnte näherungsweise der typisierte, aus der Peer Group abgeleitete, WACC für die Bewertung herangezogen werden. Darüber hinaus gibt es auch Fälle, in denen die erwartete Zahlung mit sehr großen Unsicherheiten behaftet ist und das Risiko über dem allgemeinen Geschäftsrisiko liegt. Das kann an der Art der definierten Kennziffern liegen (z. B. Erfolg eines Entwicklungsprojekts) oder an der Orientierung finanzieller Kennziffern (s.o.) an Maximalwerten. In diesen Fällen empfiehlt sich beispielsweise eine szenario-

basierte Zahlungsstromableitung, in welcher die Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet werden und die Grundlage für die Fair-Value-Ableitung der bedingten Gegenleistung bilden. Für eine alternative Vorgehensweise und Ableitung eines notwendigen Risikozuschlags könnte auf eine Monte-Carlo-Simulation zurückgegriffen werden. Ferner ist die Eignung einer Bewertung mittels Optionspreismodell abzuwägen.

Im Zuge der Bewertung mittels Optionspreismodellen ist der Erwerber vergleichbar mit dem Stillhalter einer Option. Es ist hierbei möglich, mehrere Optionsformen zur Nachbildung des Zahlungsprofils zu kombinieren. Die zentralen Herausforderungen bestehen hier durch die Prämissenauswahl wie beispielsweise Verteilungsannahme, Volatilitätsannahme und die valide Auswahl der Parameter. Die Diskontierung erfolgt grundsätzlich mit dem risikolosen Basiszinssatz.

Überdies ist bei der Bewertung eines Earn-Outs zu bedenken, dass dieser einen direkten Einfluss auf die Höhe des sich aus dem Unternehmenserwerb nach IFRS 3 ergebenden Goodwill hat. Demnach führt eine hohe Bewertung des Earn-Outs auch zu einem höheren Goodwill und somit einem ansteigenden Impairment-Risiko (und umgekehrt). Sollte die tatsächliche Zahlung für den Earn-Out unterhalb der ursprünglichen Bewertung bzw. der Bewertung gemäß Folgebilanzierung liegen, ist die Differenz als Ertrag auszuweisen (siehe Abbildung 2).

### Zusammenfassung

Folgende wesentliche Punkte sind unter anderem im Zusammenhang mit der Verwendung, Bilanzierung sowie Bewertung von Earn-Outs zu berücksichtigen:

- Earn-Outs sind nicht standardisiert, sondern werden immer individuell strukturiert und auf die jeweilige Situation zugeschnitten.
- Es handelt sich um ein flexibles Instrument, das prozess-, bewertungs- und finanzierungsbezogene Hinderungsgründe für das Zustandekommen einer Unternehmenstransaktion beseitigen kann.

**Abbildung 2: Übersicht möglicher Konsequenzen aus der Earn-Out-Bewertung**

ÜBERSICHT DER BILANZIELLEN AUSWIRKUNGEN	EK-INSTRUMENT	FK-INSTRUMENT
Hohe Earn-Out-Bewertung	→ höherer Goodwill → höheres Impairment-Risiko	wie nebenstehend, zusätzlich potenziell künftiger Ertrag, falls das Earn-Out überschätzt wurde
Niedrige Earn-Out-Bewertung	→ niedrigerer Goodwill → niedrigeres Impairment-Risiko	wie nebenstehend, zusätzlich künftiger Aufwand, falls das Earn-Out unterschätzt wurde

Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

- Für die Bestimmung der Gegenleistung sowie Beurteilung der Angemessenheit eines Kaufpreises ist eine Bewertung des Earn-Outs notwendig.
- Ein Earn-Out ist entsprechend dem jeweils zugrunde liegenden Charakter der Verpflichtung entweder als Eigenkapital oder als finanzielle Verbindlichkeit zu klassifizieren.
- Die Gestaltung der Vertragskonditionen hat einen wesentlichen Einfluss auf den Fair Value des Earn-Outs.
- Der Diskontierungszinssatz soll das mit dem Earn-Out einhergehende Risiko entsprechend widerspiegeln.

# Impressum

Herausgeber

KPMG AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Klingelhöferstraße 18  
10785 Berlin

Newsletter kostenlos  
abonnieren

[Abonnieren Sie die KPMG  
Valuation News - KPMG  
Deutschland](#)

## Sprechen Sie uns an:



**Stefan Schöniger**  
Partner

Fuhrentwiete 5  
20355 Hamburg  
T +49 40 32015-5690  
[sschoeniger@kpmg.com](mailto:sschoeniger@kpmg.com)



**Dr. Andreas Tschöpel**  
Partner

Klingelhöferstraße 18  
10785 Berlin  
T +49 30 2068-1488  
[atschoepel@kpmg.com](mailto:atschoepel@kpmg.com)

[kpmg.com/socialmedia](https://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.

© 2023 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.