

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 42. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen in Bezug auf die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Zunächst stellen wir den im März 2024 vom IASB veröffentlichten Exposure Draft bezüglich geplanter Änderungen des IFRS 3 und des IAS 36 vor. Die Änderungen des IFRS 3 beziehen sich im Wesentlichen auf erweiterte Angabepflichten bei Unternehmenszusammenschlüssen. Im Hinblick auf den IAS 36 sieht der Entwurf vor allem Vereinfachungen bei der Bestimmung des Value in Use und Konkretisierungen bezüglich der Goodwill-Allokation vor.

Der zweite Beitrag setzt die Themenstellungen rund um die Bewertungen im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen fort. Gegenstand des nunmehr vorliegenden Beitrags ist die Vorgehensweise zur Ermittlung des Zeitwerts unterschiedlich ausgestalteter Mitarbeiterbeteiligungsprogramme. Die hierbei zur Anwendung kommenden finanzmathematischen Bewertungsmethoden umfassen das Black-Scholes-Merton-Modell, das Binomialmodell sowie die Monte-Carlo-Simulation.

Abschließend befassen wir uns mit der IRR-Analyse und der WARA-Analyse. Im Kontext einer Purchase Price Allocation (PPA) werden regelmäßig zur Verifizierung der bei der Bewertung angewendeten Kapitalkosten und zur Plausibilisierung des Gesamtbilds eine IRR-Analyse sowie eine WARA-Analyse durchgeführt. Als Ergebnis dieser Analysen können sich nicht nur Auswirkungen auf die im Rahmen der PPA

Inhalt

1

Business Combinations und Goodwill Impairment Test –
Überblick über die geplanten Änderungen im IFRS 3 und im IAS 36
Seite 2

2

Bewertung im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (Teil II) –
Beizulegender Zeitwert bei unterschiedlich ausgestalteten Programmen
Seite 5

3

IRR-Analyse und WARA-Analyse –
Instrumente zur Plausibilisierung einer Kaufpreisallokation
Seite 9

verwendeten Kapitalkosten ergeben; möglicherweise sind auch die Zahlungsströme anzupassen.

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

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

Business Combinations und Goodwill Impairment Test

Überblick über die geplanten Änderungen im IFRS 3 und im IAS 36



Im März 2024 hat das IASB einen Exposure Draft bezüglich geplanter Änderungen des IFRS 3 und des IAS 36 veröffentlicht. Die Änderungen des IFRS 3 beziehen sich im Wesentlichen auf erweiterte Angabepflichten bei Unternehmenszusammenschlüssen. Bezüglich des IAS 36 sieht der Entwurf vor allem Vereinfachungen bei der Bestimmung des Value in Use und Konkretisierungen bezüglich der Goodwill-Allokation vor.

Entstehung des IFRS 3

Die Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen erfolgt gemäß den Vorschriften des Rechnungslegungsstandards IFRS 3, der den Ansatz und die Bewertung von erworbenen Vermögenswerten und Schulden sowie des Geschäfts- oder Firmenwerts (Goodwill) und die entsprechenden Offenlegungspflichten regelt. Der Standard wurde 2008 unter anderem hinsichtlich der Erfassung des Geschäfts- oder Firmenwerts, der Behandlung von Verbindlichkeiten und der Erfassung von nicht beherrschten Anteilen an Tochtergesellschaften überarbeitet.

In den Jahren 2013 bis 2015 hat das International Accounting Standards Board (IASB) einen sogenannten Post Implementation Review (PIR) durchgeführt. Ziel war die Beurteilung, ob die Vorschriften des IFRS 3 die Bilanzierung und Finanzberichterstattung von Unternehmenszusammenschlüssen verbessert haben. Wesentliche Kritikpunkte, die im Rahmen des PIR geäußert wurden, betrafen fehlende Transparenz für die Beurteilung des Erfolgs einer Transaktion, eine zu spät beziehungsweise in nicht ausreichendem Umfang vorgenommene Wertminderung von Geschäfts- oder Firmenwerten sowie komplexe und kostenintensive Regeln zur Durchführung von Wertminderungstests gemäß IAS 36. Im Rahmen des PIR hat das IASB verschiedene Aspekte für Verbesserungen identifiziert, die im Ergebnis im Entwurf vom 14. März 2024 seitens des IASB zu Änderungen des IFRS 3 und des IAS 36 veröffentlicht wurden. Die Frist für mögliche Rückmeldungen zu den Vorschlägen des IASB endete am 15. Juli 2024.

Vorgeschlagene Änderungen an IFRS 3

Der Exposure Draft sieht abgestufte Angabepflichten in Abhängigkeit von der Bedeutung eines Unternehmenszusammenschlusses vor.

Alle Unternehmenszusammenschlüsse

Für alle wesentlichen Unternehmenszusammenschlüsse sollen Angaben zu den strategischen Beweggründen der Akquisition gemacht werden. Zudem sollen die Synergieerwartungen beschrieben werden. Hierbei sind die erwarteten Synergien pro Kategorie (zum Beispiel Umsatz- und Kostensynergien) und die damit verbundenen Kosten für die Realisierung jeweils als Betrag oder Bandbreite von Beträgen zu beziffern. Zudem ist der Zeitraum, in dem die Synergien realisiert werden sollen, anzugeben.

Außerdem sollen künftig für jede Gruppe von erworbenen Vermögenswerten und übernommenen Schulden die zum Erwerbszeitpunkt erfassten Beträge angegeben werden. Bisher war die Angabe nur für die Hauptgruppen vorgesehen.

Strategische Unternehmenszusammenschlüsse

Für strategische Unternehmenszusammenschlüsse sieht der Exposure Draft erweiterte Angabepflichten vor.

Eine strategische Akquisition liegt vor, wenn eines der folgenden Kriterien erfüllt ist:

- Der Umsatz oder das operative Ergebnis des Akquisitionsobjekts beträgt mindestens zehn Prozent des konsolidierten Umsatzes beziehungsweise des operativen Ergebnisses des Erwerbers; oder
- die Vermögenswerte (inklusive Geschäfts- oder Firmenwert) des Akquisitionsobjekts betragen mindestens zehn Prozent der konsolidierten Vermögenswerte des Erwerbers; oder
- durch den Unternehmenszusammenschluss wird ein neuer Geschäftszweig oder eine neue geografische Region erschlossen.

Für strategische Akquisitionen sollen in der Berichtsperiode des Unternehmenszusammenschlusses die Ziele und die damit verbundenen Zielgrößen benannt werden. Die Zielgrößen sind als konkreter Betrag oder als Bandbreite zu spezifizieren. In mindestens den beiden folgenden Berichtsperioden soll offengelegt werden, inwiefern die festgelegten Ziele und Zielgrößen erreicht wurden. Sofern seitens des Managements keine Überprüfung der Ziele in den Folgeperioden erfolgt oder die Überprüfung vor dem Ende der zweiten Berichtsperiode nach dem Erwerb beendet wird, sind hierfür die Gründe zu erläutern. Für den Fall, dass die relevanten Informationen für die Zielerreichung dennoch vorliegen, sind diese anzugeben.

Befreiung von Angabepflichten

Gemäß dem Exposure Draft ist eine Befreiung von der Angabe der erwarteten Synergien, der Ziele und Zielgrößen eines Unternehmenszusammenschlusses und der Darlegung der Zielerreichung grundsätzlich möglich, wenn ein Unternehmen ernsthafte negative Auswirkungen auf den Erfolg des Zusammenschlusses durch die Offenlegung erwartet. Allerdings muss das Unternehmen in diesem Fall die Gründe hierfür nachvollziehbar darlegen können. Generelle Wettbewerbsnachteile oder unvorteilhafte Effekte an den Kapitalmärkten sind ausdrücklich keine Gründe für eine Befreiung. Zudem sollten Unternehmen zunächst prüfen, ob durch eine andere Art und Weise der Darstellung die negativen Auswirkungen vermieden werden können.

Wegfallende Angabepflichten

Neben den oben genannten weiteren Angabepflichten hat das IASB bestehende Erläuterungspflichten identifiziert, die zukünftig nicht mehr offengelegt werden müssen. So sind die detaillierten Angaben zu erworbenen Forderungen und auch die separate Angabe von Anpassungen des Geschäfts- oder Firmenwerts aufgrund nachträglich erfasster aktiver latenter Steuern innerhalb der Überleitungsrechnung für den Buchwert des Goodwills nicht mehr

erforderlich. Auch in einer Berichtsperiode erzielte Gewinne oder Verluste bezüglich erworbener Vermögenswerte oder Schulden brauchen künftig nicht mehr erläutert werden.

Fazit und Ausblick

Insbesondere die geplante Offenlegung der erwarteten Synergien und im Falle von strategischen Unternehmenszusammenschlüssen die Benennung von konkreten Zielen setzt deren Quantifizierung voraus. Diesbezügliche Analysen sind somit zukünftig verstärkt im Transaktionsprozess zu verankern. Zudem sind in den Unternehmen, Strukturen und Prozesse zur Überprüfung der Ziele zu entwickeln.

Vorgeschlagene Änderungen des IAS 36

Der Exposure Draft des IASB sieht ebenso Änderungen in IAS 36 (Wertminderung von Vermögenswerten) vor.

Ermittlung des Nutzungswerts

Bislang waren bei der Berechnung des Nutzungswerts (Value in Use) Effekte aus Restrukturierungen, zu denen sich ein Unternehmen noch nicht verpflichtet hat, sowie Effekte aus Erweiterungsinvestitionen in der Cashflow-Planung zu eliminieren. Zukünftig soll die Eliminierung dieser Effekte bei der Berechnung des Nutzungswerts nicht mehr erforderlich sein.

Zudem soll zukünftig die Pflicht zur Diskontierung von Cashflows auf einer Vorsteuerbasis mit einem Vorsteuer-Kapitalkostensatz aufgehoben werden. Neben der Vorsteuerbasis sollen zukünftig auch Nachsteuer-Cashflows mit einem Nachsteuer-Kapitalkostensatz diskontiert werden können. Es ist dabei anzugeben, welches Verfahren verwendet wurde.

Goodwill-Allokation

Das IASB hat zwei Gründe dafür identifiziert, dass Wertberichtigungen aufgrund von Werthaltigkeitstests (Impairment-Test) zu spät durchgeführt und damit im Geschäftsbericht ausgewiesen werden:

- Cash Generating Units (CGUs) für den Goodwill Impairment Test entsprechen häufig den Segmenten, wodurch Verluste einer erworbenen Geschäftseinheit mit stillen Reserven bereits vorhandener Geschäftseinheiten verrechnet werden (sogenanntes Shielding),
- zu optimistische Zukunftserwartungen des Managements und daraus resultierend zu optimistische Planannahmen werden dem Werthaltigkeitstest zugrunde gelegt.

Zur Reduktion des Shielding-Effekts soll die bestehende Ausführung in IAS 36 zur Allokation des

Goodwills auf CGUs präzisiert werden. Der Vorschlag sieht ergänzend zu den bisherigen Regelungen ein zweistufiges Vorgehen vor. Im ersten Schritt sind alle CGUs beziehungsweise CGU-Gruppen zu identifizieren, auf die Synergien entfallen. Im zweiten Schritt ist innerhalb dieser CGUs beziehungsweise CGU-Gruppen die niedrigste Ebene zu bestimmen, auf der regelmäßig Finanzinformationen erhoben und durch das Management überwacht werden. Der Impairment-Test muss auf der niedrigsten Ebene erfolgen, die diese Bedingung erfüllt. Das Management muss dabei sicherstellen, dass die identifizierte Ebene nicht größer als ein operatives Geschäftssegment ist. Neben der Präzisierung des Vorgehens zur Zuweisung des Geschäfts- oder Firmenwerts soll zudem in Zukunft im Rahmen der Segmentberichterstattung angegeben werden, in welchem Segment sich CGUs befinden, denen ein Geschäfts- oder Firmenwert zugewiesen wurde.

Fazit und Ausblick

Der Wegfall der Einschränkungen bei der Ableitung des Nutzungswerts wird den Aufwand der Bilanzierung verringern. Das bisherige Vorgehen, insbesondere die Abgrenzung von Restrukturierungen und Erweiterungsinvestitionen, war in der Praxis häufig aufwendig und unterlag großen Ermessensspielräumen. Die Durchführung des Impairment-Tests hinsichtlich des Geschäfts- oder Firmenwerts auf

Segmentebene ist zwar weiterhin möglich, wird jedoch durch die Präzisierung der CGU-Ebenen erschwert.

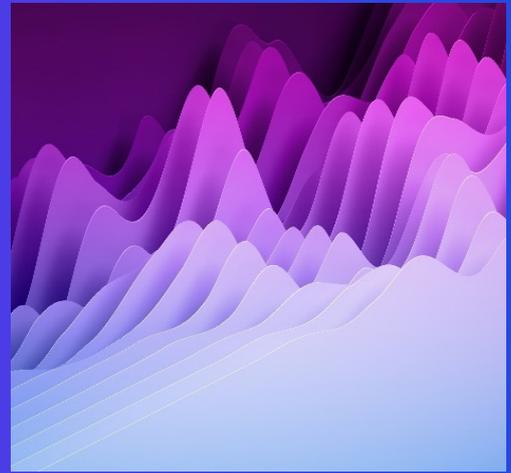
Zusammenfassung

Mit den Verbesserungsvorschlägen zu IFRS 3 und IAS 36 reagiert das IASB auf das Feedback des PIR zum IFRS 3. Dem Wunsch der Investoren, zielführendere Informationen zur Erfolgsbewertung einer Akquisition in den Anhang aufzunehmen, kommt das IASB mit den erläuterten Anpassungen nach. Bilanzierende Unternehmen müssen sich insbesondere im Kontext der neuen Angaben zu Synergien und gegebenenfalls zu Zielen eines Unternehmenszusammenschlusses auf neue Anforderungen einstellen. Dem Verfahren zur Berechnung des Nutzungswerts wird hingegen Komplexität genommen. Inwiefern die Nachschärfungen der Regelungen zur Allokation des Geschäfts- oder Firmenwerts auf eine CGU dazu führen, dass Wertberichtigungen früher ausgewiesen werden, ist indes fraglich. Der Standard wurde hier nicht neu ausgerichtet, sondern lediglich präzisiert.

Das IASB wird in einem nächsten Schritt die Kommentare und sonstigen Rückmeldungen zu den Vorschlägen im Exposure Draft prüfen und dann entscheiden, ob und in welcher Form die vorgeschlagenen Änderungen veröffentlicht werden sollen.

Bewertung im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (Teil II)

Beizulegender Zeitwert bei unterschiedlich ausgestalteten Programmen



In Deutschland ist ein Aufwärtstrend bei der Implementierung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen zu beobachten. Die Bandbreite der Beteiligungsformen reicht von direkten Anteilen über Anteilsoptionen bis hin zu komplexeren Modellen. Diese Programme zielen darauf ab, die Interessen von Mitarbeitenden und Anteilseignern zu vereinen und bieten eine attraktive Alternative zu etablierten Gehaltsangeboten in wettbewerbsintensiven Branchen. Je nach Programmbedingungen entsteht ein Anspruch mittels Aktien oder in bar. Die Bilanzierung in Konzernabschlüssen nach internationalen Rechnungslegungsstandards richtet sich nach den detaillierten Vorgaben des IFRS 2. Die Ermittlung des Zeitwerts von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erfordert regelmäßige zukunftsgerichtete Einschätzungen und spezifische Bewertungsmethoden. In der letzten Ausgabe haben wir die Ermittlung des dem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm unterliegenden Eigenkapitals („Underlying“) vorgestellt. Die Vorgehensweise zur Ermittlung des Zeitwerts unterschiedlich ausgestalteter Mitarbeiterbeteiligungsprogramme ist Gegenstand dieses Beitrags. Bekannte finanzmathematische Bewertungsmethoden umfassen dabei das Black-Scholes-Merton-Modell, das Binomialmodell sowie die Monte-Carlo-Simulation, welche je nach vertraglicher Ausgestaltung auf die Bewertung des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms maßgeschneidert angewendet werden können.

Bewertungsansätze für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme sind ein wesentliches Instrument zur Motivation und Bindung von Mitarbeitenden. Sie ermöglichen den Begünstigten, am Erfolg des Unternehmens teilzuhaben. Zur Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts bedarf es einer sorgfältigen Analyse der Vertragsgrundlagen und des Datengerüsts. Grundsätzlich folgt die Bewertung zwei Hauptansätzen: dem finanzmathematischen und dem marktbasieren Ansatz.

Die Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen anhand eines finanzmathematischen Ansatzes richtet sich je nach vertraglicher Ausgestaltung nach finanzmathematischen Methoden wie dem Black-Scholes-Merton-Modell, dem Binomialmodell oder einer Monte-Carlo-Simulation, welche allesamt den risikoneutralen Erwartungswert eines kapitalwertorientierten Modells bestimmen. Der finanzmathematische Ansatz berücksichtigt unterschiedliche Einflussgrößen wie den aktuellen Börsenkurs

beziehungsweise des Underlying (siehe Teil I in der 41. Ausgabe) und dessen erwartete Volatilität, die erwartete Laufzeit beziehungsweise die Haltedauer von der Zuteilung bis zur Ausübung der Optionen und den erwarteten risikofreien Zinssatz. Diese Modelle sind besonders geeignet, um den beizulegenden Zeitwert und die damit verbundenen Risiken und Chancen der Optionen zu quantifizieren.

Der marktbasierter Ansatz zur Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen findet in der Praxis selten Anwendung, da oft die notwendigen marktüblichen Daten fehlen oder eine direkte Vergleichbarkeit nicht gewährleistet werden kann. Folglich werden auch in der Bewertungspraxis in der Regel finanzmathematische Modelle eingesetzt, um eine präzise und fundierte Bewertung des beizulegenden Zeitwerts zu ermöglichen.

Vertragliche Ausgestaltung

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, sowohl in Form von Barausgleich als auch Unternehmensanteilen,

haben spezifische Charakteristiken, die sie für Unternehmen und Mitarbeitende attraktiv machen. Bezüglich der Bewertungsmethode spielt es jedoch eine untergeordnete Rolle, ob der Ausgleich in bar oder in Aktien erfolgt. Bewertungsrelevant hingegen ist die unterschiedliche vertragliche Ausgestaltung. Dabei unterscheidet man insbesondere „Plain Vanilla“-Optionen und solche mit spezifischen Leistungsbedingungen/-zielen (auch Performance-Konditionen).

Plain-Vanilla-Optionen stellen dabei die einfachste Form der Ausgestaltung dar. Sie räumen dem oder der Begünstigten das Recht ein, als Gegenleistung für die Erbringung von Diensten (während der Vesting- oder Erdienungsperiode) einen Ausgleich (Payout) in bar oder in Aktien zu einem vorab festgelegten Preis (Ausübungspreis) zu erwerben. Diese Optionen haben in der Regel eine festgelegte Laufzeit. Die Vesting-Periode ist meist zeitbasiert und setzt voraus, dass der oder die Begünstigte für einen festgelegten Zeitraum im Unternehmen verbleibt, bevor ein Ausgleich erfolgen kann. Der Ausübungspreis ist grundsätzlich fixiert und wird üblicherweise zum Zeitpunkt der Gewährung bestimmt.

Optionen mit Performance-Konditionen sind an spezifische Leistungsziele geknüpft, die erreicht werden müssen, bevor die Optionen ausgeübt werden können. Diese Ziele können sich auf individuelle, teambasierte oder unternehmensweite Leistungsindikatoren beziehen. Die Ziele können vielfältig ausgestaltet sein und grundsätzlich in marktbasierter und nicht marktbasierter Leistungsbedingungen kategorisiert werden.

Programme mit marktbasierter Leistungsbedingungen knüpfen die Vergabe von Aktien (oder einem Barausgleich) an die Erreichung bestimmter marktbezogener Ziele. Diese Ziele können eigene Aktienkursziele, die relative Performance des Aktienkurses im Vergleich zu einem Benchmark-Index oder die Aktienkurse von Wettbewerbern umfassen. Nichtmarktbasierter Leistungsbedingungen beziehen sich auf unternehmensinterne Ziele wie Umsatzwachstum, Gewinnsteigerung oder Erreichung spezifischer Projektziele (zum Beispiel ESG).

Je nach Ausgestaltung des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms kann sowohl der angestrebte Ausgleich als auch die Vesting-Periode an die Leistungsbedingungen geknüpft sein. Die Vesting-Periode kann sowohl zeit- als auch leistungsorientiert strukturiert sein, zum Beispiel, wenn die Optionen erst nach Erreichen der festgelegten Ziele und nach Ablauf der erforderlichen Zeit verfügbar werden.

Beide Arten von Optionen haben ihre Vor- und Nachteile und die Entscheidung bei Gewährung hängt von den spezifischen Zielen des Unternehmens, der gewünschten Mitarbeiterbindung und der Unternehmenskultur ab. Plain-Vanilla-Optionen

bieten Einfachheit und Vorhersehbarkeit, während Optionen mit Performance-Konditionen eine stärkere Ausrichtung auf Unternehmensziele und möglicherweise eine höhere Motivation bieten.

Unabhängig davon ist zur Abbildung des beizulegenden Zeitwerts ein klares Verständnis der vertraglichen Ausgestaltung von zentraler Bedeutung. Dieses ist Grundvoraussetzung, um alle Nuancen und Anreize angemessen in der Bewertungsmethodik abbilden zu können.

Bewertungsmethoden

Bekanntere Bewertungsmethoden umfassen das Black-Scholes-Merton-Modell, das Binomialmodell sowie die Monte-Carlo-Simulation, welche je nach vertraglicher Ausgestaltung auf die Bewertung des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms maßgeschneidert angewendet werden können. Die Wahl des geeigneten Modells zur Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms hängt im Wesentlichen von den spezifischen (vertraglichen) Merkmalen der Optionen und den gewünschten Genauigkeits- und Flexibilitätsanforderungen ab.

Bewertung von Plain-Vanilla-Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen

Für die Bewertung von Plain-Vanilla-Aktioptionen führen grundsätzlich alle drei der oben genannten Bewertungsmethoden unter Voraussetzung gleicher Annahmen (zum Beispiel Ausübung zu einem bestimmten Zeitpunkt) und Einflussgrößen (zum Beispiel erwartete Volatilität) zum selben Bewertungsergebnis. In der Bewertungspraxis hat sich das Black-Scholes-Merton-Modell für die Bewertung von Plain-Vanilla-Aktioptionen etabliert. Es ist bekannt für seine analytische Einfachheit und wird häufig zur Bewertung von Standard-Call- und Put-Optionen eingesetzt. Das Black-Scholes-Merton-Modell basiert auf mehreren Annahmen und mathematischen Gleichungen zur Bestimmung des theoretischen Preises einer Option. Die zentrale Black-Scholes-Differentialgleichung wird verwendet, um den Optionspreis zu berechnen. Sie bietet eine robuste Grundlage und lässt sich leicht um spezifische Merkmale und Bedingungen (zum Beispiel der Berücksichtigung von Caps) erweitern.

Das Black-Scholes-Merton-Modell findet insbesondere zur Bewertung sogenannter europäischer Optionen Anwendung, die nur zu einem bestimmten Zeitpunkt ausgeübt werden können, das heißt eine frühzeitige Ausübung aufgrund für den Begünstigten oder die Begünstigte ökonomisch vorteilhafter Gegebenheiten ist nicht möglich. Das Modell liefert eine geschlossene Formellösung für den Optionspreis. Einflussgrößen sind der aktuelle Marktpreis der Aktie, der vertraglich geregelte Ausübungspreis, die erwartete Haltedauer, die erwartete Volatilität, der erwartete risikolose Zinssatz und die erwartete Dividendenrendite – „erwartet“ in dem

Sinne, dass sie eine Einschätzung der Parameter über die Haltedauer der Option beinhalten. Dies hat zur Folge, dass die erwartete Volatilität und der erwartete risikofreie Zinssatz über die Laufzeit konstant sind. Eine konstante erwartete Dividendenrendite kann im Bewertungsmodell berücksichtigt werden, wobei das Modell für Aktien ohne Dividenden am einfachsten anzuwenden ist.

Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen mit Leistungskriterien

Die Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen kann komplex sein, wenn diese unterschiedlich konzipierte Merkmale aufweisen. Für die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts von Aktienoptionen mit Leistungsbedingungen wird daher oftmals das Binomialmodell oder eine Monte-Carlo-Simulation herangezogen.

Das Binomialmodell, auch bekannt als das Cox-Ross-Rubinstein-Modell, ist eine diskrete Methode zur Bewertung von Optionen. Es basiert auf der Annahme, dass der Preis des zugrunde liegenden Vermögenswerts (das Underlying) über die Zeit in diskreten Intervallen entweder um einen bestimmten Faktor steigt oder fällt.

Bewertungsparameter und Einflussgrößen sind grundsätzlich dieselben wie in der Bewertung mittels des Black-Scholes-Merton-Modells mit dem Unterschied, dass das Binomialmodell die Gesamtlaufzeit (anstelle der erwarteten Haltedauer) der Option berücksichtigt. Dies hat den Vorteil, dass die ökonomische Vorteilhaftigkeit einer Ausübung zu einem nicht festgelegten Zeitpunkt berücksichtigt werden kann.

Im ersten Schritt wird ein Preisbaum durch eine Serie von Auf- und Ab-Bewegungen erstellt, wobei jede Periode zwei mögliche Bewegungen unter Berücksichtigung risikoneutraler Wahrscheinlichkeiten, entweder „Up“ oder „Down“, betrachtet. Somit wird für jeden Knoten im Binomialbaum ein neuer (zukünftig möglicher) Wert für das Underlying ermittelt. Die Größenordnung der „Up“- und „Down“-Bewegungen werden pro Schritt (Knoten) durch die Einflussgrößen erwartete Volatilität und risikofreier Zinssatz bestimmt. Am Ende des Baumes werden die Optionswerte basierend auf dem Ausübungspreis, den Aktienpreisen und/oder im Vergleich mit den vertraglich ausgestalteten Leistungskriterien ermittelt und via Rückwärtsinduktion an jedem Knoten als der risikoneutrale diskontierte Erwartungswert der nachfolgenden Knoten berechnet.

Während das Binomialmodell grundsätzlich in der modelltechnischen Umsetzung aufwendiger als das Black-Scholes-Merton-Modell ist, bietet es eine detaillierte und flexible Methode zur Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, die viele der vertraglichen Eigenschaften, insbesondere die Möglichkeit der Einbeziehung von vorzeitiger Ausübung

bei unbestimmten erwarteten Haltedauern, berücksichtigt werden kann.

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme mit Marktkonditionen beinhalten Leistungsbedingungen, die an externe Marktparameter gebunden sind. Diese Programme sollen die Interessen der Mitarbeitenden mit denen der Unternehmenseigner in Einklang bringen, indem sie Belohnungen an die Marktperformance koppeln. Typische Beispiele von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen mit marktbasierenden Leistungsbedingungen umfassen den Total Shareholder Return, wobei die Aktienrendite des Unternehmens (einschließlich Dividenden) im Vergleich zu einem Benchmark-Index oder einer Gruppe von Vergleichsunternehmen steht, oder relative Leistungskennzahlen, bei denen Kennzahlen (wie die Aktienkursentwicklung) im Vergleich zu einem Marktindex oder der Performance von Vergleichsunternehmen beziehungsweise -gruppen im Vordergrund steht. Auch können Leistungsbedingungen die anfängliche Anzahl der Optionen bestimmen. Somit kann sich die Anzahl an vergebenen Aktienoptionen basierend auf dem Erreichen oder Übertreffen der Marktkonditionen anpassen.

In der Bewertungspraxis ist die Monte-Carlo-Simulation eine bevorzugte Methode zur Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, welche markt-basierte Leistungsbedingungen beinhalten. Sie erlaubt aufgrund ihrer Flexibilität, komplexe Szenarien und Pfadabhängigkeiten zu modellieren. Hierzu wird im ersten Schritt eine angemessene Anzahl an Aktienkurswegen mittels eines stochastischen Prozesses, typischerweise geometrische Brownsche Bewegung, simuliert, um zahlreiche potenzielle zukünftige Aktienkurswege sowohl für das Unternehmen als auch für den Benchmark-Index zu erhalten. Dabei enthält die Simulation potenzieller zukünftiger Aktienkurswege grundsätzlich eine standardnormalverteilte Zufallsvariable. Pro Aktienkursweg wird nachfolgend der sogenannte zukünftige Payout analog der vertraglichen Ausgestaltung pro simuliertem Pfad ermittelt. Diese Payouts werden im nächsten Schritt mit dem risikolosen Zinssatz zum Bewertungsstichtag abgezinst. Der beizulegende Zeitwert des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms ergibt sich aus dem Durchschnitt aller abgezinsten Payouts.

Die Monte-Carlo-Simulation kann aufgrund einer großen Anzahl an Simulationen die Rechendauer erheblich beeinflussen. Grundsätzlich richtet sich die Anzahl an Simulationen nach der Statistik des Payouts. In einem Plain-Vanilla-Umfeld erhält man Konvergenz zwischen Black-Scholes-Merton-, Binomialmodell und Monte-Carlo-Simulation bei zirka 100.000 Simulationen. Dennoch ist die Monte-Carlo-Simulation in diesem Kontext aufgrund ihrer Flexibilität im Umgang mit mehreren Variablen, vertraglicher Bedingungen, komplexer Ausübungsstrategien und Pfadabhängigkeiten ein leistungsstarkes Werkzeug. Es gibt kaum ein Programm, welches nicht

über eine Monte-Carlo-Simulation bewertet werden kann, da nahezu alle Arten von Bedingungen und Annahmen in der Modellierung berücksichtigt werden können.

Fazit

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme sind ein zentrales Instrument zur Motivation und Bindung von Mitarbeitenden, indem sie ihnen die Möglichkeit bieten, am Unternehmenserfolg teilzuhaben. Die Bewertung dieser Programme zum Beispiel für Zwecke der Rechnungslegung erfordert eine detaillierte Analyse und ein tiefes Verständnis der vertraglichen Ausgestaltung, um alle relevanten Nuancen und Anreize korrekt abzubilden. In der Bewertungspraxis wird in den meisten Fällen mithilfe eines finanzmathematischen Modells bewertet.

Finanzmathematische Modelle wie das Black-Scholes-Merton-Modell, das Binomialmodell und die

Monte-Carlo-Simulation sind die bevorzugten Methoden zur Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Diese Modelle berücksichtigen eine Vielzahl von Einflussgrößen wie zum Beispiel den aktuellen Börsenkurs, die erwartete Volatilität der Aktie, die Laufzeit der Optionen und den risikofreien Zinssatz, um den beizulegenden Zeitwert der Optionen zu bestimmen. Sie sind besonders geeignet, um die mit den Optionen verbundenen Risiken und Chancen zu quantifizieren.

Die Wahl der Bewertungsmethode hängt von der spezifisch vertraglich vereinbarten Struktur des Beteiligungsprogramms und den verfügbaren Daten ab. Programme können in ihrer Struktur variieren, insbesondere zwischen „Plain Vanilla“-Optionen, die eine einfache und vorhersehbare Struktur bieten, und solchen mit spezifischen markt- und nicht-marktbasierten Leistungsbedingungen, die eine stärkere Ausrichtung auf Unternehmensziele ermöglichen.

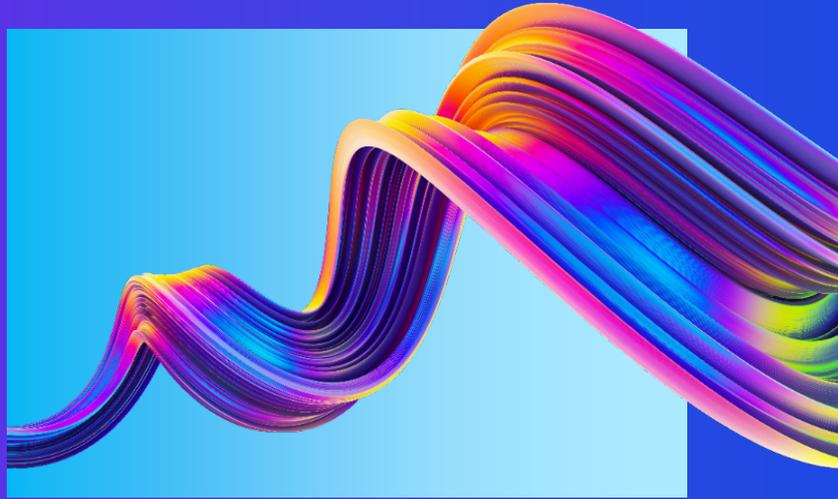
Abbildung 1: Zusammenfassung der Bewertungsmethoden

	Black-Scholes-Merton-Modell	Binomialmodell	Monte-Carlo-Simulation
Optionstyp	Europäisch	Amerikanisch und europäisch	Amerikanisch und europäisch
Komplexität	Gering	Mittel	Hoch
Rechenleistung	Gering	Mittel	Hoch
Frühzeitige Ausübung	Wird nicht berücksichtigt	Wird berücksichtigt	Wird berücksichtigt
Flexibilität	Gering	Mittel	Hoch
Genauigkeit	Hoch (bei idealen Bedingungen)	Hoch (bei angemessener Anzahl an Schritten)	Hoch (bei angemessener Anzahl an Simulationen)

Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

IRR-Analyse und WARA-Analyse

Instrumente zur Plausibilisierung einer Kaufpreisallokation



Im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses ist gemäß IFRS 3 der gezahlte Kaufpreis im Konzernabschluss auf die erworbenen Vermögenswerte und übernommene Schulden aufzuteilen (Kaufpreisallokation oder Purchase Price Allocation, PPA). Dabei sind die erworbenen Vermögenswerte und übernommenen Schulden mit ihren beizulegenden Zeitwerten gemäß IFRS 13 (Fair Values) anzusetzen. Im Kontext einer PPA werden regelmäßig zur Verifizierung der bei der Bewertung angewendeten Kapitalkosten und zur Plausibilisierung des Gesamtbilds eine sogenannte Internal-Rate-of-Return(IRR)-Analyse sowie eine Weighted-Average-Return-on-Assets(WARA)-Analyse durchgeführt. Bei der IRR-Analyse wird die interne Verzinsung des Erwerbs (Internal Rate of Return) den gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens aus Marktsicht (Weighted Average Cost of Capital, WACC) gegenübergestellt. Bei der WARA-Analyse wird der WARA als Summe der gewichteten vermögenswertespezifischen Renditeerwartungen der Vermögenswerte mit dem WACC des erworbenen Unternehmens aus Marktsicht (oder alternativ der IRR) gleichgesetzt. Die absolute Höhe und das Verhältnis der einzelnen vermögenswertespezifischen Kapitalkosten zueinander soll Aufschluss über die Plausibilität der Ergebnisse der PPA geben.

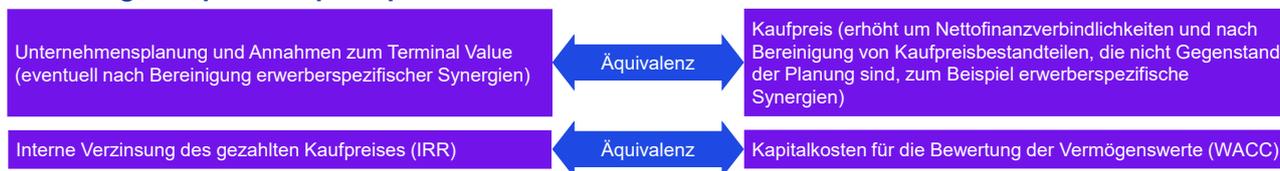
Kaufpreisallokation und Ableitung beizulegender Zeitwerte

Im Rahmen einer PPA für Zwecke der Bilanzierung eines Unternehmenszusammenschlusses wird gemäß IFRS 3 der gezahlte Kaufpreis im Konzernabschluss auf die erworbenen Vermögenswerte und übernommenen Schulden aufgeteilt. Unter Berücksichtigung des IFRS 13 sind dazu die beizulegenden Zeitwerte der erworbenen Vermögenswerte und übernommenen Schulden zu bestimmen. Der beizulegende Zeitwert wird als „der Preis definiert, der bei einem gewöhnlichen Geschäftsvorfall zwischen Marktteilnehmern am Bewertungsstichtag für den Verkauf eines Vermögenswerts erzielt oder bei der Übertragung einer Schuld gezahlt würde“ (IFRS 13.9). Die Residualgröße aus Kaufpreis und beizulegenden Zeitwerten der erworbenen Vermögenswerte und übernommenen Schulden (unter Berücksichtigung latenter Steuern) stellt den Geschäfts- oder Firmenwert dar.

Die beizulegenden Zeitwerte der erworbenen Vermögenswerte (vor allem der immateriellen Vermögenswerte) werden regelmäßig auf Basis des kapitalwertorientierten Ansatzes unter Zugrundelegung der Unternehmensplanung für das erworbene Unternehmen bestimmt. Bei der Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts eines Vermögenswerts (oder einer Schuld) müssen die Annahmen berücksichtigt werden, die Marktteilnehmer zugrunde legen würden, wenn diese „in ihrem wirtschaftlich besten Interesse“ handeln würden (IFRS 13.22).

Gemäß der Forderung des IFRS 13 stellt sich die Frage, ob eine vorliegende Unternehmensplanung eine geeignete Grundlage zur Ableitung der beizulegenden Zeitwerte ist und die Markterwartungen reflektiert. Dies bedeutet, dass die Planungsannahmen aus der Perspektive eines typisierten Marktteilnehmers festzulegen sind und keine vom Erwerber erwarteten spezifischen Synergien einschließen. Letztere sollten stattdessen – sofern sie im Rahmen des Kaufpreises vergütet wurden – im Geschäfts- oder Firmenwert aufgehen.

Abbildung 1: Äquivalenzprinzipien im Rahmen der PPA



Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

Folglich sind im Rahmen der Bewertung der erworbenen Vermögenswerte nur solche Synergien zu berücksichtigen, welche jeder Marktteilnehmer realisieren könnte. Dabei ist es unerheblich, ob diese Synergieeffekte auf Ebene des erworbenen Unternehmens oder auf Ebene des Erwerbers entstehen. Erwerberspezifische Synergien sind im Rahmen der Bewertung der erworbenen Vermögenswerte entsprechend zu bereinigen.

Zur Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts eines Vermögenswerts sind die sich aus der Planungsrechnung abgeleiteten vermögenswertspezifischen Cashflows, die beispielsweise nach der Lizenzpreisanalogiemethode oder der Residualwertmethode bestimmt wurden, mit dem WACC zu diskontieren.

IRR-Analyse

Grundlage der IRR-Analyse sind die der finalen Kaufentscheidung zugrunde liegende Unternehmensplanung und, sofern verfügbar, Annahmen zur ewigen Rente (Terminal Value) sowie die Anschaffungskosten, die auch als übertragene Gegenleistung (Consideration Transferred oder vereinfacht Kaufpreis) bezeichnet werden. Bei der IRR-Analyse wird die interne Verzinsung des Erwerbs (IRR) den gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens aus Marktsicht (WACC) gegenübergestellt. Voraussetzung einer sinnhaften IRR-Bestimmung ist die Äquivalenz zwischen der Unternehmensplanung (ergänzt um Annahmen zum Terminal Value) und dem Kaufpreis (siehe Abbildung 1).

Ausgangspunkt ist die Unternehmensplanung (idealerweise ergänzt um Annahmen zum Terminal Value), die der Bestimmung der übertragenen Gegenleistung zugrunde gelegen hat. Häufig existieren mehrere Planungen, zum Beispiel die vom Verkäufer ursprünglich zur Verfügung gestellte Planung,

die vom Erwerber selbstständig aufgestellte Planung und/oder eine oder mehrere Versionen dieser Planungen aus dem Transaktionsprozess (mit oder ohne Synergien). Nicht immer sind die Synergien in der Planungsrechnung transparent dargestellt. Sofern erwerberspezifische Synergien vergütet wurden, ist dieses Kaufpreiselement im Rahmen der IRR-Analyse aus Äquivalenzgründen analog zur Unternehmensplanung im Kaufpreis zu eliminieren. Ebenso ist sicherzustellen, dass neben der Kaufpreiszahlung zum Closing auch mögliche Elemente einer bedingten Kaufpreiszahlung zum beizulegenden Zeitwert und damit äquivalent zu den entsprechenden Annahmen in der Planungsrechnung berücksichtigt werden. Ferner muss sichergestellt werden, dass nicht operative Aktiva und Passiva (wie Überschussliquidität, Schulden, Werteffekt steuerlicher Verlustvorträge oder Sonderwerte wie nicht genutzte Grundstücke und Immobilien) im Rahmen der Überleitung vom Gesamtunternehmenswert auf den Marktwert des Eigenkapitals im Sinne des Kaufpreises sachgerecht korrigiert werden.

Wenn ein Erwerber eine Unternehmensplanung (ergänzt um Annahmen zum Terminal Value) aus der Perspektive eines typisierten Marktteilnehmers erstellen und einen daraus sachgerecht abgeleiteten Kaufpreis bezahlen würde, müssten IRR und WACC sich grundsätzlich entsprechen. Die IRR-Analyse kann demnach Hinweise geben, ob die Äquivalenzprinzipien eingehalten sind und insbesondere ob die Unternehmensplanung Markterwartungen reflektiert. Fallen IRR und WACC auseinander, kann dies darauf hindeuten, dass Anpassungen beim bewertungsrelevanten Zahlungsstrom oder den Kapitalkosten vorzunehmen sind. Die nachfolgende Tabelle (siehe Abbildung 2) zeigt mögliche Interpretationen, je nachdem zu welchem Ergebnis die IRR-Analyse führt.

Abbildung 2: Gegenüberstellung von IRR und WACC

Mögliche Szenarien	Interpretation
IRR = WACC	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensplanung entspricht Markterwartungen Kaufpreis korrespondiert mit Unternehmenswert aus Marktsicht WACC spiegelt das marktspezifische Risiko wider
IRR > WACC	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensplanung enthält erwerberspezifische, nicht bezahlte Synergien oder ist positiv verzerrt Marktwert des Unternehmens übersteigt den Kaufpreis („lucky buy“) WACC spiegelt nicht das marktspezifische Risiko wider („ist zu gering“)
IRR < WACC	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensplanung enthält nicht alle Synergien aus Marktsicht oder ist negativ verzerrt Kaufpreis enthält erwerberspezifische Synergien, die nicht in der Planung abgebildet sind WACC spiegelt nicht das marktspezifische Risiko wider („ist zu hoch“)

Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

Die IRR trägt insoweit zur Gesamtwürdigung einer PPA bei, als die Äquivalenz zwischen der internen Verzinsung des gezahlten Kaufpreises beziehungsweise der übertragenen Gegenleistung bezogen auf die Unternehmensplanung (ergänzt um Annahmen zum Terminal Value) für das erworbene Unternehmen und den auf der Basis von Marktdaten abgeleiteten Kapitalkosten analysiert wird. Somit wird durch den Vergleich der IRR mit dem WACC überprüft, ob die Markterwartungen adäquat abgebildet wurden. Die Annahmen zum Terminal Value, der maßgeblich zum Wert eines Unternehmens beitragen kann, sind daher von großer Bedeutung.

WARA-Analyse

Bei der WARA-Analyse wird der WARA als Summe der gewichteten vermögenswertspezifischen Renditeerwartungen der Vermögenswerte mit dem WACC des erworbenen Unternehmens (oder alternativ der IRR) gleichgesetzt. Die absolute Höhe sowie das Verhältnis der einzelnen vermögenswertspezifischen Kapitalkosten zueinander geben Aufschluss über die Plausibilität der Ergebnisse der PPA. Da die Verzinsung des Geschäfts- oder Firmenwerts als Residuum nicht explizit bestimmbar, sondern vielmehr mittels Zielwertsuche abzuleiten ist, ist sicherzustellen, dass das Ergebnis nicht nur rechnerisch richtig, sondern auch wirtschaftlich plausibel ist. Entsprechend legen unplausible Ergebnisse, wie beispielsweise eine rechnerisch ermittelte geringe Verzinsung des Geschäfts- oder Firmenwerts, der jedoch in den meisten Fällen mit dem höchsten Risiko einhergeht, nahe, die zentralen Planungs- und Bewertungsparameter zu hinterfragen und gegebenenfalls anzupassen.

Zur Berechnung des WARA sind die vermögenswertspezifischen Renditeerwartungen (Kapitalkosten) mit dem Anteil des Neubewerteten Vermögenswerts am Unternehmensgesamtwert zu gewichten. Bei der Bestimmung des Unternehmensgesamtwerts gilt es zu beachten, dass sämtliche operativen Vermögenswerte und Schulden einschließlich nicht bilanzierungsfähiger Vermögenswerte wie etwa der Mitarbeiterstamm (als Teil des Geschäfts- oder Firmenwerts) zu berücksichtigen sind. Darüber hinaus ist sicherzustellen, dass die Vermögenswerte grundsätzlich repräsentativ für ein normales Betriebsniveau sein müssen. Denkbar ist daher die Anpassung des Working Capital auf ein für das Unternehmen repräsentatives Niveau auf Basis einer Marktperspektive. Aus Praktikabilitätsgründen wird hierauf in der Praxis zwar häufig verzichtet. Insbesondere bei unplausiblen Ergebnissen kann eine solche Anpassung aber geboten sein.

Für Zwecke der Plausibilisierungsüberlegungen im Rahmen der PPA werden WARA und WACC annahmegemäß gleichgesetzt. Dahinter steht die Annahme, dass die Renditeforderungen an die Summe der einzelnen Vermögenswerte mit derjenigen der

Kapitalgeber an das gesamte operative Geschäft identisch sein müssen, da sich die Zahlungsströme des Gesamtunternehmens aus seinen einzelnen Vermögenswerten speisen. Eine wesentliche Abweichung von WARA und WACC einerseits und IRR andererseits in der konkreten Anwendung deutet darauf hin, dass die Erwartungen des Erwerbers nicht denen eines Marktteilnehmers entsprechen beziehungsweise die Äquivalenzprinzipien (insbesondere Risikoäquivalenz) verletzt wurden.

Der einzige Vermögenswert, für den keine explizite Renditeforderung existiert, ist der Geschäfts- oder Firmenwert. Die erwartete Verzinsung des Geschäfts- oder Firmenwerts wird als Residualgröße berechnet. Konkret wird die Verzinsung gesucht, die den sich daraus ergebenden WARA in Einklang mit dem WACC bringt. Die eigentliche Kontrollgröße ist die sich ergebende implizite Rendite des Geschäfts- oder Firmenwerts in Relation zu den Renditeforderungen an sämtliche übrige Vermögenswerte. Dabei ist zu berücksichtigen, aus welchen Faktoren der Geschäfts- oder Firmenwert besteht. So ist beispielsweise die Workforce ein notwendiger Bestandteil, dessen Wert im Rahmen einer PPA ermittelt wird. Der Risikogehalt der Workforce dürfte erheblich von dem der ebenfalls im Geschäfts- oder Firmenwert abgebildeten bezahlten Synergien abweichen.

Prinzipiell sollte die Höhe der Kapitalkosten das inhärente Risiko der jeweiligen Vermögenswerte abbilden und der Geschäfts- oder Firmenwert per Definition stets den höchsten Kapitalkostensatz aufweisen. Die Kapitalkosten der anderen Vermögenswerte folgen dann entsprechend ihrem Risiko-profil.

Fazit

WACC-WARA-IRR-Analysen dienen der Plausibilisierung des Gesamtbilds einer PPA. Sie weisen keine spezifischen Fehler aus, können aber Hinweise auf Unplausibilitäten geben. Ein Beispiel für ein konsistentes Zusammenspiel von IRR, WACC und WARA findet sich in Abbildung 3 auf der Folgeseite.

Es gibt keine speziellen Vorschriften zur Durchführung, sodass die Ausgestaltung in der Praxis unterschiedlich sein kann. Unterschiede bestehen beispielsweise bezüglich der Behandlung des steuerbedingten Abschreibungsvorteils (Tax Amortization Benefit, TAB) beziehungsweise der latenten Steuern. Eine Grundvoraussetzung zur Durchführung der WACC-WARA-IRR-Analysen ist die Einhaltung des Äquivalenzprinzips. Nur wenn der Kaufpreis und die Planungsrechnung kongruent zueinander sind, kann auch eine Äquivalenz von WACC-WARA und IRR möglich sein.

Abbildung 3: Beispiel für ein konsistentes Zusammenspiel von IRR, WACC und WARA:

Bilanz	
in Millionen €	31. Dez. 2023
Sachanlagevermögen	600
Vorräte	500
Sonstige Vermögenswerte	2.000
Kassenbestände	800
Aktiva	3.900
Eigenkapital	1.000
Pensionen	300
Zinstragende Verbindlichkeiten	600
Nicht zinstragende Verbindlichkeiten	2.000
Passiva	3.900

Nettofinanzverbindlichkeiten	
in Millionen €	31. Dez. 2023
Pensionen	300
Zinstragende Verbindlichkeiten	600
Kassenbestände	(800)
Nettofinanzverbindlichkeiten	100

Net working capital	
in Millionen €	31. Dez. 2023
Vorräte	500
Sonstige Vermögenswerte	2.000
Nicht zinstragende Verbindlichkeiten	(2.000)
Net working capital	500

Fair value des Nettovermögens	
in Millionen €	31. Dez. 2023
Kaufpreis	12.000
Buchwert des Nettovermögens	1.000
Fair Value Anpassungen imm. Verm.werte	6.000
Marke	2.000
Kundenbeziehung	1.500
Technologie	2.500
Fair Value Anpassungen mat. Verm.werte	200
Gebäude	200
Gesamtdifferenz zw. Buchwerten und FVs	6.200
Fair Value des Nettovermögens	7.200

Ableitung des Geschäfts- oder Firmenwerts	
in Millionen €	31. Dez. 2023
Fair Value des Nettovermögens	7.200
Latente Steuern	(1.860)
Fair Value des Nettoverm. nach lat. Steuern	5.340
Kaufpreis	12.000
Geschäfts- oder Firmenwert	6.660
GoF in % des Kaufpreises	55,5 %

WARA-Analyse						
in Millionen €	Fair Value	Latente Steuern (30%)	Fair Value ohne latente Steuern	Fair Value Aufteilung	Erforderliche Rendite	Gewichtete Rendite
Immaterielle Vermögenswerte						
Marke	2.000	600	1.400	11,57 %	11,00 %	1,27 %
Kundenbeziehung	1.500	450	1.050	8,68 %	10,00 %	0,87 %
Technologie	2.500	750	1.750	14,46 %	10,00 %	1,45 %
Geschäfts- oder Firmenwert („GoF“)						
Workforce („wf“)	500		500	4,13 %	8,00 %	0,33 %
Bilanzierter GoF (excl. wf)	6.160		6.160	50,91 %	15,03 %	7,65 %
Materielle Vermögenswerte						
Net working capital	500		500	4,13 %	3,00 %	0,12 %
Gebäude	800	60	740	6,12 %	5,00 %	0,31 %
Total (Referenzgröße)	13.960	1.860	12.100	100,00 %		12,00 %
Total weighted return exklusive GoF			4,35 %			
WARA (inklusive GoF)			12,00 %			
WACC			12,00 %			
IRR (Gesamtunternehmenswert)			12,00 %			

Überleitung Kaufpreis zu Referenzgröße	
Kaufpreis	12.000
Nettofinanzverbindlichkeiten	100
Referenzgröße	12.100

IRR basierend auf dem Gesamtunternehmenswert				
in Millionen €	31. Dez. 2023	2024	2025	2026 ff.
Free cash flow		1.331	1.344	1.358
WACC (Internal rate of return)		12,0 %	12,0 %	11,0 %
Barwertfaktor		0,8929	0,7972	7,2472
Barwerte		1.188	1.072	9.840
Gesamtunternehmenswert	12.100			
Kaufpreis	12.100			
(vor Abzug Nettofinanzverb.)				
IRR	12,0 %			

- Im Idealfall gilt: WACC = WARA = IRR (hier jeweils 12,0 %)
- Verzinsung des Geschäfts- oder Firmenwerts (erforderliche Rendite) übersteigt die Verzinsung der übrigen Vermögenswerte (hier 15,0 % versus 3,0 % bis 11,0 %).
- Die Referenzgröße in der WARA-Analyse stellt einen Gesamtunternehmenswert (Entity-Value) dar. Dementsprechend sind alle nicht verzinslichen Vermögenswerte und Schulden in die WARA-Analyse einzubeziehen.
- Annahme: weder im Kaufpreis noch in der Planungsrechnung sind erwerberspezifische Synergien enthalten.

Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

In diesem Zusammenhang spielt insbesondere die Berücksichtigung der Synergien eine wichtige Rolle, da diese sowohl den Kaufpreis als auch die zugrunde liegenden Planungsrechnungen beeinflussen haben können. Synergien sind im Rahmen einer PPA zu hinterfragen und markt- und erwerberspezifisch zu klassifizieren.

WACC-WARA-IRR-Analysen können Hinweise darauf geben, ob möglicherweise Anpassungsbedarf bei den verwendeten Planungsrechnungen oder bei den Kapitalkosten besteht. Mögliche Ursachen für Abweichungen können beispielsweise in der übertragenen Gegenleistung und Planung unterschiedlich berücksichtigter Synergien, bei Sonderwerten und bei variablen oder sonstigen Kaufpreisbestandteilen zu finden sein.

Insgesamt sind daher sowohl der Kaufpreis als auch die Planungsrechnung sorgfältig zu analysieren. Als Ergebnis der WACC-WARA-IRR-Analysen können sich nicht nur Auswirkungen auf die im Rahmen der PPA verwendeten Kapitalkosten ergeben; möglicherweise müssen auch die Zahlungsströme angepasst werden.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

[Hier](#) abonnieren Sie jetzt unseren Newsletter kostenlos.

Sprechen Sie uns an



Stefan Schöniger
Partner

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



Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Heidestraße 58
10557 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.

© 2024 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.