

Valuation News

Deal Advisory

Herbst/Winter 2021

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 34. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen der Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Zunächst fassen wir die Ergebnisse der aktuellen Kapitalkostenstudie 2021 zusammen. Die diesjährige Ausgabe steht unter dem Motto „Nachhaltigkeit vs. Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?“ und beleuchtet die Auswirkungen von Nachhaltigkeitsanforderungen auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen. Daran anknüpfend befasst sich der zweite Beitrag mit der konzeptionellen Berücksichtigung von ESG-Effekten bei der Unternehmensbewertung und erläutert deren Einfluss auf Cashflows und auf Kapitalkosten. Der dritte Beitrag stellt das vereinfachte steuerliche Ertragswertverfahren vor und diskutiert dessen Vor- und Nachteile im Vergleich zu kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren.

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 valuation-news@kpmg.com.

Ergänzend möchten wir Sie auf die im IDW-Verlag erschienene 2. Auflage des Sammelbands „Praxiswissen Unternehmensbewertung – Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen“ hinweisen, in dem mehr als 70 aktuelle Bewertungsfragen systematisiert und aktualisiert erläutert werden.

Mit freundlichen Grüßen

Stefan Schöniger
Partner

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Inhalt

Kapitalkostenstudie 2021

Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?
Seite 2

Berücksichtigung von ESG-Effekten bei der Unternehmensbewertung

Einfluss auf Cashflows und auf Kapitalkosten
Seite 6

Vereinfachtes steuerliches Ertragswertverfahren

Vor- und Nachteile im Vergleich zu kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren
Seite 9

Kapitalkostenstudie 2021: Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?

Im Oktober 2021 wurde die 16. Auflage der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Die Studie stellt – wie in den Voraufgaben – aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung von Planungsrechnungen und der Ableitung von Kapitalkosten sowie deren Relevanz auf Unternehmenswerte und Unternehmenswertentwicklungen dar. Die diesjährige Ausgabe steht unter dem Motto „Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?“. Die Studie beleuchtet unter anderem den Einfluss von Anforderungen aus den Bereichen Environmental, Social und Governance (kurz ESG, zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditeerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen. Die diesjährige Resonanz zeigte erneut die hohe praktische Relevanz der jährlichen Kapitalkostenstudie. Insgesamt haben 332 Unternehmen (Vorjahr: 309) an der Studie teilgenommen. Unter den teilnehmenden Unternehmen befanden sich 243 aus Deutschland, darunter 83 % der DAX-30-Unternehmen.

Für die aktuelle Kapitalkostenstudie wurde das Motto „Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?“ gewählt. Diesem Motto folgen auch die begleitenden Schwerpunktthemen:

- Was sind wichtige Änderungen in der ESG-Berichterstattung?
- Wie wirken sich ESG-Anforderungen auf die Bewertungen im Bereich Consumer Markets aus?
- Wie lassen sich im ESG-Umfeld gute Entscheidungen treffen?

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

Die Studie umfasst unverändert umfangreiche Analysen nach

Branchen und Teilbranchen sowie Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Die wesentlichen Ergebnisse der Studie stellen wir im Folgenden vor. Weitergehende Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Kapitalkosten, Planungsrechnungen und ESG finden Sie in der Kapitalkostenstudie 2021, die Sie über diesen Link <https://kpmg.de/kapitalkostenstudie> erreichen bzw. herunterladen können. Wie in den Vorjahren stellen wir hier auch unsere interaktiven Auswertungsmöglichkeiten <https://hub.kpmg.de/kapitalkostenstudie-2021> der Datenerhebung zur Verfügung und ermöglichen Ihnen somit, die für Ihr Unternehmen und/oder Ihre Branche relevanten Parameter individuell zusammenzustellen und damit Ihre eigene, maßgeschneiderte Auswertung vorzunehmen.

Die Befragung der Unternehmen erfolgte zwischen April und August 2021. Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlussstichtage lagen zwischen dem 31. März 2020 und dem 30. Juni 2021.

Ergebnisse der aktuellen Studie im Überblick

Planungshorizont: Die Umfrage zeigte eine Tendenz zu längeren Planungszeiträumen. Dieser Trend könnte vor allem dem Umstand der COVID-19-Pandemie geschuldet sein. Aber auch die Umsetzung und Einführung neuer innovativer Technologien sowie die Abbildung von Nachhaltigkeitsanforderungen könnten zu einer Verlängerung der Planungszeiträume geführt haben.

Wachstumserwartungen: Die aktuellen Herausforderungen sowie deren Chancen und Risiken wirken sich sehr unterschiedlich auf die Wachstumserwartungen von Umsatz und EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) in den einzelnen Branchen aus. Der anhaltende Digitalisierungstrend verhilft dem Technologiesektor auch in diesem Jahr zu einem deutlichen Anstieg der Wachstumserwartungen bezogen auf Umsatz und EBIT. Die Wachstumserwartungen im Health-Care-Sektor sind infolge der sich für Unternehmen dieser Branche ergebenden Folgen aus der COVID-19-Pandemie gestiegen. Insgesamt

samt ist das durchschnittlich erwartete Umsatzwachstum über alle Branchen hinweg um 0,4 Prozentpunkte gestiegen, wohingegen das prognostizierte EBIT-Wachstum einen leichten Negativtrend aufweist.

Planungsunsicherheit: Planungsunsicherheiten auf makroökonomischer Ebene wachsen weiter. Im Vergleich zur letztjährigen Studie werden in diesem Jahr insbesondere den regulatorischen Anforderungen und den Währungsschwankungen eine hohe Bedeutung beigemessen.

WACC: Die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Cost of Capital) lagen über alle Branchen hinweg mit 6,6 % auf dem Niveau des Vorjahres. Mit 8,9 % weist der Bereich Technology den höchsten WACC auf. Die niedrigsten Kapitalkosten waren mit 4,9 % bzw. 5,6 % in den Bereichen Energy & Natural Resources bzw. Real Estate und Transport & Leisure zu beobachten.

Basiszinssatz: Mit einem Basiszinssatz von 0,2 % hat sich der fallende Trend der letzten Jahre fortgesetzt. Ein Ländervergleich zeigt eine homogene Entwicklung: In Deutschland und Österreich sank der risikofreie Zinssatz von 0,4 % im Jahr 2019/2020 auf 0,1 % im Jahr 2020/2021. Der angesetzte Basiszinssatz in der Schweiz ging um 0,3 Prozentpunkte auf 0,9 % zurück. Mit Blick auf die jüngste Entwicklung des Basiszinssatzes in der Eurozone sank dieser weiter auf 0,1 % Ende September 2021.

Marktrisikoprämie: Gegenläufig zum verminderten Basiszinssatz stieg die durchschnittlich angesetzte Marktrisikoprämie in Deutschland auf 7,3 %, in Österreich auf 8,0 % und in der Schweiz auf 6,1 % – somit hat sich in allen drei Ländern der ansteigende

Trend fortgesetzt. Mehr als 60 % der Studienteilnehmer aus Deutschland haben eine Marktrisikoprämie von mehr als 7,25 % verwendet.

Betafaktoren: In den Bereichen Automotive (1,10) und Technology (1,04) waren die höchsten unverschuldeten Betafaktoren zu beobachten. Der niedrigste Wert ergab sich im Beobachtungszeitraum im Bereich Energy & Natural Resources (0,70), gefolgt von den Bereichen Transport & Leisure (0,74) sowie Consumer Markets (0,79).

Fremdkapitalkosten: Nach einem Abwärtstrend in den letzten Jahren sanken die Fremdkapitalkosten auch in diesem Jahr von 2,3 % im Vorjahr auf 2,1 %. Damit lag der implizite durchschnittliche Credit Spread – definiert als die Differenz zwischen Fremdkapitalkosten und risikolosem Basiszinssatz – für Deutschland bei 2,0 %.

Impairment Test: In den letzten drei Jahren ist die Anzahl der Unternehmen, die eine Wertberichtigung des Goodwills oder von Vermögenswerten erfasst haben, deutlich zurückgegangen. Im jüngsten Zeitraum ist wieder ein Anstieg zu verzeichnen, der u. a. auch durch die Folgen der COVID-19-Pandemie verursacht wurde.

Triggering Event: Ein außerplanmäßiger Werthaltigkeitstest (basierend auf einem sog. „Triggering Event“) wurde in diesem Jahr von fast der Hälfte der Teilnehmer durchgeführt (im letzten Jahr nur von etwa einem Drittel der teilnehmenden Unternehmen). Als Hauptursache für ein Triggering Event wurden schlechtere langfristige Erwartungen sowie Auftragsrückgänge angeführt.

Monitoring: Der überwiegende Teil der Teilnehmer befindet ein wertorientiertes Monitoring der Investitionsentscheidung weiterhin

für wichtig und beobachtet dabei insbesondere eine Veränderung der Performance (Planung), jedoch weniger eine des Risikos (Renditeerwartungen/Kapitalkosten), auch wenn das Monitoring des Risikos in diesem Jahr stark zugenommen hat.

Nachhaltigkeit: Die Mehrheit der Umfrageteilnehmer hält die Auswirkungen von ESG-Themen auf ihre zukünftige Geschäftsentwicklung für sehr relevant. Daher haben die ESG-Auswirkungen auch Eingang in den Impairment Test gefunden – sowohl durch die Berücksichtigung von ESG-Auswirkungen auf die Cashflows als auch auf die Kapitalkosten. Zudem zeigt die Studie, dass die Einschätzung über die Bedeutung von ESG-Themen für zukünftige Geschäftsentwicklungen sehr branchenabhängig ist. Insbesondere der Bereich Energy & Natural Resources weist den ESG-Themen eine größere Bedeutung zu. Im Allgemeinen ist festzustellen, dass ressourcenintensive Industrien und solche, in denen Umweltaspekte eine Schlüsselrolle spielen, den ESG-bezogenen Herausforderungen eine im Branchenvergleich größere Bedeutung beimessen.

Im Folgenden möchten wir auf die Themengebiete „WACC“, „Betafaktoren“ und „Relevanz von ESG-Themen für die Unternehmensentwicklung“ detaillierter eingehen.

Ausgewählte Ergebnisse im Detail

WACC

Der durchschnittliche WACC ist über alle Branchen hinweg in der diesjährigen Erhebung im Vergleich zum Vorjahr auf einem unveränderten Niveau von 6,6 % geblieben. Das unveränderte Niveau des durchschnittlichen Gesamt-WACC steht im Kontrast zu

einer (teilweise sehr) heterogenen Entwicklung in den einzelnen Branchen. Während etwa ein Drittel der Branchen einen Rückgang des WACC meldete, verzeichneten andere Branchen einen teils deutlichen Anstieg. Die stärkste Erhöhung im Vergleich zum Vorjahr verzeichnete der Bereich Technology (+1,2 Prozentpunkte). Daneben waren mit 7,6 % bzw. 7,5 % in den Bereichen Automotive bzw. Industrial Manufacturing in den Branchen, in denen sich politische Vorgaben und technologiegetriebene Veränderungen der Geschäftsmodelle grundlegend auswirken, die höchsten gewichteten Kapitalkosten beobachtbar. Den stärksten Rückgang der Kapitalkosten verzeichneten die Berei-

che Transport & Leisure (-0,7 Prozentpunkte), Consumer Markets (-0,6 Prozentpunkte) und Energy & Natural Resources (-0,4 Prozentpunkte).

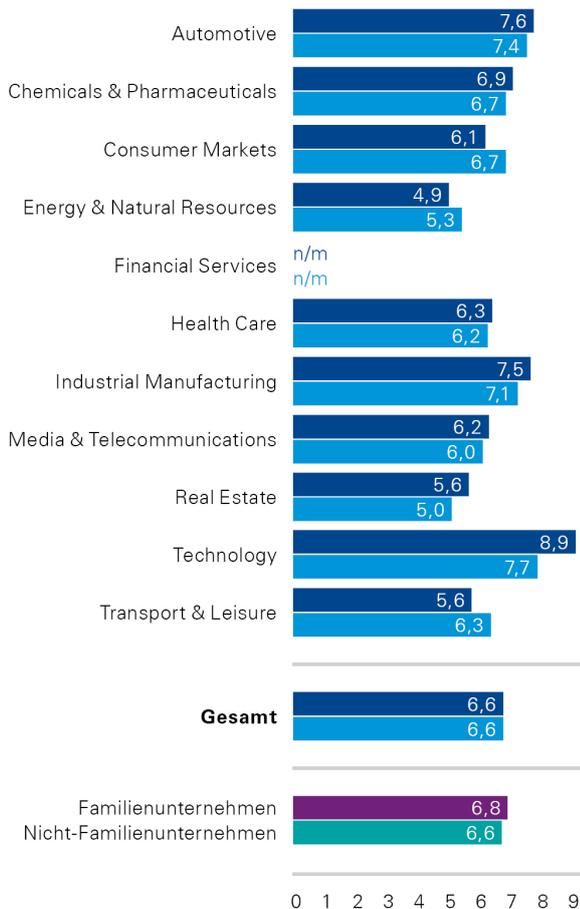
Betafaktoren

Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung. Der von den Teilnehmern durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktor hat sich im Vergleich zum Vorjahr leicht erhöht. Da es sich beim Betafaktor um ein relatives Risikomaß handelt, sollte der Durchschnitt über alle verschuldeten Betafaktoren

des Marktes einen Wert von 1,0 annehmen. Wie in den letzten Jahren wird deutlich, dass sich die erhobenen Daten innerhalb einer Bandbreite nahe diesem theoretisch korrekten Wert bewegen. Folglich repräsentieren die durchgeführten empirischen Erhebungen dieser Studie den Gesamtmarkt hinreichend.

Mit Blick auf die einzelnen Branchen zeichnen sich deutliche Unterschiede in der Entwicklung ab. Im Bereich Chemicals & Pharmaceuticals ist der verschuldete Betafaktor um 0,04 gesunken. Deutliche Anstiege waren hingegen in den Bereichen Automotive (+0,13) bzw. Transport & Leisure

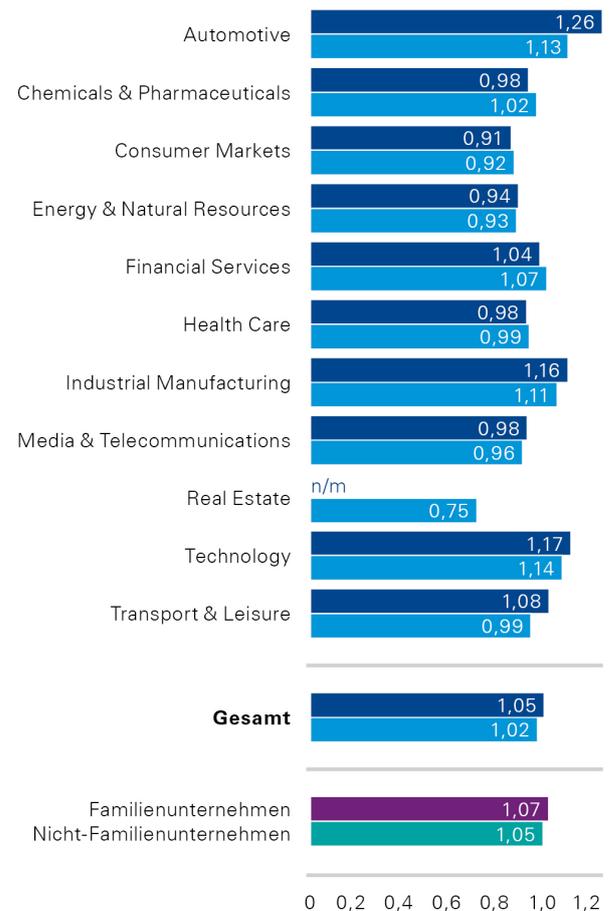
Durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmensteuern) nach Branchen
(Angaben in Prozent)



■ 2020/2021
■ 2019/2020

Quelle: KPMG 2021

Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren nach Branchen



■ 2020/2021
■ 2019/2020

Quelle: KPMG 2021

(+0,09) beobachtbar.

In einem Vergleich der Familien- und Nicht-Familienunternehmen war eine homogene Entwicklung feststellbar. Bei Familienunternehmen wurde eine Erhöhung des verschuldeten Betafaktors von 1,05 in der Vorjahresperiode auf 1,07 im aktuellen Berichtszeitraum verzeichnet. Zudem stieg auch der verschuldete Betafaktor der Nicht-Familienunternehmen von 1,02 in der letzten Periode auf 1,05 in der aktuellen Studie an.

Relevanz von ESG-Themen für die Unternehmensentwicklung

In den letzten Jahren haben ESG-getriebene Veränderungen unübersehbar Einzug in zahlreiche Aspekte der Geschäftsaktivitäten von Unternehmen gehalten. ESG hat viele Facetten, die nicht nur ökologische bzw. umweltpolitische Aspekte umfassen, sondern auch von wirtschaftlichen, sozialen und politischen Faktoren beeinflusst werden.

Veränderungen regulatoriver Rahmenbedingungen und von Kundenbedürfnissen einerseits, aber auch neue Ansprüche der Arbeitnehmenden an „ihr“ Unternehmen sowie von Investoren andererseits führen teilweise zu disruptiven

Veränderungen bislang bestehender Geschäftsmodelle.

Die Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen schätzt die Auswirkungen von ESG-Themen auf ihre zukünftige Geschäftsentwicklung als sehr wichtigen Aspekt ein. Die Einschätzung der Relevanz von ESG-Themen ist dabei branchenabhängig. Insbesondere die Bereiche Energy & Natural Resources, Chemicals & Pharmaceuticals, Automotive und Transport & Leisure messen dem Thema Nachhaltigkeit einen hohen Stellenwert bei. Die Studie zeigt, dass für die Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen ESG bereits Eingang in den Impairment Test gefunden hat – sowohl durch die Berücksichtigung von ESG-Auswirkungen auf die Cashflows als auch auf die Kapitalkosten.

Die Auswirkungen von ESG auf die zukünftige Geschäftsentwicklung hängt zudem maßgeblich von den jeweiligen Risiken ab, denen sich Unternehmen ausgesetzt sehen. Regulatorische Risiken werden hierbei als primäre Risikoquelle angesehen.

Zusammenfassung

Insgesamt ist zu beobachten, dass Marktvolatilitäten weiterhin stark

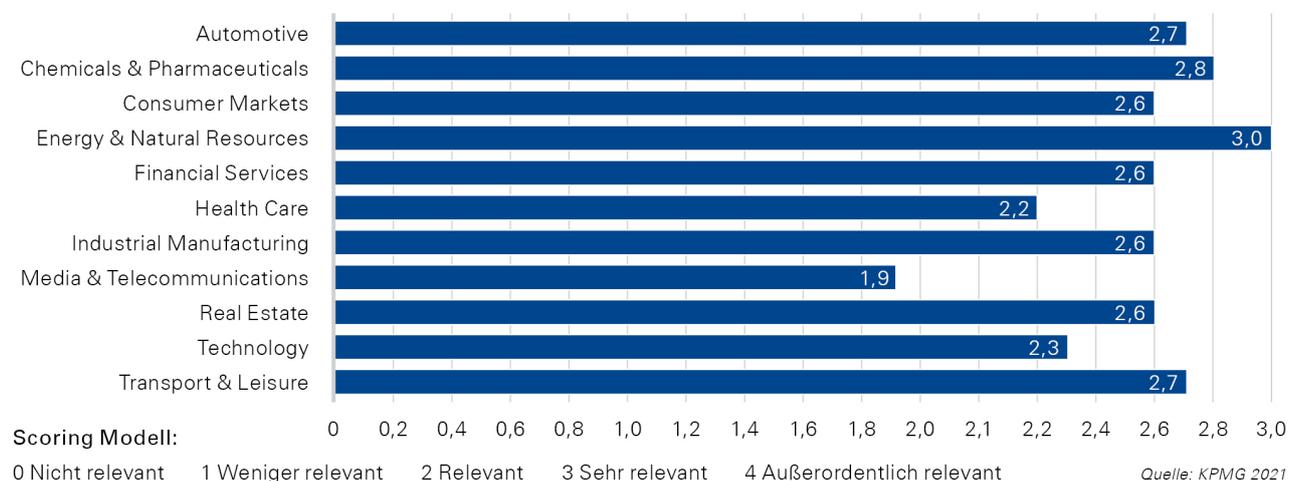
zugenommen haben und Gesellschaft und Unternehmen zunehmend vor existenzielle Herausforderungen gestellt werden: Eine globale Pandemie, Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen, Naturkatastrophen – hervorgerufen durch den Klimawandel – oder soziale Standards in der gesamten Lieferkette sind nur einige Schlagworte einer sich dynamisch verändernden Umwelt.

Zudem haben auch ESG-getriebene Veränderungen unübersehbar Einzug in zahlreiche Aspekte der Geschäftsaktivitäten von Unternehmen gehalten. Für viele Unternehmen stellt sich die Herausforderung, ihre bestehenden Geschäftsmodelle hinsichtlich der ESG-spezifischen Anforderungen zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen.

Externer Veränderungsdruck hat seit jeher dazu geführt, bestehende Märkte und Geschäftsmodelle durch innovative Ansätze permanent weiterzuentwickeln. Die Herausforderung liegt somit auch weiterhin in der sachgerechten Auswahl der richtigen Unternehmensstrategie aus einem Bündel möglicher Handlungsoptionen, mit denen das einzelne Unternehmen eine mögliche Anpassung bestehender Geschäftsmodelle in Rich-

Relevanz von ESG-Themen nach Branchen

Gesamt (Scoring)



tung Zukunftsfähigkeit und der hiermit verbundenen ESG-Konformität erwartet. Auch zukünftig werden konkurrierende Handlungsoptionen anhand ihres Performance- und Risikobeitrags zum Unternehmenswert beurteilt werden. Szenario- und Simulationsanalysen sowie marktetaillierte

Entscheidungsansätze können helfen, die Performance- und Risikobeiträge unterschiedlicher strategischer Handlungsoptionen zu quantifizieren und somit vergleichbar zu machen. Dieser Anpassungsprozess wird voraussichtlich einen Einfluss auf die kurz- bis mittelfristigen Renditeerwartungen

der Unternehmen haben. Einmal mehr wird die mittelfristige Zukunft nahezu aller Unternehmen von zusätzlicher Unsicherheit geprägt sein. Ob bzw. wie sich zudem der Gesamtmarkt durch ESG verändern wird, bleibt zunächst abzuwarten.

Berücksichtigung von ESG-Effekten bei der Unternehmensbewertung – Einfluss auf Cashflows und auf Kapitalkosten

Veränderungen durch Aspekte aus den Bereichen Environmental, Social und Governance – ESG (zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) haben mittlerweile unübersehbar Einzug in nahezu alle Geschäftsaktivitäten von Unternehmen gehalten. Aufgrund des sehr breiten Spektrums an betroffenen Sachverhalten bestehen für Marktteilnehmer diesbezüglich zahlreiche Intransparenzen. Konsumenten wollen zunehmend Produkte ESG-konformer Unternehmen erwerben, Unternehmen wollen Wettbewerbsvorteile durch ESG-konformes Verhalten generieren und Investoren in ESG-konforme Unternehmen investieren. Für Unternehmen stellt sich somit die Herausforderung, ihre bestehenden Geschäftsmodelle hinsichtlich der neuen, ESG-spezifischen Anforderungen zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Dies hat Auswirkungen auf die Ableitung von Cashflows und Renditeforderungen (Kapitalkosten).

Veränderte Geschäftsmodelle durch ESG-Herausforderungen

Externer Veränderungsdruck hat seit jeher dazu geführt, bestehende Märkte und Geschäftsmodelle durch innovative Ansätze permanent weiterzuentwickeln. Innerhalb der letzten Jahre waren es zahlreiche disruptive Innovationen, die insbesondere digitalisierungsgetrieben zu Neustrukturierungen zentraler Teile etablierter Geschäftsmodelle bis hin zum Markteintritt völlig neuer, innovativer Wettbewerber oder der vollständigen Zerschlagung etablierter Unternehmen führten.

ESG-getriebene Veränderungen haben aus unserer Sicht das gleiche Potenzial. Anpassungen von regulativen Rahmenbedingungen und Kundenansprüchen einerseits,

aber auch veränderte Ansprüche der Arbeitnehmer an „ihr“ Unternehmen sowie von Investoren andererseits führen ebenfalls zu disruptiven Veränderungen bislang bestehender Geschäftsmodelle. Im Zusammenhang mit ESG bzw. den hiermit verbundenen Veränderungen wurden jüngst auch Fragen diskutiert, inwieweit ESG bestehende Ansätze der Unternehmensbewertung verändert bzw. wie ESG in Bewertungen berücksichtigt werden sollte.

Zunächst ist auch für zukünftige „ESG-konforme“ Geschäftsmodelle davon auszugehen, dass die bestehenden Marktmechanismen von Angebot und Nachfrage auch unter Berücksichtigung von ESG weiterhin Gültigkeit besitzen und dass eine Steigerung des Unternehmenswertes sich letztendlich

weiterhin ausschließlich an finanziellen Größen bemessen wird. Unternehmenswertsteigerung ist möglich durch eine Performanceoptimierung bei bestehendem Risikoprofil, einer Performancestabilisierung bei Risikoreduktion oder der Kombination aus beidem. Insoweit wird der Fokus unternehmerischer Entscheidungen in einem ESG-Umfeld weiterhin auf diesen beiden Größen liegen, die im Bewertungskalkül durch Cashflows und Renditeforderungen (Kapitalkosten) bzw. deren Veränderungen durch die zu beurteilende Entscheidung beschrieben werden.

Die Herausforderung für Unternehmen und ihre Entscheider liegt somit weiterhin in der sachgerechten Beurteilung und hierauf basierenden Auswahl der richtigen

Unternehmensstrategie aus einem Bündel möglicher Handlungsoptionen, mit denen das einzelne Unternehmen eine mögliche Anpassung bestehender Geschäftsmodelle in Richtung Zukunftsfähigkeit und der hiermit verbundenen ESG-Konformität erwartet. Hierdurch wird die mittelfristige Zukunft nahezu aller Unternehmen von zusätzlicher Unsicherheit geprägt: Heute zu treffende Unternehmensentscheidungen werden essenziell für das zukünftige Überleben des Unternehmens sein.

Messung des Einflusses von ESG auf die Cashflows

Der Einfluss von ESG auf die zukünftigen Cashflows ist vielfältig und unternehmensindividuell. Bei der Frage, wie ESG in Planungsrechnungen zu berücksichtigen ist, kann es folglich kein einheitliches „Patentrezept“ geben. Zudem kann davon ausgegangen werden, dass ESG-nahe Sachverhalte auch bereits in jeder sachgerechten Planungsanalyse und -plausibilisierung berücksichtigt wurden, als der Begriff „ESG“ noch gar nicht geprägt war. Richtig ist jedoch auch, dass aufgrund der gebotenen Aktualität ESG-konforme Anpassungen des Geschäftsmodells durch Unternehmen beschleunigt und in einem größeren Umfang als bisher vorgenommen bzw. verzögerte Anpassungen mit erhöhter Wahrscheinlichkeit zu negativen Effekten auf die Höhe, den zeitlichen Verlauf und das Risikoprofil der zukünftigen Cashflows eines Unternehmens führen werden.

Einmal mehr kommt es darauf an, die zunehmenden Unsicherheiten der Unternehmensumwelt transparent und vollständig bei der Ermittlung der Erwartungswerte der zukünftigen Cashflows zu berücksichtigen. Simulationsbasierte mehrwertige Planungsmodelle sollten spätestens jetzt zum Stan-

dard einer jeden Unternehmensplanung werden. Nicht nur, um die Effekte von ESG-getriebenen Anpassungen auf die Geschäftsmodelle sachgerecht zu erfassen, sondern insbesondere auch deshalb, weil das Bedürfnis der vorgenannten Stakeholder eines Unternehmens nach einem transparenten Nachweis von ESG-Konformität weiter signifikant ansteigen wird. Zwar können auch simulationsbasierte Planungsmodelle die gewünschte „Glaskugel“ nicht ersetzen, gleichwohl leisten sie einen wertvollen Beitrag zum Umgang und zur Erfassung der gestiegenen Unsicherheit. Geschäftsmodelle werden durch diese Modelle auf ihre wesentlichen Treiber heruntergebrochen, um deren Bandbreiten für die Zukunft abzuschätzen. Die Bandbreiten werden wiederum durch ESG-getriebene Veränderungen beeinflusst sein.

ESG-Effekte bilden hierbei im Vergleich zu beispielsweise disruptiven digitalisierungsgetriebenen Geschäftsmodellveränderungen keine Ausnahme. Weiterhin gilt im Rahmen der Planungsanalyse der zukünftigen Cashflows, die Geschäftsmodelle und das hiermit einhergehende teilweise komplexe Prognoseproblem in transparente „Teilprobleme“, also individuelle Planungsschritte, zu zerlegen. Im Zusammenhang mit ESG-Effekten sollte eine Planungsanalyse sich verstärkt mit den klassischen SWOT-Analysen (Strengths, Weakness, Opportunities, Threats, zu Deutsch: Stärken, Schwächen, Chancen, Risiken) im Zusammenhang mit den Feldern Environment, Social und Governance beschäftigen und den Einfluss auf die Performance des Unternehmens und dessen Risikoprofil untersuchen.

Messung des Einflusses von ESG auf die Renditeforderungen (Kapitalkosten)

Mittels der bereits genannten simulationsbasierten Planungsmodelle gelingt auch eine Abschätzung der Veränderung des zukünftigen Risikoprofils veränderter Geschäftsmodelle. Das bewertungsrelevante Risikoprofil eines Unternehmens wird sowohl durch die Schwankungsbreite der zukünftig erwarteten Cashflows als auch die Relation dieser Schwankungen zur Renditeschwankung des gesamten Kapitalmarktes (Korrelation) gemessen, beide Größen werden in die Renditeforderungen (Kapitalkosten) einbezogen.

Die bislang vorherrschenden Peer-Group-getriebenen Ansätze zur Bestimmung des unternehmensspezifischen Risikos mittels sogenannter Betafaktoren werden zukünftig verstärkt durch simulationsbasierte Ansätze ergänzt werden. Ursächlich hierfür ist die regelmäßige Vergangenheitsorientierung etablierter Peer-Group-Ansätze, mit denen die gebotene Erfassung ESG-getriebener Risikoprofilveränderungen lediglich eingeschränkt gelingen kann. Die einen Teil des Risikoprofils beschreibende Schwankungsbreite zukünftiger Cashflows kann mittels simulationsbasierter Modelle nicht nur sachgerecht gemessen werden, sondern mit ihnen gelingt zudem auch die Schaffung von Transparenz bezüglich der wesentlichen Risikotreiber sich verändernder Geschäftsmodelle. ESG-getriebene Anpassungen können hierbei messbar Risiken verstärken, aber auch vermindern.

Wie sich Einflüsse von ESG auf den Gesamtmarkt auswirken werden, kann aktuell nicht belastbar ermittelt werden. Der Einfluss auf die Korrelation der zu bewertenden Geschäftsmodelle zum Ge-

samtmarkt bleibt somit zunächst im Dunkeln. Gleichwohl können fortlaufende Messungen dieser Größen zumindest die Verhältnisse zum aktuellen Zeitpunkt erfassen und die Betrachtung dieser Größen im Zeitablauf Aufschluss über etwaige Trends geben. Die Relevanz eines fortlaufenden Monitorings der Entwicklungen der Kapitalmärkte sowie des Einflusses solcher Marktdaten auf die Ableitung zukünftiger Renditeerwartungen bei der Unternehmensbewertung wird weiter zunehmen. Die Notwendigkeit des Vorhaltens und Zugriffs auf die relevanten Daten wird hierdurch unerlässlich.

Der Gehalt von ESG-Ratings

Neue Kennzahlen wie sog. „ESG-Ratings“ haben rasch Eingang in die (Kapital-)Marktkommunikation gefunden. Auch wenn aktuell die Ratings unterschiedlicher Anbieter für dasselbe Unternehmen regelmäßig mit sehr hohen Bandbreiten einhergehen und daher derzeit ihre Belastbarkeit zunächst eingeschränkt erscheint, gilt es für zukünftige Berücksichtigungen in unternehmerischen Entscheidungskalkülen zunächst, den konzeptionellen Kern solcher Ratings zu erkennen. So können ESG-Ratings als Indikatoren für die Fähigkeit eines Unternehmens Auskunft darüber geben, inwieweit es zum jeweiligen Ratingzeitpunkt in der Lage ist, zukünftig notwendig Geschäftsmodellanpassungen

durch neue Anforderungen in den Bereichen Environmental, Social und Governance vornehmen zu können bzw. welche negativen Auswirkungen drohen, wenn und soweit ein Unternehmen hier bislang kaum Maßnahmen ergriffen hat. Performancerückgang und/oder Risikozunahme werden das Ergebnis von Untätigkeit sein. Hier zeigt sich eine Analogie zu Kreditratings und deren Aussage bezüglich der finanziellen Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens. Beide Kennzahlen verbindet im Kern das zukünftige operative Geschäftsmodell des betrachteten Unternehmens.

Die bislang signifikant höhere Streuung von ESG-Ratings im Vergleich zu Kreditratings ist derzeit im Wesentlichen auf zwei Gründe zurückzuführen: So muss sich einerseits zunächst ein markteinheitliches und breit akzeptiertes Grundkonzept etablieren, mit dem dann andererseits die bislang noch recht nebulösen Veränderungen von ESG-konformen Geschäftsmodellen einheitlich beurteilt werden können. Beide Aspekte werden zukünftig eine zunehmende Konkretisierung erfahren, was zu einer Reduzierung der Streubreite bisheriger ESG-Ratings sowie einer einheitlichen Interpretation führen wird. Im Ergebnis wird es somit zukünftig möglich sein, mittels ESG-Ratings einen Teil des zukünftigen operativen Risikos im Sinne der Anpas-

sungsfähigkeit des operativen Geschäftsmodells eines Unternehmens an ESG-basierte Herausforderungen zu erklären.

Datenbanken von aktuellen sowie sich im Zeitablauf entwickelnden Kapitalmarktparametern, wie beispielsweise die KPMG Valuation Data Source, werden zukünftig ebenso ESG-Ratings bereitstellen und analysieren.

Transparenz durch standardisierte Entscheidungsansätze und digitalisierte Lösungen

Analog zur herausfordernden Beurteilung digitalisierungsgetriebener Disruptionen der vergangenen Jahre gilt es zukünftig zusätzlich, den Einfluss ESG-getriebener Geschäftsmodellveränderungen transparent zu erfassen und sachgerecht zu beurteilen. Marktetablierte Entscheidungsansätze wie beispielsweise CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) von KPMG können die Performance- und Risikobeiträge unterschiedlicher strategischer Handlungsoptionen einheitlich quantifizieren und somit vergleichbar machen. Im Rahmen eines „ESG Decision Assessments“ lassen sich im Speziellen die Wirkungen von einzelnen Maßnahmen auf den zahlreichen ESG-tangierten Handlungsfeldern eines Unternehmens isolieren.

Vereinfachtes steuerliches Ertragswertverfahren – Vor- und Nachteile im Vergleich zu kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren

Wenn im Zuge einer Erbschaft oder Schenkung Unternehmensbeteiligungen übertragen werden, sind regelmäßig Bewertungen vorzunehmen. Diese bilden die Basis für die Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage und die Ausübung von Verschonungsregelungen. Das Bewertungsgesetz (kurz: BewG) lässt hierfür unterschiedliche Bewertungsverfahren zu und schlägt mit dem sogenannten „Vereinfachten steuerlichen Ertragswertverfahren“ eine Vorgehensweise vor, die zwar steuerliche Kenntnisse, aber kein spezifisches Bewertungs-Know-how erfordert. Das vereinfachte steuerliche Ertragswertverfahren weist jedoch gegenüber in Transaktionen oder bei sonstigen Bewertungsanlässen üblichen kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren neben dem Vorteil der vermeintlichen „Einfachheit“ auch erhebliche Nachteile auf. Es sollte daher immer erwogen werden, auch ein kapitalwertorientiertes Bewertungsverfahren anzuwenden und – unter Nutzung des bestehenden faktischen Wahlrechts – die Vorteilhaftigkeit der denkbaren Bewertungsverfahren im Einzelfall zu verifizieren.

Grundlagen im Bewertungsgesetz

Die Regelungen zur Ermittlung der Bemessungsgrundlage für die Erbschaft- und Schenkungsteuer sind in den §§ 11, 95 bis 109 sowie 199 ff. BewG verankert. § 11 BewG gibt ein dreistufiges Schema für Anteile an Kapitalgesellschaften vor.

1. Sofern für die zu bewertende Gesellschaft keine deutsche Börsennotierung in einem regulierten Markt vorliegt, sind Anteile an Kapitalgesellschaften mit dem „Gemeinen Wert“ anzusetzen (§ 11 Abs. 1 BewG).
2. Wenn dieser nicht aus Verkäufen unter fremden Dritten, die weniger als ein Jahr vor dem Übertragungstichtag liegen, ableitbar ist,
3. ist der Gemeine Wert gemäß § 11 Abs. 2 S. 4 BewG unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der betreffenden Kapitalgesellschaft zu ermitteln. Zu den Bewertungsverfahren, die die Ertragsaussichten abbilden, zählen grund-

sätzlich alle Discounted-Cashflow-Verfahren einschließlich des im deutschen Raum häufig anzutreffenden („normalen“) Ertragswertverfahrens. Zulässig sind zudem weitere Methoden, die üblicherweise für nichtsteuerliche Zwecke herangezogen werden, wie zum Beispiel Multiplikatorverfahren.

Zusätzlich erlaubt das BewG auch die Anwendung des sogenannten „vereinfachten Ertragswertverfahrens“. Es erspart dem Steuerpflichtigen eine zukunftsbezogene Bewertung und ermöglicht es auch nicht auf Bewertungen spezialisierten Steuerberatungskanzleien, die Besteuerungsgrundlagen bei der Übertragung von Beteiligungen an unwesentlichen oder nicht komplexen Unternehmen mit einem überschaubaren Aufwand zu bestimmen. In der Regel zieht daher auch das Finanzamt das vereinfachte Ertragswertverfahren zur Ermittlung des Gemeinen Werts heran, sofern der Steuerpflichtige keine eigene Bewertung vorlegt. Grundlage für die konkrete

Verfahrensanzwendung bilden die §§ 199 ff. BewG.

Sofern die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens nicht zu offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen führt und ein anderes Bewertungsverfahren gewählt werden muss (§ 199 Abs. 1 BewG), besteht ein faktisches Wahlrecht der Bewertungsmethode.

Hinsichtlich aller genannten Bewertungsverfahren zur Ermittlung des Gemeinen Werts ist jedoch zu beachten, dass der steuerliche Substanzwert stets die Wertuntergrenze bildet (§ 11 Abs. 2 BewG).

Darstellung des Verfahrens

Zur Ermittlung des Gemeinen Werts wird beim vereinfachten steuerlichen Ertragswertverfahren der sogenannte „nachhaltig erzielbare Jahresertrag“ mit einem festgelegten Kapitalisierungsfaktor multipliziert. Grundlage für die Bestimmung des nachhaltig erzielbaren Jahresertrags ist regelmäßig der Durchschnittsertrag (Betriebsergebnis) der letzten drei

(vollen) abgelaufenen Wirtschaftsjahre (§ 201 Abs. 2 BewG). Die Betriebsergebnisse sind individuell für die einzelnen Jahre auf Basis der steuerrechtlichen Vorschriften zu ermitteln. Demnach stellt gemäß § 202 Abs. 1 BewG der Gewinn der Kapitalgesellschaft im Sinne des § 4 Abs. 1 S. 1 EStG den Ausgangswert dar. Dieser wird unter Berücksichtigung von Hinzurechnungen und Kürzungen (vgl. § 202 Abs. 1 BewG), die im Folgenden verkürzt dargestellt sind, korrigiert:

Sofern bei dieser Berechnung ein positives Betriebsergebnis ermittelt wird, ist in einem nächsten Schritt gemäß § 202 Abs. 3 BewG der Steueraufwand zu berücksichtigen. Hierfür ist – unabhängig von den tatsächlichen Gegebenheiten – ein pauschaler Steuersatz in Höhe von 30 % anzusetzen. Der daraus resultierende durchschnittliche Jahresertrag ist mit einem Kapitalisierungsfaktor zu multiplizieren (§§ 200 Abs. 1, 203 Abs. 1 BewG), um so den Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zu ermitteln. Für Bewertun-

gen mit Stichtag ab dem 1. Januar 2016 beträgt der einheitliche, von dem tatsächlichen Risikoprofil der Gesellschaft unabhängige Kapitalisierungsfaktor 13,75.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen, Beteiligungen und sogenanntes „junges“ Betriebsvermögen werden separat bewertet. Diese sind zum Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzuaddieren.

Vor- und Nachteile

Die wesentlichen Vereinfachungen des steuerlichen Ertragswertverfahrens bestehen darin, dass es sich auf bereinigte Vergangenheitswerte des Unternehmens stützt und einen pauschalen Kapitalisierungsfaktor anstelle eines an der individuellen Risikoposition des Bewertungsobjektes orientierten Kapitalisierungsfaktor vorsieht. Die Konzeption des Verfahrens zielt somit auf „durchschnittliche Unternehmen“ mit einem etablierten, stabilen und in der zukünftigen Entwicklung mit der Vergangenheit vergleichbaren Geschäftsmodell ab.

Hinzurechnungen und Kürzungen gemäß § 202 Abs. 1 BewG

Hinzurechnungen gemäß § 202 Abs. 1 BewG	Kürzungen gemäß § 202 Abs. 1 BewG
<ul style="list-style-type: none"> Investitionsabzugsbeträge Sonderabschreibungen, sodass nur das normale Abschreibungsniveau berücksichtigt wird Absetzung auf den Geschäfts- oder Firmenwert oder firmenwertähnliche Wirtschaftsgüter Übersichtlich Einmalige Veräußerungsverluste sowie außerordentliche Aufwendungen Im Gewinn nicht enthaltene Investitionszulagen (Tatsächlicher) Ertragssteueraufwand Aufwendungen im Zusammenhang mit nicht betriebsnotwendigem Vermögen und jungem Betriebsvermögen 	<ul style="list-style-type: none"> Gewinnerhöhende Auflösungsbeträge steuerfreier Rücklagen Einmalige Veräußerungsgewinne und außerordentliche Erträge Im Gewinn enthaltene Investitionszulagen Angemessener Unternehmerlohn, soweit nicht berücksichtigt Erträge aus der Erstattung von Ertragssteuern Sonstige wirtschaftlich nicht begründete Vermögensminderungen/-erhöhungen

Quelle: KPMG 2021

Ermittlung des Werts des betriebsnotwendigen Vermögens – grundsätzliche Systematik

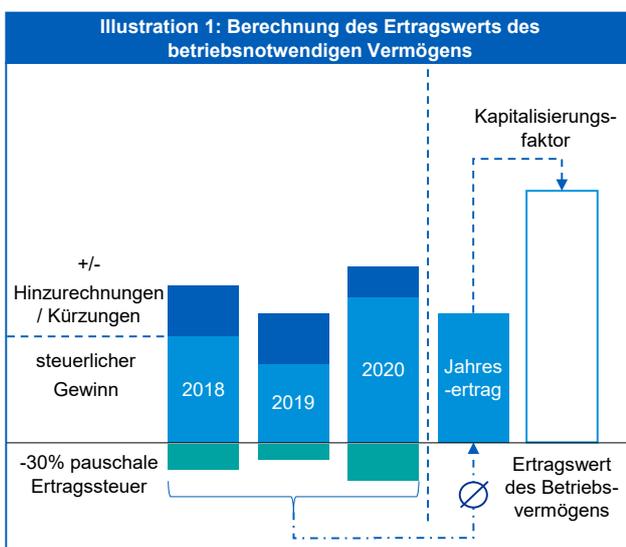


Illustration 2: Berechnung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens
Gewinn i.S.d. § 4 Abs. 1 Satz 1 EStG
+ Hinzurechnungen
- Kürzungen
+/- sonstige wirtschaftlich nicht begründete Vermögensminderungen/-erhöhungen
= Betriebsergebnis
- Ertragssteueraufwand i.H.v. 30% (bei positivem Betriebsergebnis)
= Korrigiertes Betriebsergebnis
Korrigiertes Betriebsergebnis (1. Jahr)
+ Korrigiertes Betriebsergebnis (2. Jahr)
+ Korrigiertes Betriebsergebnis (3. Jahr)
= Summe der Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre / 3
= Jahresertrag

Quelle: KPMG 2021

Istzahlen als Bewertungsbasis

Da die Bewertung auf Basis des historischen, steuerlichen Betriebsergebnisses erfolgt, sollte die erforderliche Datenbasis dem Steuerpflichtigen grundsätzlich vorliegen. Die Erstellung einer Planungsrechnung für die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft, wie sie die Grundlage eines jeden kapitalwertorientierten Bewertungsverfahrens ist, ist nicht erforderlich.

Gleichzeitig kann sich aus der Verwendung historischer Daten aber auch ein konzeptioneller Bruch zum eigentlichen Gedanken des Gemeines Werts gemäß § 9 Abs. 2 BewG ergeben: Nach dieser Vorschrift wird der Gemeine Wert durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. In einer Transaktion unter fremden Dritten wird jedoch stets nur der Zukunftserfolgswert vergütet, denn „für das Gewesene zahlt der Kaufmann nichts“ (auch nicht für den Durchschnitt der letzten drei Jahre).

Wenn die – nach Hinzurechnungen und Kürzungen des § 202 Abs. 1 BewG um außerordentliche oder periodenfremde Sondereffekte adjustierten – historischen Ergebnisse also nicht der künftig erwarteten Ertragskraft des Unternehmens entsprechen, kann das vereinfachte Ertragswertverfahren zu „unzutreffenden Ergebnissen“ führen. Dies wird bei Start-ups, Unternehmen mit einem zyklischen Geschäftsmodell oder Unternehmen in einer Restrukturierungs-, Reorganisations- oder Investitionsphase regelmäßig der Fall sein. Um dies zu vermeiden, gibt der Gesetzgeber vor, dass bei offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen ein anderes Bewertungsverfahren anzuwenden ist.

Insbesondere, wenn die erwartete Ertragskraft im Vergleich zur Historie sinkt oder mit höheren Risiken behaftet ist, wie zum Beispiel derzeit infolge der Corona-Pandemie, führt die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens zu überhöhten Bewertungsergebnissen. Ob ein solcher Sachverhalt vorliegt, ist grundsätzlich auf Basis des konkreten Einzelfalls durch Abgleich der historischen, steuerlichen Betriebsergebnisse mit den Planzahlen der Gesellschaft zu beurteilen.

Einheitlicher Steuersatz

Eine der vorzunehmenden Hinzurechnungen nach § 202 Abs. 1 BewG betrifft den tatsächlichen Ertragsteueraufwand, der durch eine fiktive Besteuerung mit einem Steuersatz von 30 % – derzeit entsprechend dem durchschnittlichen Unternehmenssteuersatz in Deutschland – ersetzt wird. Diese Vorgehensweise kann sich bei Unternehmen mit bestehenden steuerlichen Verlustvträgen oder in steuerlichen Organschaften ceteris paribus wertreduzierend auswirken – bei Unternehmen, die ihren Sitz in Gebieten mit einem hohen Gewerbesteuerhebesatz haben, jedoch werterhöhend.

Kapitalisierungsfaktor

Ein erheblicher Effekt auf die Höhe des Gemeinen Werts ergibt sich aus dem Kapitalisierungsfaktor, der einheitlich auf 13,75 festgelegt wurde und gemäß § 203 BewG lediglich durch Rechtsverordnung des Bundesministeriums für Finanzen an die Entwicklung der Zinsstrukturdaten angepasst werden kann.

Mit der Fixierung des Kapitalisierungsfaktors wird dem Steuerpflichtigen die Möglichkeit genommen, die individuelle Risikosituation des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Weder die Finanzierungssi-

tuation noch Risiken, die sich aus bestimmten Branchen und Regionen, Währungsabhängigkeiten oder einer (mangelnden) Diversifizierung ergeben können, und bei den kapitalwertorientierten Verfahren über den Betafaktor, Länderrisiko-/Währungszuschläge sowie den Verschuldungsgrad Berücksichtigung in den Eigenkapitalkosten finden, sind über den Kapitalisierungsfaktor abbildbar.

Der dem Kapitalisierungsfaktor 13,75 äquivalente Eigenkapitalkostensatz liegt rechnerisch bei 7,27 % (1/13,75) und damit deutlich unter dem Eigenkapitalkostensatz in Höhe von 8,0 %, der gemäß der KPMG Kapitalkostenstudie (<https://hub.kpmg.de/kapitalkostenstudie-2021>) von Unternehmen in Deutschland durchschnittlich im vergangenen Jahr verwendet wurde – und auch über den durchschnittlich von Familienunternehmen angesetzten Eigenkapitalkosten (7,8 %). Durch den überhöhten Kapitalisierungsfaktor ergibt sich beim vereinfachten Ertragswertverfahren ceteris paribus ein um rund 10 % überhöhter Unternehmenswert, wobei der Unterschied in risikobehafteten Branchen und Unternehmen noch deutlich größer ausfallen wird.

Substanzwert

Da auf das steuerliche Betriebsergebnis abzustellen ist, kann eine Bewertung nach dem vereinfachten steuerlichen Ertragswertverfahren per se nicht auf Konzernebene vorgenommen, sondern muss auch in komplexen Konzernen für alle Einzelgesellschaften durchgeführt werden. Vor dem Hintergrund, dass die Regelungen zum vereinfachten Ertragswertverfahren bei großen Konzernen und verschachtelten Firmenstrukturen in Verbindung mit der Berücksichtigung des Substanzwerts als Untergrenze (auf Einzelebene) zu wirtschaftlich nicht

nachvollziehbaren Ergebnissen führen können, da wirtschaftliche Verflechtungen zwischen Konzerngesellschaften im vereinfachten steuerlichen Ertragswertverfahren nicht differenziert abgebildet werden können, ist bei komplexen Strukturen in der Regel die Anwendung eines kapitalwertorientierten Verfahrens erforderlich – mit dem Vorteil, dass dieses auch ausschließlich auf Konzernebene angewendet werden kann.

Discounted Cashflow-Verfahren als Alternative

Selbst wenn das vereinfachte steuerliche Ertragswertverfahren nicht bereits aufgrund der vorgenannten Schwächen zu unzutreffenden Ergebnissen führt und daher als zulässiges Verfahren ausscheidet, empfehlen wir bei steuerlichen Bewertungsanlässen grundsätzlich zu prüfen, ob die Bewertung mit einem zukunftsgerichteten kapitalwertorientierten Verfahren, wie dem Discounted Cashflow-Verfahren, unter Berücksichtigung des Bewertungsstandards IDW S 1 für die betroffenen Steuerpflichtigen vorteilhaft sein kann.

Dies gilt nicht nur, weil Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 dem vereinfachten Ertragswertverfahren grundsätzlich und insbesondere in komplexen Konzernstrukturen konzeptionell überlegen sind und dem zuvor dargestellten Gedanken des Gemeinen Werts entsprechen. Sie geben dem Steuerpflichtigen zudem die Möglichkeiten, die von ihm im Übertragungstichtag erwartete, zukünftige Entwicklung in einer Planung abzubilden und damit in die Unternehmensbewertung einzubeziehen. In vielen Unternehmen sind Planungsrechnungen – für die strategische Ausrichtung, zur Entscheidung über Investitionen oder für Finanzierungsanlässe ohnehin vorhanden. Bestehende Planungsszenarien und -unsicherheiten – zum Beispiel ausgelöst

durch die aktuelle Covid-Pandemie – können durch Simulationsmodelle gut und für die Finanzbehörden nachvollziehbar in der Bewertung berücksichtigt werden.

Zudem kann über den Ansatz der unternehmensspezifischen Kapitalkostenparameter auch das individuelle Unternehmensrisiko abgebildet werden, was regelmäßig von Finanzbehörden akzeptiert wird, wenn die verwendeten Risikozuschläge den Regelungen des Bewertungsstandards IDW S 1 und den weiteren berufsständischen Standards entsprechen.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Redaktion

Stefan Schöniger
Fuhlentwiete 5
20355 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

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

**Newsletter kostenlos
abonnieren**

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

www.kpmg.de

www.kpmg.de/socialmedia



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

© 2021 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.