

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 36. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen in Bezug auf die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Im ersten Beitrag beleuchten wir die Auswirkungen der aktuell hohen Inflation auf die Unternehmensbewertung und die Höhe der Unternehmenswerte. Der Beitrag zeigt auf, dass zwischen den die Unternehmens-Cashflows individuell treffenden unternehmensspezifischen Inflationsraten auf der einen Seite und den in den Renditeforderungen der Investoren reflektierten allgemeinen (konsumorientierten) Inflationsrate auf der anderen Seite zu unterscheiden ist.

Anschließend befassen wir uns mit der Nutzung von ESG-Daten im Rahmen von Bewertungskalkülen und zeigen auf, wie eine Identifikation, Quantifizierung und Implementierung von ESG-Aspekten im Rahmen einer Analyse eines Geschäftsmodells und damit auch im Rahmen einer Unternehmensbewertung erfolgen kann.

Der dritte Beitrag stellt einen praxisorientierten Ansatz zur Bestimmung des impliziten Leasingzinssatzes nach IFRS 16 für Zwecke der Bewertung von Leasingverbindlichkeiten vor. Dabei wird aufgezeigt, dass die Anwendung des impliziten Leasingzinssatzes voraussetzt, dass der Leasingnehmer auf Informationen des Leasinggebers zurückgreifen kann.

Inhalt

1

Inflation – und ihre Auswirkungen auf Unternehmenswerte
Seite 2

2

Nutzung von ESG-Daten – Einblicke in Geschäftsmodelle über die finanziellen Kennzahlen hinaus
Seite 6

3

IFRS 16 – Der implizite Leasingzinssatz in der Praxis
Seite 10

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

Inflation –

und ihre Auswirkung auf Unternehmenswerte



Die Inflation ist zurück! Unternehmensplanungen und Renditeforderungen werden zunehmend vom aktuell sehr hohen Inflationsumfeld geprägt. Neben das in den letzten Jahren die Bewertungskalküle im Wesentlichen prägende Risikoäquivalenzprinzip tritt verstärkt das Kaufkraftäquivalenzprinzip. Hierbei ist zwischen den die Unternehmens-Cashflows individuell treffenden unternehmensspezifischen Inflationsraten und den in den Renditeforderungen der Investoren reflektierten allgemeinen (konsumorientierten) Inflationsraten zu unterscheiden. Einmal mehr zeigt sich an empirisch beobachtbaren Kapitalmarktdaten, dass sowohl die bei der Kapitalkostenableitung zu verwendenden Einzelparameter als auch das Ergebnis ihrer Komposition – die Gesamtrenditeerwartung – keineswegs stabile Größen sind. Neben risikobedingte Volatilitäten treten nunmehr auch inflationsbedingte Renditeveränderungen. Die zur Plausibilisierung aktueller impliziter Renditeerwartungen gewohnte Orientierung an historischen nominellen Gesamtrenditen weicht aufgrund außergewöhnlich hoher Inflationsentwicklungen einer zunehmenden Orientierung an historischen Realrenditen. Hierdurch erhöhen sich derzeit die nominellen Gesamtrenditebandbreiten. In Abhängigkeit von der parallelen Entwicklung des nominellen Basiszinsniveaus verharren Marktrisikoprämien aktuell weiter auf einem hohen Niveau, was vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten an den Märkten plausibel erscheint.

Ansteigende Inflation in Europa

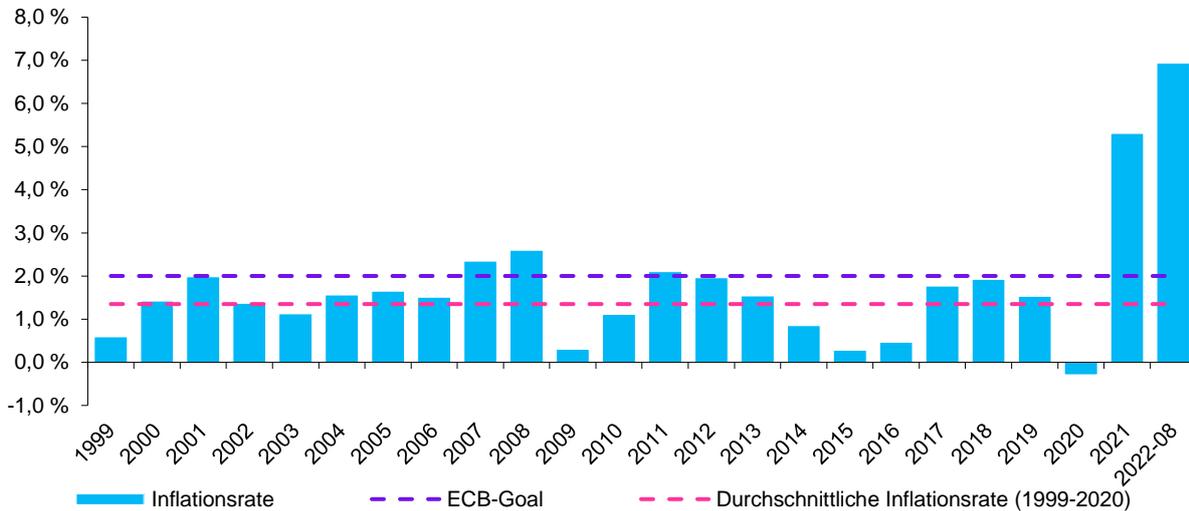
Europa wird – wie die ganze Welt – aktuell von sehr hohen Inflationsraten getroffen. Ursächlich hierfür sind die „ultralockere“ Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) als Reaktion auf die Krisen innerhalb der letzten 15 Jahre (Finanzkrise 2009, Staatsschuldenkrise 2012, Covidkrise 2020 und Ukraine-Krise 2022) sowie die durch die Covid- und Ukraine-Krisen ausgelösten Störungen weltweiter Lieferketten und Verknappungen des Rohstoffangebots.

Die Grafik auf der Folgeseite zeigt den Verlauf der Inflation in Deutschland seit der Jahrtausendwende. Bis auf wenige Ausnahmen lag die jährliche Inflationsrate zum Teil signifikant unterhalb des Ziels der EZB von rund 2 % – im Durchschnitt (2000 bis 2020) bei lediglich 1,4 %. Im selben Zeitraum

verzeichneten Aktien und Immobilien mehr als eine Verdopplung ihrer Preise. Während das Jahr 2020 – auch bedingt durch Sondereffekte der Covidkrise – sogar von einem rückläufigen Preisniveau gekennzeichnet war, verzeichnete bereits das Jahr 2021 einen signifikanten Preisanstieg von über 5 %; jüngere Schätzungen erwarten für das Jahr 2022 eine Größenordnung von ca. 8 %.

Der Mehrzahl der Ökonomen, die im Preisniveauanstieg der letzten beiden Jahre keinen kurzfristigen, sondern eher einen mittel- oder gar langfristigen Effekt sehen, hat sich zwischenzeitlich selbst die EZB angeschlossen. Vor diesem Hintergrund scheint eine Auseinandersetzung mit der Wirkung von Inflation in Bewertungskalkülen – einer Fragestellung, die sich in den letzten 20 Jahren praktischer Unternehmensbewertung so nicht unmittelbar stellte – geboten.

Verlauf der Inflation in Deutschland seit dem Jahr 1999



Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank.

Inflation in den Cashflows und in den Kapitalkosten

Unternehmensbewertungskalküle folgen einer Reihe von notwendigen Äquivalenzprinzipien, wovon eines der bekanntesten und wichtigsten das Risikoäquivalenzprinzip ist. Mit zunehmender Inflation rückt ein in den letzten Jahren weniger präsent Äquivalenzprinzip in den Vordergrund – das Kaufkraftäquivalenzprinzip. Zur adäquaten Berücksichtigung der Kaufkraftäquivalenz ist es geübte Praxis, nominelle Cashflows (CF) mit sogenannten Nominalrenditen zu diskontieren. Hierbei werden die zu bewertenden Unternehmens-Cashflows von der unternehmensindividuellen Inflationsrate beeinflusst, die im Wesentlichen vom operativen Geschäftsmodell des Unternehmens, seiner kostenseitigen Aufstellung und seiner Branche bestimmt wird. Die Renditeforderung der Investoren, ausgedrückt in den geforderten unternehmensspezifischen Kapitalkosten, berücksichtigt hingegen eine Kompensation für die die Investoren im Durchschnitt treffende allgemeine (konsumorientierte) Inflation durch einen Aufschlag auf den risikofreien Realzins.

Vor dem Hintergrund der Berücksichtigung inflationsgetriebener Komponenten in den Cashflows und den Renditeforderungen lassen sich aus der einfachen Mechanik eines Barwertkalküls unterschiedliche Szenarien ableiten.

Wird zunächst von einem stabilen geforderten Realzins und einer stabilen Risikoprämie ausgegangen, hängt der Einfluss der Inflation auf den Unternehmenswert vom Verhältnis der allgemeinen (konsumorientierten) Inflation zur unternehmensspezifischen Inflation ab. Hierbei würden sich der nominelle Basiszinssatz und die nominelle Renditeforderung der Investoren mit zunehmender Inflation grundsätzlich erhöhen. Die letzten Jahre haben allerdings gezeigt, dass – infolge der Zinspolitik der EZB – der nominelle Basiszins auf der Nulllinie nahezu fixiert war und somit der reale Basiszins in den negativen Bereich gedrückt wurde.

Gesamtrenditeerwartungen, wie unten gezeigt, würden zunächst auf unverändertem Niveau verharren. Dies würde ceteris paribus im Ergebnis zu inflationsbedingt wachsenden Unternehmenswerten führen, da eine ansteigende unternehmensspezifische Inflationsrate zu einem korrespondierend reduzierten Kapitalisierungszinssatz (Kapitalisierungszinssatz = Kapitalkosten (nominelle Gesamtrendite) abzüglich unternehmensspezifischer inflationsbedingter Wachstumsrate) führt, soweit die nominelle Gesamtrenditeforderung der Investoren stabil bleibt. Die nun deutlich vorherrschende Inflation geht zwischenzeitlich zwar bereits wieder einher mit einem steigenden Basiszins, jener kompensiert die hohen Inflationsraten aber bisher (noch) nicht. Gegenläufige Effekte würden sich einstellen, sobald aufgrund eines Anstiegs des nominellen Zinsniveaus die Renditeforderungen der Investoren wieder ansteigen würden.

Stabilität in den Mechanismen?

Wie stellt sich die aktuelle Situation an den Märkten dar? Hier zeigen gerade die Entwicklungen von Kapitalkostenparametern der letzten Monate interessante Verläufe. Nachfolgend zeigen wir, dass der Einfluss der Inflation auf die Renditeerwartungen bzw. Renditeforderungen von Investoren möglicherweise zeitverzögert bzw. sprunghaft erfolgt.

Denn trotz der angestiegenen Inflationserwartung in den letzten 18 Monaten zeigen die Märkte erst in jüngster Zeit signifikante Reaktionen bei den Renditeerwartungen. Ursächlich hierfür kann unter anderem der kommunizierte Richtungswechsel der EZB bei ihrer Einschätzung zu Ursachen und Zeithorizont dieser hohen Inflationsphase sowie wachsende Unsicherheiten und somit steigende Risikoaversionen sein.

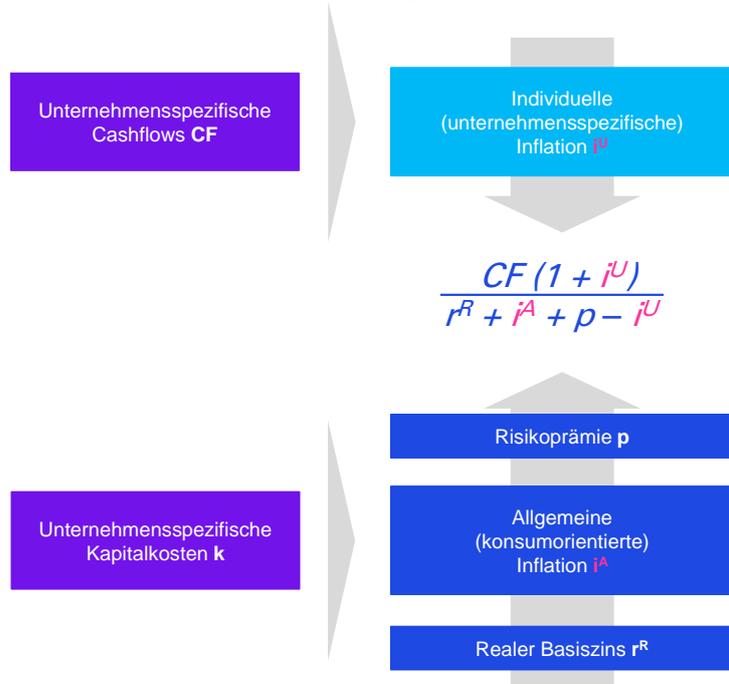
Bei der Bestimmung der für Bewertungen notwendigen Renditeerwartungen hat sich in der jüngeren

Bewertungspraxis ein paralleler Ansatz bewährt: Zur Festlegung belastbarer Bandbreiten erfolgt weiterhin eine Orientierung an beobachtbaren Vergangenheitsdaten, die Erfahrungen aus der Historie lassen Überreaktionen der Märkte rückblickend identifizieren. Die konkrete Bestimmung aktueller Renditeerwartungen erfolgt auf der Basis aktueller Kapitalmarktdaten mittels impliziter Ansätze. Die Gefahr der Übertragung von nicht sachgerechten verwendbaren Kapitalmarktdaten aus möglichen aktuellen Überreaktionen lässt sich durch die Orientierung an den historischen Bandbreiten reduzieren.

Entwicklung der impliziten Renditeerwartungen

Die nachstehende Grafik zeigt, dass zwischen Mitte 2020 bis Ende 2021 eine relativ konstante implizite nominelle Gesamtrendite von rund 7,7 % an den Kapitalmärkten messbar war. Die Inflationserwartungen verharrten um das kommunizierte Inflationsziel der EZB von ca. 2 % oder lagen sogar darunter. Der durch die Interventionen der EZB fixierte nominelle Basiszins verharrte um ca. 0 %, was zu einer Periode negativer realer Basiszinssätze führte. Deutlich erkennbar ist, dass die ansteigenden Inflationserwartungen im letzten Jahr sich im letzten Jahr zunächst nicht auf die nominellen Gesamtrenditen auswirkten, auch die EZB behielt den Kurs der Nullzinspolitik bei. Im Ergebnis führte dies zu stark rückläufigen realen Gesamtrenditen und zum Teil durch expansive Geldpolitik unterstützte Anstiege der Preise an den Aktien- und Immobilienmärkten. Mit Beginn des Jahres 2022 ist ein deutlicher Anstieg der impliziten nominellen Gesamtrenditen und infolge des Kurswechsels der EZB auch des nominellen Basiszinssatzes zu beobachten. Der Anstieg der impliziten nominellen Gesamtrendite resultiert aus rückläufigen Aktienmärkten, die nicht durch reduzierte Ergebnisenerwartungen der Analysten kompensiert werden. Während in den vergangenen 20 Jahren die Gesamtrenditen vor allem von der Risikowahrnehmung in den Krisen geprägt waren, rückt jetzt offenbar in einem viel größerem Umfang als bislang die tatsächliche Inflation, die Inflationserwartungen sowie mögliche Folgeinterventionen der Zentralbanken stärker in den Vordergrund. So stiegen die langfristig kapitalmarktorientiert abgeleiteten Inflationserwartungen zuletzt stark an und zeigen aktuell einen sich stabilisierenden Trend.

Inflation und Unternehmensbewertung



¹ Vereinfachung: $r^N \approx r^R + i$, korrekt ist: $r^N = (1 + r^R)(1 + i) - 1$

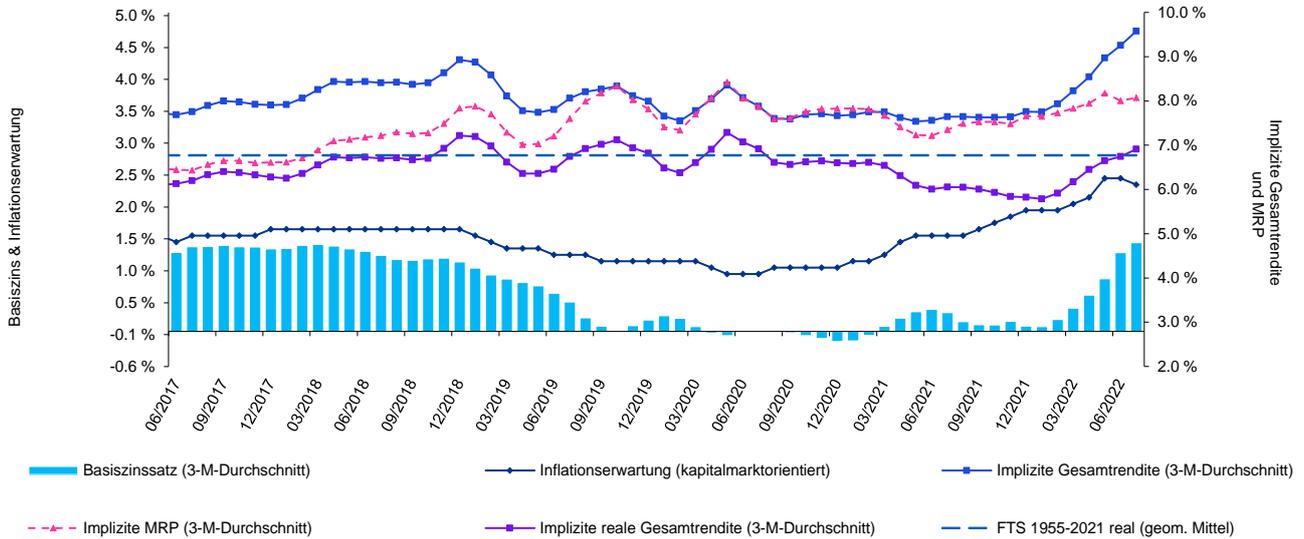
Quelle: KPMG, Deutschland, 2022

Auswirkungen auf Kapitalkostenparameter

Vor dem Hintergrund der „Rückkehr der Inflation“ sind bestehende Kalküle kritisch zu hinterfragen und ggf. zu adjustieren. Zur Erfassung der inflationsbedingten Wirkungen auf die Kapitalkosten empfiehlt sich der Rückgriff auf Realrenditebandbreiten der Vergangenheit. Die aktuellen nominellen Gesamtrenditen führten Anfang 2021 zunächst zu rückläufigen Realrenditen am unteren Ende einer historischen Bandbreite von Realrenditen in Deutschland. Mit Beginn des Jahres 2022 stieg die Realrendite durch die gestiegene Risikowahrnehmung vor dem Hintergrund der verschiedenen Krisensituationen und der geänderten Notenbankpolitik zwar deutlich an, kehrte bislang jedoch lediglich auf ihr langjähriges Mittel zurück. Vor diesem Hintergrund besteht für eine Begrenzung nomineller Renditeerwartungen aufgrund einer etwaigen risikogepägten Überreaktion der Märkte aktuell kein Anlass. Die aus langjährigen Beobachtungen resultierenden Nominalrenditebandbreiten basieren auf „normalen“ Inflationsszenarien der Vergangenheit. Sie bilden bei sich signifikant verändernden Umfeldbedingungen stark steigender Inflation keine hinreichend belastbaren Bandbreiten mehr. Wir empfehlen daher die Orientierung an einer um die aktuelle Inflation angepassten Nominalrenditebandbreite auf der Basis einer Bandbreite beobachteter historischer Realrenditen.

Vor diesem Hintergrund und korrespondierend zu den gestiegenen Unsicherheiten liegen trotz Anstieg des Basiszinssatzes bei parallelem Anstieg der Gesamtrenditeerwartungen aktuelle Marktrisikoprämien am oberen Ende der vom FAUB des IDW

Entwicklung der impliziten Gesamtrendite



Quelle: KPMG, Deutschland, 2022

seit dem 22. Oktober 2019 empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie von 6,0 % bis 8,0 %. In Kombination mit dem angestiegenen Basiszins ergibt sich aktuell eine Gesamtrenditeerwartung von leicht oberhalb 9,0 %. Diese bewegt sich aufgrund der derzeit über dem üblichen Korridor historischer Größen liegenden Inflationserwartungen leicht über der vom FAUB im Jahr 2019 genannten Orientierungsbandbreite für die Gesamtrendite von 7,0 % bis 9,0 % unter jedoch damaligem Inflationsregime.

Die Entwicklung im Gesamtbetrachtungszeitraum zeigt, dass Gesamtrenditen aufgrund von Risikoaspekten und nunmehr verstärkt hinzutretenden inflationsbedingten Effekten ebenso im Zeitablauf

schwanken wie hieraus abgeleitete Marktrisikoprämien nach Abzug des jeweils relevanten Basiszinses. Grundsätzlich korrelieren Basiszinssatz und Marktrisikoprämie in vielen Phasen negativ, die Volatilität der Marktrendite ist mithin geringer als die von Basiszinssatz und Marktrisikoprämie. Zudem sei noch einmal darauf hingewiesen, dass sich die Veränderungen der Inflationserwartungen auch in Business-Plänen und nachhaltigen inflationsbedingten Wachstumsraten widerspiegeln müssen und so kompensierend auf den Anstieg der Gesamtrendite wirken können Basis einer Bandbreite beobachteter historischer Realrenditen.

Nutzung von ESG-Daten –

Einblicke in Geschäftsmodelle über die finanziellen Kennzahlen hinaus



Veränderungen durch Aspekte aus den Bereichen Environmental, Social und Governance (ESG – zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) beeinflussen die Geschäftsaktivitäten von Unternehmen oftmals erheblich, und die Umwälzungen werden sich in Zukunft noch deutlich verstärken. Unternehmen stehen nicht nur vor der Herausforderung, ihre Nachhaltigkeitsberichtserstattung neu auszurichten, sondern vor allem davor, ihre bestehenden Geschäftsmodelle unter Berücksichtigung der ESG-Aspekte „fit“ für die Zukunft zu machen. Diese teils gravierenden Veränderungen von Geschäftsmodellen führen auch in Unternehmensbewertungen zu hohen Unsicherheiten; sie sind gleichwohl für Bewerter:innen keine unbekannte Herausforderung. In der Bewertungspraxis gilt weiterhin, sich auf das jeweils aktuell Machbare zu konzentrieren: die Identifikation, Quantifizierung und Implementierung von ESG-Aspekten in das Bewertungskalkül. Hierbei sollte ein deutlicher Fokus auf der Analyse von Geschäftsmodellen beziehungsweise deren Veränderungen und dem Verständnis für die komplexen Zusammenhänge in Unternehmen und Märkten liegen. Hierzu können schon heute ESG-Daten für Analyse- und Benchmarkingzwecke genutzt werden, die einen zusätzlichen Einblick in das Unternehmen über die finanziellen Kennzahlen hinaus erlauben.

Nachhaltigkeitsreporting im Wandel zur verlässlichen Datenquelle

Aktuell steht eine Vielzahl von Unternehmen vor der Herausforderung, ein Nachhaltigkeitsreporting gemäß der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) aufzubauen bzw. ihr bestehendes nicht finanzielles Reporting daran anzupassen. So werden die von der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) zu erarbeitenden Standards, ähnlich wie internationale Berichtsstandards für die finanzielle Berichterstattung, klare Vorgaben hinsichtlich des Inhaltes, Umfangs und der Präsentation der Nachhaltigkeitsberichtserstattung beinhalten und zudem sektorspezifische Vorgaben berücksichtigen. So herausfordernd diese Erweiterung der Berichtspflichten für Unternehmen ist, so erfreulich ist die Entwicklung für alle Adressaten der finanziellen und nicht finanziellen Berichterstattung – zum Beispiel im Rahmen von Unternehmensbewertungen.

Denn eine „gute“ Nachhaltigkeitsberichterstattung kann zusätzliche Einblicke in die operativen Prozesse des Unternehmens und somit in die künftige Wettbewerbsfähigkeit und voraussichtliche Ertragskraft ermöglichen. Voraussetzungen sind jedoch einheitliche, verpflichtende sowie überprüfbare Reporting- und Präsentationsstandards, die die Analyse und Vergleichbarkeit der sogenannten ESG-Daten ermöglichen und damit das Nachhaltigkeitsreporting auf eine vergleichbare Stufe zum finanziellen Reporting heben.

Relevanz von ESG-Aspekten in der Unternehmensbewertung

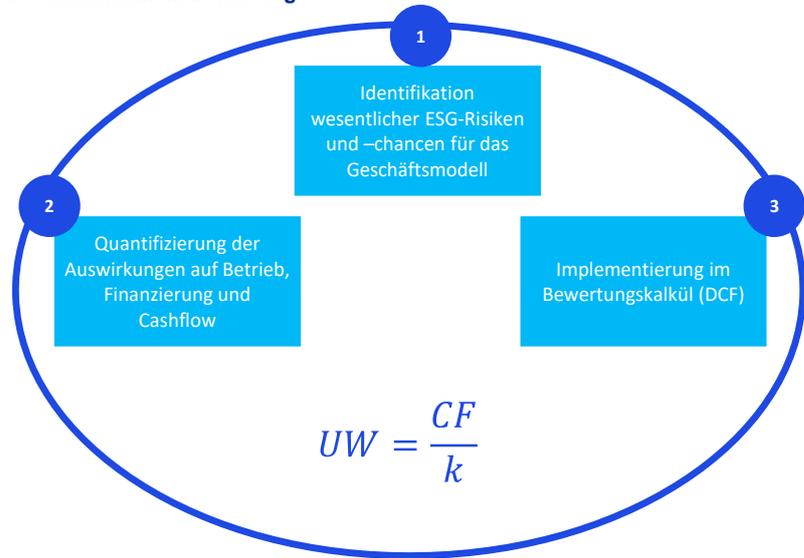
ESG-Aspekte sind insbesondere vor dem Hintergrund der künftigen Wettbewerbsfähigkeit von Geschäftsmodellen und Unternehmen in der Unternehmensbewertung von hoher Relevanz. Die Frage, wie sich ein Geschäftsmodell verändern muss, um beispielsweise in Bezug auf die

Klimakrise, Ressourcenknappheit oder sich verändernde Sozialstandards profitabel zu bleiben, ist zentral in jeder Unternehmensbewertung.

Schritt 1: Identifikation wesentlicher ESG-Risiken und -Chancen für das Geschäftsmodell

Die Vielzahl von ESG-Aspekten macht im Rahmen der Geschäftsmodellanalyse eine Fokussierung auf die materiellen Themenstellungen erforderlich. Hinzu kommt, dass nicht alle ESG-Aspekte gleich große Implikationen auf das Geschäftsmodell und folglich auf den Wert eines Unternehmens haben.

Drei Schritte zur Berücksichtigung von ESG-Aspekten im Rahmen der Unternehmensbewertung



Quelle: KPMG, Deutschland, 2022

Für Zwecke der Fokussierung ist eine sektor- und unternehmensspezifische Analyse notwendig. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie die ESG-Aspekte identifiziert werden können, die für das spezifische Bewertungsobjekt relevant und wesentlich sind, und welche Datenquellen genutzt werden können. Einen vergleichsweise schnellen Überblick ermöglichen die Wesentlichkeits-einstufungen der internationalen Nachhaltigkeitsstandards, wie zum Beispiel der des Sustainability Accounting Standards Boards (SASB), das sektorspezifische Wesentlichkeitsanalysen inklusive einer Kurzbeschreibung der Grundthematik zur Verfügung stellt. Der sogenannte Materiality Finder von SASB greift aus 26 ESG-Aspekten die für den spezifischen Sektor relevanten ESG-Themenstellungen heraus.

Den ESG-Ratings der verschiedenen Ratinganbieter liegen ebenfalls Gewichtungen zugrunde, die Wesentlichkeitsüberlegungen der verschiedenen ESG-Themen auf Sektorebene folgen. Diese sind jedoch nicht immer transparent offengelegt und verändern sich im Zeitablauf.

Industrie- und Marktstudien ebenso wie Analysten-reports behandeln zunehmend wesentliche ESG-Risiken und -Chancen und liefern neben einer sektoralen Sicht auch teilweise eine Einordnung der verschiedenen Wettbewerber im Sektor.

Einen unternehmensinternen Einblick liefert die Unternehmenskommunikationen mit ihren verschiedenen Berichten und Veröffentlichungen, die sich aufgrund der geltenden Reportinganforderungen hinsichtlich der Quantität und Qualität jedoch teilweise deutlich unterscheiden. Die Nutzung mehrerer der oben beschriebenen Quellen, ermöglicht sowohl eine externe als auch interne Sicht auf die verschiedenen ESG-Aspekte und damit Hinweise, welche ESG-Risiken und -Chancen für eine weitere Analyse herausgegriffen werden

sollten. So können nachfolgend beispielsweise ESG-Aspekte im Rahmen der Planungsgespräche thematisiert werden, die in Industrie- oder anderen externen Studien aufgezeigt werden, aber im Nachhaltigkeitsreporting des Unternehmens nur kurz oder nicht thematisiert werden. Auch die Einbindung von Branchenexpert:innen ist sinnvoll, da gerade diese die aktuellen – ggf. auch medialen – Diskussionen und Trends basierend auf zusätzlichen Fakten und Erfahrung sachgerecht einschätzen können.

2. Schritt: Quantifizierung der Auswirkungen auf Betrieb, Finanzierung und Cashflow

Nach Abschluss der Identifikation der ESG-Aspekte, die für die Unternehmensbewertung eine wesentliche Rolle spielen, sind in einem zweiten Schritt deren Auswirkungen auf die operativen Prozesse bzw. die Finanzierung zu quantifizieren. Voraussetzung hierfür ist, dass die komplexen Zusammenhänge im Unternehmen und in seinem Umfeld verstanden und die ESG-Aspekte nicht „künstlich“ vereinfacht worden sind. So ist beispielsweise im gesamten Kontext der Emissionsreduktion beziehungsweise CO₂-Bepreisung nicht nur über erhöhte operative Kosten nachzudenken, sondern auch beispielsweise zu hinterfragen,

- inwiefern höhere Energiekosten an Kunden überwältigt werden können,
- welche Auswirkungen eine Überwälzung auf die Absatzzahlen hätte,
- ob gewisse Produkte ggf. eingestellt werden müssten,
- welche technologischen bzw. prozessualen Alternativen es gäbe,
- wie der Wettbewerb sich hierauf einstellen wird?

In diesem Zusammenhang ist beispielsweise auch zu hinterfragen, ob kurz-, mittel- und langfristig die für die Produktion erforderliche Energie bzw. die erforderlichen Energieträger weiterhin zur Verfügung stehen.

Nachfolgend sollte eine entsprechende Treiberlogik aufgebaut werden, um auf dieser Basis die richtigen operativen Kennzahlen zu identifizieren und zu analysieren. Die im Nachhaltigkeitsreporting veröffentlichten Informationen liefern hierbei einen zusätzlichen Einblick in die operativen Prozesse, die über die finanziellen Kennzahlen hinausgehen. Beispiele aus der Automobilindustrie sind in der unten aufgeführten Tabelle dargestellt.

Mithilfe von ESG-Daten kann der aktuelle Status quo des Unternehmens mit seinen Wettbewerbern verglichen und somit Aussagen des Managements, wie gut sich beispielsweise das Unternehmen bereits heute auf die sich ändernden Rahmenbedingungen eingestellt hat, überprüft und hinterfragt werden. Zudem ermöglichen die Daten eine Prüfung der zugrundeliegenden Strategie und der geplanten Schritte des Managements.

Obenstehende Daten können in weiteren Analysen zeigen, wie das Bewertungsobjekt zum Beispiel in der für die Industrie sehr wichtigen Kennzahl der Flottenemissionen einzuordnen ist. Auf Basis solcher Analysen und öffentlich verfügbarer Informationen können Szenarien und kritische Schwellenwerte für die geplante und erforderliche Elektrifizierungsstrategie abgeleitet werden. Diese Form der Analyse dient der kritischen Plausibilisierung der selbst bzw. extern gesetzten Zielvorgaben sowie der angedachten Maßnahmen. Bei der Nutzung von ESG-Daten für Analyse- und Benchmarkingzwecke ist zu beachten, dass die Qualität und Vergleichbarkeit sowie die Breite und der Umfang der einzelnen Kennzahlen stark variieren kann.

Dies gilt sowohl sektoral als auch zwischen einzelnen Unternehmen. So führen komplexe und unübersichtliche Berichtsstrukturen in unterschied-

lichen Berichten des Unternehmens zu gegebenenfalls falschen beziehungsweise fehlenden Daten bei den Datenanbietern. Aktuell muss dies der Bewerter noch durch Stichproben oder Sektorwissen ausgleichen. In Zukunft wird sich das Problem durch eine höhere Berichtsquantität und -qualität zu den ESG-Aspekten und die angestrebte Veröffentlichung im maschinenlesbaren Format entschärfen.

3. Schritt: Implementierung im Bewertungskalkül

Die Erkenntnisse aus Schritt 2 erlauben es, festzulegen, wie die verschiedenen ESG-Aspekte im Bewertungskalkül berücksichtigt werden sollen. Hierfür gibt es eine Vielzahl von Möglichkeiten, die über den im Regelfall nicht sachgerechten Ansatz eines pauschalen Risikozuschlags hinausgehen:

- individuelle Berücksichtigung im Cashflow,
- Ermittlung von Sonderwerten,
- Verlängerung des Planungshorizonts,
- endliche Geschäftsmodelle (ohne Terminal Value),
- Adjustierung der Peer Group im Rahmen der Betafaktoranalyse,
- Risikoanpassungen auf Basis von Simulations- und Risikoanalysen.

Über deren konkrete Umsetzung im Bewertungskalkül werden wir in den nächsten Ausgaben unserer VAL News berichten.

Fazit

Die nationale als auch internationale Diskussion um das Thema „ESG in der Unternehmensbewertung“ ist teilweise von starken Unsicherheiten geprägt, wie ESG-Risiken und -Chancen in der Bewertung abgebildet werden sollten. Viele Themen in diesem Zusammenhang, wie zum Beispiel die Berücksichtigung zusätzlicher Risikozuschläge in den Kapitalkosten oder Risikoabschläge in den Cashflows,

ESG Benchmarking												
Unternehmen	Umwelt						Soziales			Unternehmensführung		
	Energie	Wasser	CO ₂	CO ₂	CO ₂	Abfall	Mitarbeitende	Mitarbeitende	Mitarbeitende	Diversität	ESG-Reporting	
	Gesamtenergieverbrauch / Umsatz \$m	Gesamtwasserverbrauch / Umsatz \$m	Gesamte CO ₂ -Emissionen / Umsatz \$m	Scope 3 Emissionen / Umsatz \$m	CO ₂ -Flottenausstoß g CO ₂ /km	Gesamtabfälle / Umsatz \$m	Mitarbeiterzufriedenheit %	Vertretung durch Gewerkschaften %	Fluktuation der Mitarbeitenden %	Geschlechtervielfalt der Führungskräfte %	Umfang des ESG-Reportings %	
OEM 1	339	41	20	8	285	0	--	--	60%	14%	96%	
OEM 2	204	47	7	646	119	8	98%	98%	4%	15%	84%	
OEM 3	170	39	6	538	99	6	82%	98%	4%	13%	70%	
OEM 4	341	123	23	2,747	187	8	--	72%	--	18%	100%	
OEM 5	371	209	35	--	193	12	--	64%	11%	9%	100%	
OEM 6	333	246	36	2,147	190	11	70%	85%	6%	0%	32%	
OEM 7	256	199	25	981	93	5	67%	68%	4%	0%	59%	
OEM 8	--	--	22	--	71	--	--	83%	3%	0%	37%	
OEM 9	186	63	13	--	104	5	--	--	6%	22%	100%	
OEM 10	772	693	69	--	116	3	--	--	1%	2%	7%	
OEM 11	2,680	66	--	--	--	8	--	0%	--	0%	51%	
OEM 12	252	--	20	1,433	96	--	--	--	3%	0%	21%	
OEM 13	286	153	26	1,355	100	9	82%	--	--	17%	100%	

Quelle: Factiva, Refinitiv

Hinweis: Die farblichen Markierungen der einzelnen Metriken basieren auf KPMG-Analysen. Grün kennzeichnet jeweils gutes Abschneiden im Vergleich zum Wettbewerb, rot verdeutlicht eine schlechtere relative Performance, die übrigen Farben entsprechende Zwischenstufen.

sowie beobachtbare Veränderungen bei den Betafaktoren oder der Marktrisikoprämie sind gegenwärtig noch nicht abzuschätzen beziehungsweise zu quantifizieren und müssen daher weiter beobachtet, analysiert und diskutiert werden. Auch wenn diese Diskussionen noch nicht abgeschlossen sind, ist unstrittig, dass die ESG-Aspekte dazu führen, dass sich Bewerter:innen noch intensiver mit den Geschäftsmodellen der Bewertungsobjekte und deren Zukunft auseinandersetzen müssen.

Hierfür sollten ESG-Daten als Analysegrundlage schon genutzt werden. Die Analyse der Geschäftsmodelle sollte hierbei sehr breit ausfallen – zum Beispiel in Bezug auf den zeitlichen Horizont, auf potenzielle geopolitische oder klimatische Risiken, auf neue technologische oder andere wettbewerbliche Herausforderungen und Chancen.

Eine vereinfachte und unreflektierte Fortschreibung etwaiger Vergangenheitszahlen oder auch einer Kurz- bis Mittelfristplanung in die ewige Rente – wie in der Vergangenheit bei etablierten Geschäftsmodellen oft üblich – wird für die überwiegende Anzahl von Geschäftsmodellen nicht mehr sachgerecht sein. Dies gilt auch und insbesondere für Bewertungsanlässe, bei denen vermeintlich eine „schnelle und einfache“ – sogenannte indikative – Bewertung ausreichend erscheint.

IFRS 16 –

der implizite Leasingzinssatz in der Praxis



Mit Einführung des IFRS 16 entstand bei Leasingnehmern die bilanzielle Notwendigkeit zur Erfassung eines Nutzungsrechts („right-of-use asset“) und einer Leasingverbindlichkeit („lease liability“). Mit der Ermittlung der Leasingverbindlichkeit ist in der Praxis auch die Ermittlung von geeigneten Diskontierungszinssätzen verbunden. Dieser Diskontierungszinssatz ist entsprechend der Regelung des IFRS 16 der implizite Leasingzinssatz („interest rate implicit in the lease“), sofern dieser ohne Weiteres verfügbar ist. Ist dies nicht der Fall, soll der Leasingnehmer auf seinen Grenzfremdkapitalzins („lessee’s incremental borrowing rate“) zurückgreifen. Schließt der Leasingnehmer einen neuen Leasingvertrag ab, setzt die Anwendung des impliziten Leasingzinssatzes voraus, dass der Leasingnehmer auf Informationen des Leasinggebers zurückgreifen kann, die eine Ableitung des impliziten Leasingzinssatzes ermöglichen. Ohne einen Informationsaustausch zwischen Leasinggeber und Leasingnehmer ist die Ableitung des impliziten Leasingzinssatzes nicht möglich.

Konzept des impliziten Leasingzinssatzes

Für Zwecke der Ermittlung von Zinssätzen für Leasingverbindlichkeiten im Rahmen der Anwendung des IFRS 16 kann grundsätzlich auf die zwei folgenden Konzepte zurückgegriffen werden (IFRS 16.26):

- Es ist vorrangig auf den internen bzw. impliziten Zinssatz abzustellen, der die aus Perspektive des Leasinggebers erwartete Verzinsung seiner Investition widerspiegelt.
- Sollte es dem Leasingnehmer nicht möglich sein, den internen Zinssatz des Leasinggebers verlässlich zu bestimmen, ist der Grenzfremdkapitalzinssatz heranzuziehen.

Auch wenn aus Sicht des Rechnungslegungsstandards dem Grunde nach unterschiedliche Vorgehensweisen zur Ableitung der Zinssätze bestehen, werden keine wesentlichen Unterschiede der Höhe nach für die beiden Zinssatzkonzepte erwartet. Die Basis of Conclusion zu IFRS 16 begründet dies wie folgt (BC 161):

„The interest rate implicit in the lease is likely to be similar to the lessee’s incremental borrowing rate in many cases. This is because both rates, as they have been defined in IFRS 16, take into account the credit standing of the lessee, the length of the lease, the nature and quality of the collateral provided and the economic environment in which the transaction occurs.“

Folglich unterscheiden sich die Zinssätze nach IFRS 16 konzeptionell insbesondere hinsichtlich der eingenommenen Perspektive, also die Leasinggeber- versus die Leasingnehmersicht. Der vorliegende Beitrag fokussiert die Leasinggeberperspektive und wie eine Ableitung des impliziten Zinssatzes in der Praxis erfolgt.“

Relevante Informationen für die Ableitung des impliziten Leasingzinssatzes

Die Definition des impliziten Zinssatzes gemäß IFRS 16.A konkretisiert die Investitionsperspektive aus Sicht des Leasinggebers wie folgt:

Der Zinssatz, bei dessen Anwendung die Summe der Barwerte

- a) der Leasingzahlungen und
- b) des nicht garantierten Restwerts übereinstimmt mit der Summe aus
 - (i) dem beizulegenden Zeitwert des zugrunde liegenden Vermögenswerts und
 - (ii) allen etwaigen anfänglichen direkten Kosten des Leasinggebers.

Der implizite Leasingzinssatz ist somit ein Zusammenhang, der in der unten aufgeführten Gleichung zum Ausdruck kommt, die die Grundlage für die Beschaffung der relevanten Informationen zur Zinssatzableitung darstellt.

Für die Ableitung des impliziten Zinssatzes sind – wie die unten stehende Gleichung darlegt – Informationen heranzuziehen, die in der Sphäre des Leasinggebers verfügbar sind:

- Unter Leasingzahlungen sind alle Zahlungen zu erfassen (zzgl. aller zu erhaltenden etwaigen Restwertgarantien), die ein Leasingnehmer an einen Leasinggeber leistet, um das Recht zu erhalten, einen zugrunde liegenden Vermögenswert über die Laufzeit des Leasingverhältnisses zu nutzen. Nicht als Leasingzahlungen zu betrachten sind Zahlungen für Nichtleasingkomponenten (IFRS 16.A „Leasingzahlungen“).
- Der nicht garantierte Restwert ist der Anteil vom Restwert des zugrunde liegenden Vermögenswerts, dessen Realisierung durch einen Leasinggeber nicht gesichert ist oder nur durch eine mit dem Leasinggeber verbundene Partei garantiert wird (IFRS 16.A „Nicht garantierter Restwert“).
- Der beizulegende Zeitwert stellt im Zusammenhang mit den im IFRS 16 enthaltenen Bilanzierungsvorschriften den Betrag dar, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartner:innen ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld beglichen werden könnte (IFRS 16.A „Beizulegender Zeitwert“).

- Anfängliche direkte Kosten des Leasinggebers sind zusätzliche Kosten, die bei der Erlangung eines Leasingverhältnisses entstehen und ohne dessen Abschluss nicht angefallen wären, mit Ausnahme der Kosten, die einem Leasinggeber, der Hersteller oder Händler ist, in Verbindung mit einem Finanzierungsleasing entstehen (IFRS 16.A „Anfängliche direkte Kosten“).

Konzeptionell zeigt sich der Zusammenhang zwischen dem beizulegenden Zeitwert des Vermögenswerts (wenn direkte anfängliche Kosten des Leasinggebers vernachlässigt werden) und zwei Barwerten aus Leasingzahlungen und Restwert. Hier wird die Bedeutung des Begriffs „implizit“ deutlich: Es ist ein Zinssatz, der sich als interner Zinssatz einer Investition des Leasinggebers einstellt. Der implizite Zinssatz ist folglich der Zinssatz, der im Rahmen der Barwertermittlungen dazu führt, dass die Summe der Barwerte aus Leasingzahlungen und Restwert genau dem Zeitwert des Vermögenswerts (zzgl. anfänglicher direkter Kosten) entspricht.

Umsetzung in der Praxis

In der Praxis haben sich folgende drei Schritte für die Ableitung des impliziten Zinssatzes etabliert:

1. Schritt: Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts des Vermögenswerts

Voraussetzung hierfür ist, dass der Vermögenswert identifiziert wird, der Gegenstand des Leasingverhältnisses ist. Hierbei ist grundsätzlich vom Einzelbewertungsgrundsatz auszugehen. Alternativ ist ein Portfolioansatz möglich. Bei der Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts gelten die Grundsätze der Zeitwertermittlung wie sie in IFRS 13 („Bemessung des beizulegenden Zeitwerts“) verankert sind. Liegen keine Marktpreise für die Vermögenswerte vor, ist eine Fair-Value-Ermittlung mit den üblichen Methoden vorzunehmen. Dabei kommen regelmäßig Discounted-Cashflow-Verfahren zum Einsatz, und es fließen unter anderem Nutzungsdauern aus wirtschaftlicher Perspektive in die Fair-Value-Ermittlung des Vermögenswerts ein. Diese wirtschaftlichen Nutzungsdauern beeinflussen auch die Höhe der Kosten, die mit dem Vermögenswert zusammenhängen.

Informationen zur Ableitung des impliziten Zinssatzes



Quelle: IFRS 16.A

Darunter fallen beispielsweise Wartungskosten, denn diese sind bei neuwertigen Leasinggegenständen geringer als bei älteren Leasinggegenständen. Insofern ist bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflows eine vermögenswertspezifische Ableitung vorzunehmen. Sofern diese Cashflows aus einer Unternehmensplanung abgeleitet werden, sind Kostenallokationen, die den Lebenszyklus einzelner Vermögenswerte abbilden, ebenso wie Gemeinkosten des Leasinggebers zu berücksichtigen, sofern diese dem identifizierten Leasinggegenstand zuzurechnen sind. Gleichermaßen sind bei der Ableitung der zu diskontierenden Cashflows Ertragssteuern in die Kalkulation einzubeziehen. Zur Diskontierung sind risikoadjustierte Kapitalisierungszinssätze (Nachsteuergrößen) zugrunde zu legen.

2. Schritt: Bestimmung der Leasingzahlungen aus Leasinggebersicht

Bei der Bestimmung der Leasingzahlungen aus Leasinggebersicht ist die Konsistenz mit den Erlösen sicherzustellen, die in die Fair-Value-Ermittlung einfließen. Dies gilt insbesondere, wenn eine Fair-Value-Ermittlung auf der Grundlage von Discounted-Cashflow-orientierten Verfahren erfolgt. Dabei ist sicherzustellen, dass die geplanten Leasingzahlungen mit den vertraglich vereinbarten Leasingzahlungen übereinstimmen.

3. Schritt: Bestimmung des garantierten Restwerts

Der Restwert kann als der (geschätzte) zukünftige Marktwert des Vermögenswerts betrachtet werden, der Gegenstand des Leasings ist. Auch hierbei ist die Konsistenz mit den Fair-Value-Ermittlungen für den Vermögenswert im vorstehend beschriebenen ersten Schritt sicherzustellen.

Die drei Komponenten (das heißt wenn direkte anfängliche Kosten des Leasinggebers als vierte Komponente zu vernachlässigen sind) werden in ein Gleichungssystem überführt und der implizite Zins ist das Ergebnis, das heißt die auf Basis des impliziten Zinssatzes ermittelten Barwerte aus Leasingzahlungen und Restwert entsprechen genau dem Zeitwert des Vermögenswerts zum Stichtag der Ableitung. Auf diese Weise stellt der implizite Zins sicher, dass die Leasingzahlungen inklusive Restwert dem Zeitwert des Vermögenswerts entsprechen. Dies soll anhand des nachfolgenden (vereinfachten) Beispiels verdeutlicht werden:

Exemplarisch schließt der Leasingnehmer einen neuen Leasingvertrag über einen Leasinggegenstand (z. B. Infrastruktur/Immobilie) mit dem Leasinggeber ab. Der beizulegende Zeitwert des Leasinggegenstands beträgt zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses 1.000.000 Euro (z. B. mittels Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt).

Die Anmietung erfolgt für 5 Jahre. Leasingzahlungen in Höhe von 100.000 Euro p. a. werden zum Jahresende geleistet. Der geschätzte Marktwert des Leasinggegenstands am Ende der Leasinglaufzeit nach 5 Jahren beträgt 800.000 Euro. Daraus ergibt sich ein impliziter Leasingzinssatz von 6,5 %.

Aus dem Kalkül zur Ableitung impliziter Leasingzinssätze wird deutlich, dass der implizite Zinssatz ein Bruttozins ist, da Kosten und Steuern Einfluss auf beizulegende Zeitwerte haben, während es sich bei den Leasingzahlungen um eine Erlösgröße aus Sicht des Leasinggebers handelt – vor Kosten und Steuern. Insofern ist der implizite Zinssatz des Leasinggebers eine nicht beobachtbare Größe, die individuell von den Einflussgrößen auf Zeitwert des Vermögenswerts, Höhe der Leasingzahlung und des geschätzten Restwerts abhängig ist.

Für die Anwendung des Konzepts des impliziten Leasingzinssatzes hat der Leasingnehmer bei neuen Leasingverhältnissen durch Regelungen mit dem Leasinggeber sicherzustellen, dass auch für etwaige zukünftige Neubewertungen Zugriff auf Informationen des Leasinggebers besteht. Sollte es sich bei den relevanten Daten für die Zinssatzermittlung um sensitive Informationen des Leasinggebers handeln, die zwar für die Ableitung des impliziten Zinssatzes essenziell sind, aber nicht an den Leasinggeber übermittelt werden sollen bzw. dürfen, könnte organisatorisch eine gesonderte Datenerhebung und Verarbeitung zum Beispiel durch eine Drittpartei wie eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vorgenommen werden. Nur das Ergebnis, also der implizite Leasingzinssatz selbst, und ggf. weitere nicht sensitive Informationen werden dann an den Leasingnehmer übermittelt.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Newsletter kostenlos
abonnieren

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

Sprechen Sie uns an



Stefan Schöniger
Partner

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



Dr. Andreas Tschöpel
Partner

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

kpmg.com/socialmedia



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

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