

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 40. Ausgabe unserer Valuation News in einer Jubiläumsausgabe erneut aktuelle Themen in Bezug auf die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Zunächst fassen wir die Ergebnisse der aktuellen Kapitalkostenstudie 2023 zusammen. Diese steht unter dem Motto „Unvorhersehbarkeit steigt! – Zinsen auch? Was sind Ursachen, was sind Symptome?“ und beleuchtet unter anderem den Einfluss erhöhter Unsicherheiten und flankierender Zins- und Inflationsentwicklungen auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditeerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen.

Der zweite Beitrag befasst sich mit der Berücksichtigung von Verschuldung im Rahmen der Unternehmensbewertung und stellt den neuen Bewertungshinweis 1/2023 vor. Der Bewertungshinweis unterscheidet zwischen den Bewertungsgrundsätzen bei gering und normal verschuldeten Unternehmen und Besonderheiten bei der Bewertung hoch bzw. überhöht verschuldeter Unternehmen.

Abschließend stellen wir eine Schärfung der Perspektive zu der oftmals im Rahmen der Ableitung der Kapitalkosten zur Anwendung kommenden Länderrisikoprämie vor und diskutieren einerseits die konzeptionelle Erfassung unterschiedlicher Risiken (Operative Risiken versus Ausfallrisiken) und andererseits die praktikable empirische Messbarkeit etwaiger Risiken.

Inhalt

1

Kapitalkostenstudie 2023 – Unvorhersehbarkeit steigt! – Zinsen auch? Was sind Ursachen, was sind Symptome?
Seite 2

2

Berücksichtigung der Verschuldung – Der neue IDW Bewertungshinweis 1/2023
Seite 7

3

Schärfung der Perspektive zur Länderrisikoprämie – Operative Risiken und Ausfallrisiken
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

Kapitalkosten- studie 2023 –

**Unvorhersehbarkeit steigt! –
Zinsen auch? Was sind
Ursachen, was sind Symptome?**



Vor Kurzem wurde die 18. 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 für Unternehmenswerte und Unternehmenswertentwicklungen dar. Die diesjährige Ausgabe steht unter dem Motto „Unvorhersehbarkeit steigt! – Zinsen auch? Was sind Ursachen, was sind Symptome?“. Die Studie beleuchtet unter anderem den Einfluss erhöhter Unsicherheiten und flankierender Zins- und Inflationsentwicklungen auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditeerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen. Die diesjährige Resonanz zeigt erneut die hohe praktische Relevanz der jährlichen Kapitalkostenstudie. Insgesamt haben 322 Unternehmen an der Studie teilgenommen. Darunter sind 240 Unternehmen mit Sitz in Deutschland, wobei 65 Prozent der DAX-40 Unternehmen vertreten sind.

Die Abfolge von Krisen, die sich in immer kürzeren Abständen ereignen und negative wirtschaftliche Folgen nach sich ziehen, hat nach der Covid-19-Pandemie mit dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine im vergangenen Jahr angehalten und setzt sich aktuell mit den jüngsten Konflikten in Israel fort. Eine mittelfristige Analyse der großen regionalen Wirtschaftsräume und der Inflations- und Zinsentwicklungen zur Prognose ihrer zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen wird durch diese vielen Krisen zunehmend komplexer. Eine Vielzahl an sich teilweise überschneidenden Sondereffekten tritt auf. Dem Motto der Studie folgen auch die begleitenden Schwerpunktthemen:

- Wachsende Divergenz? Hypothesen zur unterschiedlichen Entwicklung der globalen Wirtschaftsräume
- Entfesselte Inflation? Die Interaktion der Zentralbanken mit den Kapitalmärkten?
- Navigieren in zunehmender Unsicherheit? Entwicklung von Renditeerwartungen in turbulenten Zeiten

Die Befragung der Unternehmen erfolgte zwischen April und Juli 2023. Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlussstichtage lagen zwischen dem 30. September 2022 und dem 30. Juni 2023.

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

Die Studie umfasst unverändert umfangreiche Analysen nach Branchen und Teilbranchen sowie Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Die wesentlichen Ergebnisse der Studie stellen wir im Folgenden vor. Weitergehende Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Planungsrechnungen, Kapitalkosten, Inflation und ESG finden sich in der Kapitalkostenstudie 2023. Diese können Sie über diesen [Link](#) einsehen bzw. herunterladen. Wie in den Vorjahren haben Sie dort mit der [Kapitalkostenstudie-2023-Tableau](#) auch interaktive Auswertungsmöglichkeiten. Das gibt Ihnen die Möglichkeit, die für Ihr Unternehmen und/oder Branche relevanten Parameter individuell zusammenzustellen und damit spezifische Auswertungen vorzunehmen. Einen umfassenden Überblick über die Entwicklung der Kapitalkosten der letzten zehn Jahre kann über diesen Link [KPMG Valuation Data Source](#) abgerufen werden.

1. Ergebnisse der aktuellen Studie im Überblick

Planungshorizont: Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass der Trend im Vergleich zur Studie im letzten Jahr zu kürzeren Planungshorizonten geht. Ursachen für diese Entwicklung könnten erhebliche Planungsunsicherheiten aufgrund von geopolitischen Krisen sowie hohe Inflationsraten und steigende Zinsen sein.

Wachstumserwartungen: Das aktuelle Marktumfeld ist von erhöhter Unsicherheit geprägt. Dies wirkt sich sehr unterschiedlich auf die Wachstumserwartungen an Umsatz und EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) aus. Insgesamt ist das erwartete durchschnittliche Umsatzwachstum um 0,1 Prozentpunkte auf 5,6 Prozent gesunken, während das erwartete durchschnittliche EBIT-Wachstum um 3,0 Prozentpunkte auf 9,4 Prozent gestiegen ist. Die höchsten EBIT-Wachstumserwartungen sind in den Bereichen Technology, Chemicals & Pharmaceuticals sowie Transport & Leisure zu verzeichnen.

Inflationserwartungen: Im aktuellen Betrachtungszeitraum erwartet die Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen unternehmensspezifische Inflationsraten, die kurzfristig deutlich oberhalb des mittelfristigen, konsumorientierten Inflationsziels der Europäischen Zentralbank von 2,0 Prozent liegen. Mittel- bis langfristig erwartet die Mehrheit der Teilnehmenden unternehmensspezifische Inflationsraten zwischen 1,0 und 3,0 Prozent.

Planungsunsicherheit: Verlässliche Prognosen werden aufgrund der zunehmend kurzfristig aufeinanderfolgenden Krisen mit entsprechend negativen wirtschaftlichen Auswirkungen immer schwieriger. Rund 70 Prozent der teilnehmenden Unternehmen haben angegeben, dass sich die zunehmende wirtschaftliche Unsicherheit negativ auf ihre Geschäftsplanung auswirkt.

WACC: Die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Costs of Capital) liegen über alle Branchen hinweg bei 7,9 Prozent und damit signifikant über dem Niveau von 6,8 Prozent aus dem Vorjahr. Die höchsten gewichteten Kapitalkosten sind in den Sektoren Technology (9,2 Prozent), Automotive (8,3 Prozent) sowie Industrial Manufacturing (8,1 Prozent) zu verzeichnen. Die niedrigsten WACC sind mit 6,0 Prozent im Bereich Energy & Natural Resources und 7,6 Prozent bei Real Estate, Healthcare und Media & Telecommunications zu beobachten.

Basiszinssatz: Im Erhebungszeitraum ist der von den teilnehmenden Unternehmen verwendete Basiszinssatz von 0,3 Prozent auf 1,9 Prozent gestiegen. Nach dem Erhebungszeitraum stieg der Basiszinssatz in Deutschland auf 2,5 Prozent per Ende September 2023 weiter an. In Österreich und der Schweiz beläuft sich der Basiszinssatz zu diesem Stichtag auf 2,96 Prozent bzw. 0,9 Prozent.

Marktrisikoprämie: Die von den teilnehmenden Unternehmen angesetzte Marktrisikoprämie hat sich gegenüber dem Vorjahr um 0,3 Prozentpunkte auf 6,9 Prozent reduziert. Mehr als die Hälfte der Studienteilnehmenden mit Sitz in Deutschland haben eine Marktrisikoprämie von über 7,0 Prozent angesetzt. Die gesunkene Marktrisikoprämie hat damit nur in geringem Umfang den Anstieg beim Basiszinssatz kompensiert. Die Marktrisikoprämie liegt in der Mitte der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) empfohlenen Bandbreite von 6,0 Prozent bis 8,0 Prozent.

Betafaktoren: Im Erhebungszeitraum lag der durchschnittliche unverschuldete Betafaktor aller teilnehmenden Unternehmen bei 0,85, was einem marginalen Rückgang von -0,01 im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Die höchsten unverschuldeten Betafaktoren wurden in den Bereichen Technology (1,02) und Automotive (0,99) beobachtet. Energy & Natural Resources (0,59), Transport & Leisure (0,71) sowie Healthcare (0,74) weisen die niedrigsten unverschuldeten Betafaktoren auf.

Fremdkapitalkosten: Im Vergleich zum Vorjahr erhöhten sich die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten korrespondierend mit der Entwicklung des Basiszinssatzes um 1,8 Prozentpunkte auf 3,8 Prozent. Der implizite durchschnittliche Credit Spread (Differenz zwischen Fremdkapitalzinssatz und risikolosem Basiszinssatz), betrug in Deutschland während des Erhebungszeitraums 1,9 Prozent.

Impairment Test: Nach einem Rückgang der Anzahl an Unternehmen, die im vergangenen Jahr eine Wertberichtigung des Goodwills oder ihrer Vermögenswerte erfasst haben, zeigt die diesjährige Studie einen leichten Anstieg von Wertberichtigungen. Mögliche Ursachen für diesen Anstieg könnten in den wirtschaftlichen Auswirkungen der zahlreichen geopolitischen Krisensituationen sowie in den gestiegenen Zinsen und der Inflation liegen.

Triggering Event: Ein Drittel der teilnehmenden Unternehmen führte einen außerplanmäßigen Werthaltigkeitstest durch, der auf einem sogenannten „Triggering Event“ basierte. Wie in unserer Vorjahresstudie bereits erwartet, hat die Zahl der durch Kapitalkosten verursachten „Triggering Events“ infolge der gestiegenen Renditeerwartungen erheblich zugenommen.

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

Nachhaltigkeit: Im Vergleich zum Vorjahr hat die Bedeutung von ESG-Themen in den meisten Branchen, insbesondere im Automobilsektor, leicht abgenommen. Ob derzeit aufgrund der verschiedenen Krisensituationen andere Themen im Vordergrund stehen oder der Rückgang auf bereits implementierte Maßnahmen zurückzuführen ist, bleibt zu beobachten.

2. Ausgewählte Ereignisse im Detail

2.1 WACC

Nach einem leichten Anstieg der durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC) im vergangenen Jahr von 6,6 auf 6,8 Prozent ist im aktuellen Erhebungszeitraum ein signifikanter Anstieg auf 7,9 Prozent zu beobachten. Dieser Anstieg spiegelt sich auch in den einzelnen Branchen wider.

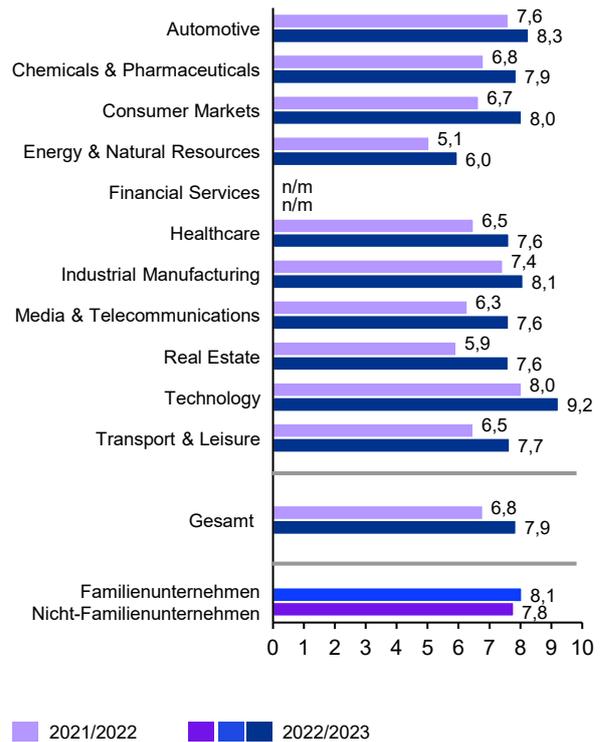
Ähnlich wie im Vorjahr sind die höchsten gewichteten Kapitalkosten in den Sektoren Technology (9,2 Prozent), Automotive (8,3 Prozent) sowie Industrial Manufacturing (8,1 Prozent) zu verzeichnen. Damit sind weiterhin die Branchen betroffen, in denen sich politische Vorgaben und technologiebedingte Veränderungen der Geschäftsmodelle besonders auswirken.

Im Vergleich zum Vorjahr sind die deutlichsten Anstiege der WACC in den Sektoren Real Estate (+ 1,7 Prozentpunkte), Media & Telecommunications (+ 1,3 Prozentpunkte) und Consumer Markets (+ 1,3 Prozentpunkte) zu beobachten. Keine Branche verzeichnet hingegen einen Rückgang der WACC.

2.2 Erhöhte Unsicherheit und anhaltend hohe Inflationsraten

Die Prognose der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen in großen regionalen Wirtschaftsräumen wird zunehmend anspruchsvoller aufgrund der Komplexität, die durch verschiedene Krisen wie die Covid-19-Pandemie, geopolitische Spannungen, ökologische Herausforderungen und gestiegene Zinsbelastungen entsteht. Diese Krisen führen zu einer Überlagerung von zahlreichen Sondereffekten. Ein bereits in früheren Ausgaben unserer Kapitalkostenstudie angesprochenen Aspekt – die Bewegung der Weltwirtschaft hin zu einem Zustand, in dem neue Krisen auftreten, bevor die Auswirkungen vorheriger Krisen gelöst sind – hat sich verstärkt. Dies hat zur Folge, dass negative Effekte kumulieren und zu steigender gesamtwirtschaftlicher Unsicherheit führen. Etwa 70 Prozent der teilnehmenden Unternehmen haben angegeben, dass wirtschaftliche Unsicherheit sich nachteilig auf ihre Geschäftsplanung auswirkt. Dennoch sehen die meisten Unternehmen dies nicht als Anlass, den Planungsprozess zu verändern.

Durchschnittlich verwendete WACC (nach Unternehmenssteuern) nach Branchen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

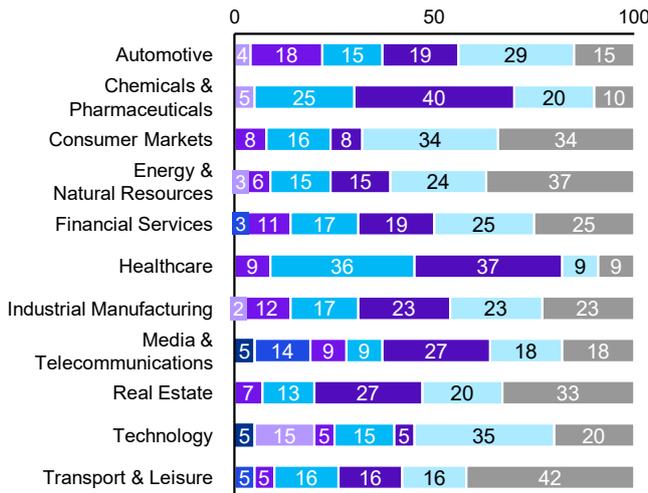
Inflationsraten auf Rekordniveau haben zuletzt die allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit noch verstärkt. Im aktuellen Erhebungszeitraum erwartet die Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen unternehmensspezifische Inflationsraten, die kurzfristig deutlich oberhalb des mittelfristigen, konsumorientierten Inflationsziels der Europäischen Zentralbank von 2,0 Prozent liegen (siehe Folgeseite). Als Hauptgründe hierfür werden höhere Energiepreise, Rohstoffknappheit und geopolitische Krisen wie der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine genannt. Erkennbar ist, dass die kurzfristigen Inflationserwartungen zwischenzeitlich einerseits rückläufig sind, sich die langfristigen Inflationserwartungen allerdings – gemessen am Inflationsziel der Zentralbanken – auf signifikant höherem Niveau verfestigen.

2.3 ESG weiterhin im Fokus

In den letzten Jahren hat sich die Berücksichtigung der ESG-Faktoren (Environmental, Social, Governance) für Unternehmen, Mitarbeitende und Anteilseigner zu einem entscheidenden Erfolgsfaktor in allen Branchen entwickelt. ESG umfasst eine Vielzahl von ökologischen, ökonomischen, sozialen und politischen Themen und Herausforderungen. Das Interesse sowohl interner als auch externer Stakeholder über den Einfluss des Geschäftsmodells eines Unternehmens auf die Gesellschaft und die Umwelt wird zunehmend größer. Darüber hinaus erhöhen gesetzliche Anpassungen wie der Europäische Green-Deal, die EU-Taxonomie, die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) und die Non-Financial Reporting Directive (NFRD) den Druck auf Unternehmen, zu handeln.

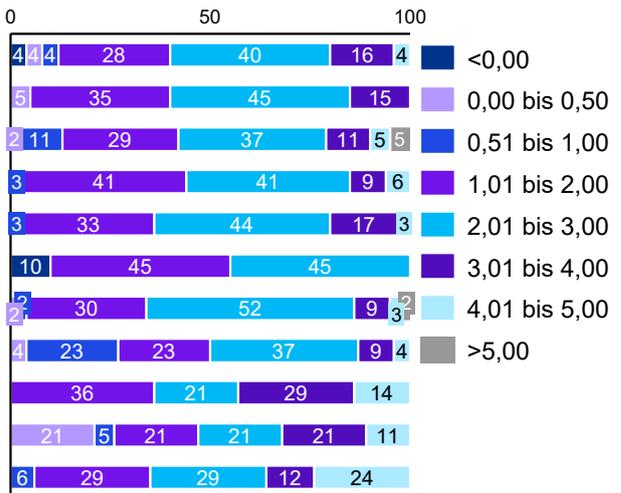
Kurzfristige unternehmensspezifische Inflationserwartungen

(Angaben in Prozent)



Mittel-/langfristige unternehmensspezifische Inflationserwartungen

(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

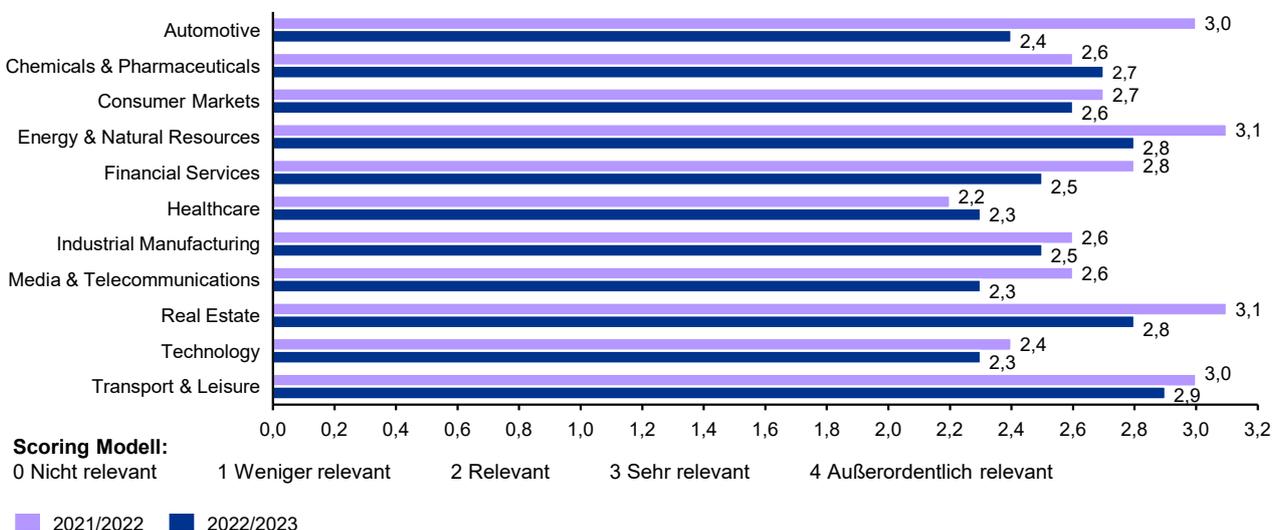
Die aktuellen Studienergebnisse zeigen, dass bei einer Vielzahl der Unternehmen die Auswirkungen von ESG-Themen auf die zukünftige Geschäftsentwicklung weiterhin einen hohen Stellenwert einnehmen, wobei die Bedeutung von ESG je nach Branche variiert. Im Vergleich zum Vorjahr ist jedoch eine leichte Abnahme der Bedeutung von ESG-Themen in den meisten Branchen, insbesondere im Automobilsektor, zu erkennen. Ob dies darauf zurückzuführen ist, dass angesichts der verschiedenen Krisensituationen andere Themen im Vordergrund stehen oder dies auf bereits implementierte Maßnahmen zurückzuführen ist, bleibt zu beobachten.

3. Zusammenfassung

Die bereits in vergangenen Ausgaben unserer Kapitalkostenstudie beschriebene Entwicklung, dass sich die globale Weltwirtschaft weiterhin einem Zustand nähert, in dem neue Krisen entstehen, bevor die Auswirkungen vorheriger Krisen gelöst wurden, hat sich tendenziell verstärkt. Negative Effekte können daher kumulieren. Die Beurteilung der konkreten Wirksamkeit von Maßnahmen von Zentralbanken und Regierungen wird hierdurch zusätzlich erschwert; der Spielraum für Maßnahmen wird begrenzt.

Relevanz von ESG-Themen nach Branchen

Gesamt (Scoring)



Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

Klar erkennbar hingegen sind die Auswirkungen der stark expansiven Geldpolitik der Zentralbanken seit 2008, die seit dem Jahr 2021 zu einem signifikanten Anstieg der weltweiten Inflation geführt haben. Als Reaktion hierauf haben die Zentralbanken ihre langjährige Niedrigzinspolitik aufgeben müssen. Unternehmen und Marktteilnehmer sehen sich in einem weiter herausfordernden Umfeld somit zusätzlich mit gestiegenen Zinsen konfrontiert.

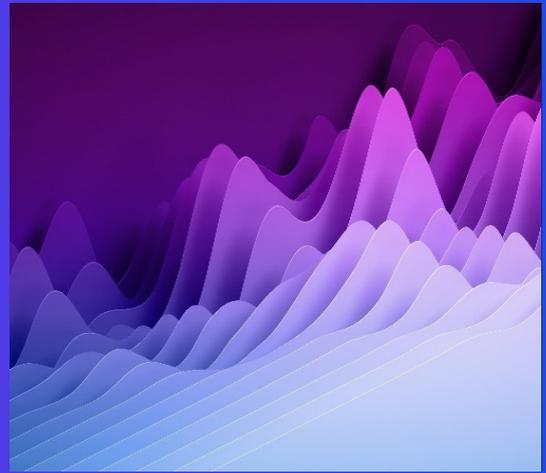
Das derzeit volatile Marktumfeld führt zu einer erhöhten Unsicherheit in der Unternehmensplanung. Steigende Kosten aufgrund von Inflation und begrenzte Spielräume für Preisanpassungen sowie wachsende Zinsbelastungen können die Profitabilität von Unternehmen in bestimmten Sektoren erheblich beeinträchtigen. Für fundierte Entscheidungen ist es weiterhin besonders empfehlenswert, bei der Ableitung der erwarteten Unternehmens-Cashflows auf Szenario- und Simulationsanalysen zu setzen.

Im Rahmen von Unternehmensbewertungen wird regelmäßig auf Kapitalmarktdaten zurückgegriffen. Aufgrund erhöhter Unsicherheiten empfiehlt es sich, (irrationale) Über- oder Unterschätzungen der Märkte zu analysieren, um eine unreflektierte Übertragung möglicher Überreaktionen der Märkte auf Bewertungskalküle zu vermeiden. Im momentanen Umfeld muss sowohl auf die impliziten Inflationserwartungen als auch auf die Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer fokussiert werden. Wir empfehlen daher ein fortlaufendes Monitoring der Kapitalmarktparameter. Die Entwicklung der von uns regelmäßig erhobenen bewertungsrelevanten Kapitalmarktparameter können über den Link [KPMG Valuation Data Source](#) abgerufen werden.

Daneben sollte das Thema ESG nicht aus dem Blick geraten – trotz der festgestellten Bedeutungsabnahme: Unternehmen sind zunehmend gefordert, sich mit ESG-Fragestellungen zu befassen und ein aussagekräftiges ESG-Reporting zu erstellen, um den Ansprüchen interner und externer Stakeholder gerecht zu werden.

Berücksichtigung der Verschuldung –

Der neue IDW Bewertungshinweis 1/2023



Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) hat im September 2023 den IDW Bewertungshinweis: Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW Bewertungshinweis 1/2023) verabschiedet. Der IDW Bewertungshinweis 1/2023 löst den vorangegangenen IDW Praxishinweis 2/2018 ab. Anlass der erstmaligen Überarbeitung waren Präzisierungen und Weiterentwicklungen. Der nachfolgende Beitrag gibt einen Überblick über die erfolgten Anpassungen.

Überblick der Anpassungen

Auch der neue Bewertungshinweis konkretisiert die Ausführungen des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F 2008) vor dem konkreten Hintergrund der Berücksichtigung der Verschuldung im Rahmen der Ableitung objektiver Unternehmenswerte und den Besonderheiten der praktischen Umsetzung des IDW S 1 bei hoch bzw. überhöht verschuldeten Unternehmen. Der erstmaligen Überarbeitung eines Praxis-/Bewertungshinweises eigen sind regelmäßig strukturelle Anpassungen und Präzisierungen. Der Bewertungshinweis unterscheidet weiterhin abschnittsartig zwischen den Bewertungsgrundsätzen bei gering und normal verschuldeten Unternehmen und Besonderheiten bei der Bewertung hoch bzw. überhöht verschuldeter Unternehmen.

Grundlegend neu strukturiert wurde der diesen Abschnitten vorstehende Abschnitt (Begriffliche) Grundlagen. Ergänzt wurde insbesondere eine Abbildung zu den Kapitalstruktur- und Ausfallrisiken, um die unterschiedlichen Risiken sowie ihre Positionierung zueinander zu illustrieren. Abgerundet wurde die Überarbeitung durch eine Präzisierung der Voraussetzungen der Ableitung eines objektivierte Unternehmenswertes bei überhöht verschuldeten Unternehmen.

Anpassungen im Abschnitt „(Begriffliche) Grundlagen“

Im Abschnitt (Begriffliche) Grundlagen wurde die bisherige Abbildung 1 der Abgrenzung von gering bzw. normal und hoch verschuldeten Unternehmen in Tz. 18 übernommen (Abbildung 1).

Während mit Bezug auf die Existenz materieller Ausfallrisiken eine eher konzeptionelle Anforderung der Abgrenzung beibehalten wurde, wurden bezüglich des Abgrenzungskriteriums Peer-Group-Vergleich weiterführende Erläuterungen aufgenommen. Bei diesem Kriterium handelt es sich im Wesentlichen um eine Anforderung in der Bewertungspraxis im Zusammenhang mit dem Rückgriff auf eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen zur Ableitung der für Bewertungszwecke benötigten Kapitalkosten. Insbesondere vor dem Hintergrund des ebenfalls neu aufgenommenen Begriffs der „Insolvenzkosten“ gewinnt dieses Abgrenzungskriterium an Relevanz, da Insolvenzkosten die kapitalstrukturbedingte Veränderung des bisherigen und ggf. mit einer Peer Group vergleichbaren operativen Geschäftsmodells beschreiben und mit zunehmender Verschuldung die Vergleichbarkeit der operativen Geschäftsmodelle sinkt. Eine unangepasste Weiterverwendung der bisherigen Peer Group kann vor diesem Hintergrund zu Fehlbewertungen führen. Vor diesem Hintergrund wurde dieses praxisorientierte Abgrenzungskriterium bereits im ersten Praxishinweis verankert und nunmehr erweitert kommentiert.

Abbildung 1: Abgrenzung von gering bzw. normal und hoch verschuldeten Unternehmen

		Verschuldungsgrad des Bewertungsobjektes ist erheblich höher als der der Peer Group?	
		Nein	Ja
Verschuldungsgrad des Bewertungsobjektes ist mit materiellen Ausfallrisiken verbunden?	Nein	Gering bzw. normal verschuldetes Unternehmen	Hoch verschuldetes oder wie gering bzw. normal verschuldetes Unternehmen
	Ja	Hoch verschuldetes Unternehmen	Hoch verschuldetes Unternehmen

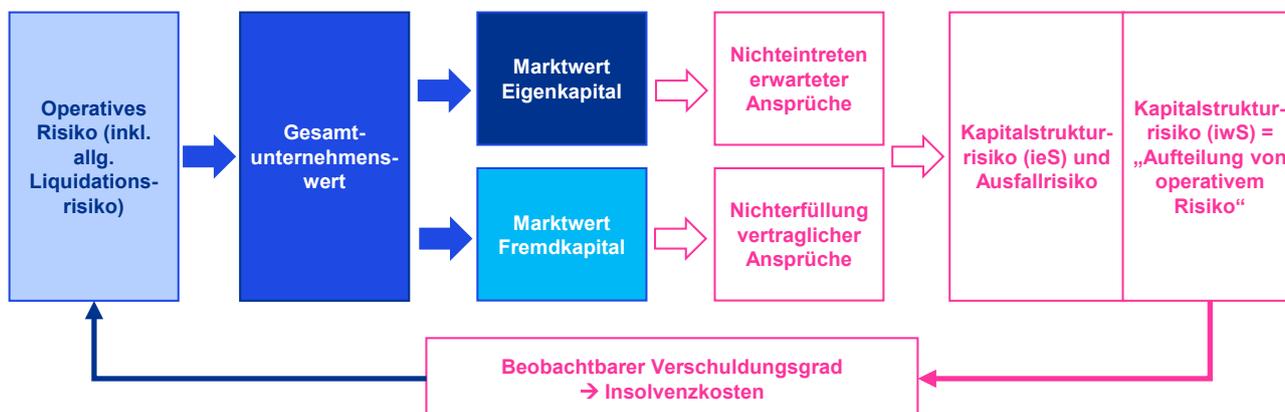
Quelle: KPMG in Deutschland, 2024, in Anlehnung an IDW Bewertungshinweis 1/2023, Tz. 18

Neu aufgenommen wurde eine Abbildung zur konzeptionellen Strukturierung der unterschiedlichen Risikobegriffe, deren Beschreibung zusätzlich in diesem Grundlagen-Abschnitt ergänzt wurde (Abbildung 2).

Jedes operative Geschäftsmodell trägt ein (zunächst kapitalstrukturunabhängiges) operatives Risiko, welches auch das Scheitern des Geschäftsmodells und eine sich hieraus ergebende Liquidation inkludiert. Das operative Risiko beeinflusst den Gesamtunternehmenswert, und dies zunächst völlig unabhängig von der finanzierenden Kapitalstruktur. Gleichwohl kann es in Grenzszenarien zu korrespondierenden Rückkopplungseffekten der Kapitalstruktur hoch verschuldeter Unternehmen auf das operative Risiko des Geschäftsmodells kommen, wenn beispielsweise die Stakeholder des Geschäftsmodells aufgrund der wahrgenommenen Verschuldung ihre Verhaltensweisen anpassen (so könnten Kunden ihre Kaufentscheidung in der Erwartung einer zukünftig nicht gegebenen Erfüllung

von Gewährleistungsansprüchen im möglichen Liquidationsfall überdenken). Dieser Rückkopplungseffekt, auch bekannt als Insolvenzkosten, hat einen regelmäßig negativen Einfluss auf den Gesamtunternehmenswert. Gleichwohl handelt es sich bei der Existenz von mit unterschiedlichen Rechten ausgestatteten Kapitalgebergruppen lediglich immer um die in der Regel asymmetrische Aufteilung des operativen Risikos des Geschäftsmodells auf die einzelnen Kapitalgebergruppen. Dies wird in der Bewertungspraxis auch als Allokation des Kapitalstrukturrisikos bezeichnet. So wird den Eigenkapitalgebern aufgrund ihrer nachrangigen Stellung im Ergebnis ein größerer Teil des operativen Risikos des Geschäftsmodells allokiert als den bevorrechtigten Fremdkapitalgebern. Hierbei empfiehlt sich die Unterscheidung einerseits in die kapitalstrukturbedingte Erhöhung der Volatilität der Zuflüsse an die Eigenkapitalgeber (Kapitalstrukturrisiko im engeren Sinne) sowie das hiervon zu unterscheidende kapitalstrukturbedingte Ausfallrisiko, also das komplette

Abbildung 2: Aufteilung des operativen Risikos auf die unterschiedlichen Kapitalgeber sowie Rückkopplungseffekte der Kapitalstruktur auf das operative Risiko



Quelle: KPMG in Deutschland, 2024, in Anlehnung an IDW Bewertungshinweis 1/2023, Tz.25

Nichteintreten / der Abriss der erwarteten Zahlungen an die Eigenkapitalgeber. Hierzu korrespondierend ist die jeweilige Position des Fremdkapitalgebers zu betrachten. Maßgeblich ist immer die sachgerechte kapitalstrukturbedingte Aufteilung des operativen Risikos auf die einzelnen Kapitalgebergruppen. Hierbei können Risiken nicht verschwinden oder hinzutreten, es sei denn aufgrund der oben beschriebenen Insolvenzkosten.

In Abgrenzung der beschriebenen Insolvenzkosten als Folgewirkung auf ein bestehendes operatives Geschäftsmodell (Insolvenzkosten im weiteren Sinne) werden im Bewertungshinweis auch Insolvenzkosten im engeren Sinne definiert. Diese sind unmittelbar mit dem juristischen Tatbestand der Insolvenz verbunden (Gerichts- und Beraterkosten, etc.), welche insbesondere bei überhöht verschuldeten Unternehmen zu berücksichtigen sein werden.

Vor dem Hintergrund der mit unterschiedlichen Rechten ausgestatteten Kapitalgebergruppen empfiehlt der Bewertungshinweis zudem eine differenzierte Betrachtung des Ausfallrisikos vertraglich vereinbarter (Fremdkapitalgeber) bzw. wirtschaftlich erwarteter (Eigenkapitalgeber) Ansprüche. Hierfür wurden bei der Überarbeitung des ursprünglichen Praxishinweises Ergänzungen bezüglich der Indikatoren für Ausfallrisiken aufgenommen und hierbei insbesondere die Rolle von Ratings beleuchtet. Ratings werden in der Regel durch hierfür von den Emittenten von Titeln gesondert beauftragte Ratingagenturen (externes Rating) oder die finanzierenden Banken (internes Rating) erstellt. Soweit kein separates Rating vorliegt, besteht zum Zweck der Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeiten wirtschaftlich erwarteter oder vertraglich vereinbarter Ansprüche die Möglichkeit der Verwendung anderer Kenngrößen, wie zum Beispiel Altmans Z-Score oder ähnlicher Kenngrößen. Diese Größen basieren in der Regel auf wenigen, als besonders relevant identifizierten Kennzahlen des Jahresabschlusses. Obwohl sie regelmäßig die Komplexität interner oder externer Ratings nicht reflektieren, zeichnet sie oft ein hohes Maß an statistischer Prognosegüte aus.

Anhand von Ratings oder alternativen Kennzahlen kann auf Ausfallwahrscheinlichkeiten zurückgeschlossen werden. Ergänzend können aus gehandelten Fremdkapitaltiteln oder Credit Default Swaps auf das zu bewertende Unternehmen abgeleitete Credit Spreads herangezogen werden.

Voraussetzungen der Ableitung eines objektivierten Unternehmenswertes bei überhöht verschuldeten Unternehmen

Da es sich bei überhöht verschuldeten Unternehmen im Sinne des Bewertungshinweises um Unternehmen handelt, die im Rahmen des bestehenden Unternehmenskonzepts (ohne Sanierungsmaßnahme) keinen positiven Fortbestandswert zur Deckung des Fremdkapitals generieren, empfiehlt der Bewertungshinweis die Berücksichtigung besonderer Aspekte bei der Festlegung des Auftragsumfangs zwischen dem Auftraggeber und dem Bewerter. Hierbei spielt das zum Bewertungsstichtag ggf. bereits bestehende Sanierungskonzept und seine hinreichende Konkretisierung eine zentrale Rolle. Gleichzeitig wird auf das ggf. zu beachtende Vorliegen insolvenzrechtlicher Antragspflichten hingewiesen.

Die Ableitung eines objektivierten Unternehmenswertes eines überhöht verschuldeten Unternehmens ohne erfolgreiche Sanierung ist nicht möglich. Wenn zum Bewertungsstichtag ein Sanierungskonzept erarbeitet wird, kann eine objektivierte Wertableitung unter der Bedingung einer erfolgreichen Sanierung erfolgen. Sofern bereits zum Bewertungsstichtag die hinreichende Konkretisierung der notwendigen Sanierungsmaßnahmen durch entsprechenden Gremienbeschluss erfolgte, ist die Ableitung eines objektivierten Unternehmenswertes unter der Bedingung der Umsetzung der Sanierungsmaßnahmen möglich.

Schärfung der Perspektive zur Länderrisikoprämie –

Operative Risiken und Ausfallrisiken



In den letzten zwei Jahren hat, bedingt durch die geopolitischen Entwicklungen, die allgemeine Wahrnehmung von Länderrisiken deutlich zugenommen. Fraglich ist, ob deshalb „reflexartig“ sogenannte Länderrisikoprämien in jeder Bewertung von Unternehmen mit Geschäft im Ausland zu berücksichtigen sind? Nein! In jedem Einzelfall ist zu untersuchen, wie Länderrisiken aufgrund von geschäftlichen Aktivitäten im Ausland auf das Unternehmen individuell wirken und inwieweit sie bereits in den unterschiedlichen Parametern des Bewertungskalküls berücksichtigt sind. Hierbei ist einerseits hinsichtlich der konzeptionellen Erfassung unterschiedlicher Risiken und andererseits hinsichtlich der praktikablen empirischen Messbarkeit etwaiger Risiken zu unterscheiden.

Zunehmende Bedeutung von Länderrisiken

Russland Angriffskrieg gegen die Ukraine und der Krieg in Nahost markierten die einschneidendsten Höhepunkte einer Reihe zunehmender globaler Spannungen in der jüngeren Zeit. Geopolitische Ereignisse strahlen aufgrund der mit ihnen verbundenen Risiken regelmäßig auf das globale Wirtschaftsgeschehen und die auf internationalen Märkten tätigen Unternehmen aus. Waren die Jahrzehnte um die Jahrtausendwende noch von den Vorteilen der Globalisierung und relativ stabilen politischen Verhältnissen geprägt, haben geografisch und politisch motivierte Risiken in den letzten zehn Jahren deutlich zugenommen. Die sich signifikant verändernden Rahmenbedingungen stellen die praktische Unternehmensbewertung regelmäßig vor neue Herausforderungen. Konzeptionelle Lösungen sind an diese ggf. anzupassen bzw., soweit konzeptionelle Lösungen grundsätzlich bestehen, ist deren Umsetzung im Rahmen der praktischen Anwendung kritisch zu hinterfragen. Nicht zuletzt bedarf es einer regelmäßigen Beurteilung der Verwendung empirischer Daten bei der Unternehmensbewertung. Nachfolgend werden die bisherigen praktischen Ansätze zur Berücksichtigung von Länderrisiken vor diesem Hintergrund hinterfragt, was im Ergebnis zu einer Schärfung der Perspektive zur Verwendung von Länderrisikoprämien in Abhängigkeit der abzubildenden Risiken und den hierzu verwendeten empirischen Daten führt.

Konzeptionelle Unterscheidung von Länderrisiken

Die vom IDW veröffentlichten „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2008“ unterscheiden bezüglich Länderrisiken grundsätzlich zwischen originären und derivativen Länderrisiken. Während originäre Länderrisiken Ausfallrisiken von Forderungen gegen den ausländischen Staat betreffen, beinhalten derivative Länderrisiken die Folgewirkungen von staatlichen Zahlungsschwierigkeiten und politischen Entscheidungen auf Unternehmen in diesem Land. Diese Folgewirkungen können an verschiedenen Stellen der unternehmerischen Tätigkeit auftreten, zum Beispiel:

- bei den Kunden, wenn diese beispielweise vor allem Privatpersonen sind und zumindest teilweise vom Staat durch Lohn oder Transferleistungen bezahlt werden und diese durch die Zahlungsschwierigkeiten des Staates gekürzt werden
- bei der Produktion, wenn beispielweise bestimmte Rohstoffe mit zusätzlichen Zöllen und Abgaben belegt werden oder Transportwege sich durch Schutzmaßnahmen an Landesgrenzen verlängern

- bei den Lieferanten, wenn beispielweise inländische Unternehmen gegenüber ausländischen Unternehmen durch staatliche Maßnahmen bevorzugt werden sollen oder Einfuhrbeschränkungen eingeführt werden

Da diese Folgewirkungen Geschäftsmodelle und somit das einzelne Unternehmen unterschiedlich beeinflussen, ist bei der Bewertung eines spezifischen Bewertungsobjekts regelmäßig darauf abzustellen, inwieweit es von diesen operativen derivativen Länderrisiken individuell betroffen ist. Dabei ist auch zu beachten, dass es derivative Länderrisiken gibt, die eine Vielzahl von Unternehmen im Land betreffen, zum Beispiel Transferrisiken von Zahlungen aufgrund von Kapitalverkehrsbeschränkungen. Die identifizierten, für das Unternehmen relevanten operativen Risiken aus der Geschäftsaktivität in einem bestimmten Land (Länderrisiken) sind einerseits in der Planungsrechnung bei der Ableitung der Erwartungswerte der zukünftigen Cashflows und andererseits bei der Ableitung der Kapitalkosten, hier im Speziellen bei der Erfassung der unternehmensspezifischen Risiken mittels des Betafaktors, zu berücksichtigen.

Bei der Ableitung des Betafaktors ist somit bei der Suche nach Peer-Group-Unternehmen zur sachgerechten Berücksichtigung geografisch motivierter operativer Länderrisiken auf eine vergleichbare regionale Geschäftstätigkeit im Vergleich zum Bewertungsobjekt zu achten. Dabei werden aufgrund der begrenzten Anzahl von verfügbaren Vergleichsunternehmen in der Bewertungspraxis Kompromisse eingegangen werden müssen: so wird beispielweise statt auf einzelne Länder auf Cluster wie entwickelte Märkte, Schwellenmärkte und Entwicklungsmärkte oder Nordamerika, Europäische Union, usw. zurückgegriffen werden müssen.

Von den äquivalent in der Planungsrechnung und im Betafaktor zu berücksichtigenden operativen Länderrisiken zu unterscheiden, sind geografisch verursachte Ausfallrisiken. Ausfallrisiken stellen hierbei den Abbruch der erwarteten Cashflows auf der Zeitachse dar und betreffen grundsätzlich jedes Geschäftsmodell, da kein Unternehmen „ewig lebt“. Während bei etablierten Geschäftsmodellen aufgrund des vernachlässigbaren Einflusses der Cashflows jenseits eines Zeithorizonts von rund 30 Jahren grundsätzlich von einem „ewig lebenden“ Unternehmen ausgegangen werden kann, was das Bewertungskalkül aufgrund der Anwendbarkeit der sogenannte Ewige-Rente-Formel stark vereinfacht, entfalten Ausfallrisiken zum Beispiel bei Start-up-Unternehmen eine signifikant höhere Wirkung.

In der Bewertungspraxis kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass Ausfallrisiken oft nicht bzw. nicht hinreichend in Planungsrechnungen berücksichtigt sind. Geografisch verursachte Ausfallrisiken bilden hier in der Regel keine Ausnahme. Sollten die Länderrisiken in Form von Ausfallrisiken daher noch nicht in der Planung des Bewertungsobjekts reflektiert sein, sind die Cashflows durch den

Bewerter entsprechend zu kürzen – es handelt sich hierbei folglich um eine reine Cashflow-Anpassung. Zu dieser konzeptionell begründbaren Kürzung im Zähler des Bewertungskalküls ist ein Zuschlag im Nenner des Bewertungskalküls mathematisch äquivalent. Dieser Zuschlag ist dann aber nicht – was in der Praxis fälschlicherweise oft erfolgt – als Bestandteil der Kapitalkosten zu interpretieren. Der Ansatz eines Zuschlags im Nenner ist vielmehr methodisch vergleichbar mit dem Ansatz eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente im Nenner, der auch nicht Bestandteil der Kapitalkosten ist, sondern ebenfalls eine Veränderung der Cashflows im Zeitablauf berücksichtigt.

Der oben gezeigten Vorgehensweise folgt auch der Fachliche Hinweis des FAUB des IDW „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“. Der dort empfohlene Ansatz von Szenario-Analysen entspricht der hier gezeigten ggf. notwendigen Anpassung der Unternehmensplanung. Mit Bezug auf die Kapitalkosten wird explizit ausgeführt, dass die erhöhten Unsicherheiten aufgrund eines Kriegs in den betroffenen Planungsrechnungen zu berücksichtigen sind und dass insbesondere für pauschal erhöhte Risikoprämien, beispielsweise höhere Länderrisikoprämien im Vergleich zur Vorgehensweise vor dem Krieg, kein Raum besteht. Es sind insoweit durch die bisherigen geopolitischen Vorgänge keine Gründe für eine Änderungen der grundsätzlichen Vorgehensweise zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes zu erkennen.

Rückgriff auf empirische Daten

Fraglich ist, wie eine Messung der für die Cashflows relevanten Länderrisiken im Sinne geografisch verursachter Ausfallrisiken erfolgen kann? Hierzu können im ersten Schritt die originären Länderrisiken anhand von Renditen von Staatsanleihen des relevanten Landes gemessen werden und Anhaltspunkte liefern. Dabei ist darauf zu achten, dass keine Vermengung der Länderrisiken mit Wechselkursrisiken der lokalen Währung des Landes stattfindet. Daher sollten zunächst Staatsanleihen in US-Dollar oder Euro und deren Spread zu entsprechenden US-amerikanischen oder deutschen Staatsanleihen untersucht werden. Wenn solche Staatsanleihen nicht verfügbar sind, kann sich ein Umweg über Staaten mit einem ähnlichen Rating anbieten. Die [KPMG Valuation Data Source](#) bietet Daten zu Länderrisikoprämien für originäre Länderrisiken für eine Vielzahl von Ländern. Hieran anschließend ist jedoch in einem zweiten Schritt zu untersuchen, inwieweit das Bewertungsobjekt den originären Länderausfallrisiken unterliegt bzw. wie hoch eine Korrelation dieser zu den relevanten unternehmensindividuellen Cashflows des Bewertungsobjektes ist. Die im ersten Schritt ermittelte Länderrisikoprämie ist daher in der Regel entsprechend anzupassen. Die Nichtberücksichtigung etwaiger Anpassungen.

kann vor diesem Hintergrund nur mit Wesentlichkeitsaspekten und dem jeweiligen Ziel der Bewertung gerechtfertigt werden.

Bewertungsrelevante Massenverfahren wie beispielsweise Impairment Tests als im ersten Schritt einseitig zu testende Wertvergleiche oder auch steuerliche Sachverhalte können in diesem Zusammenhang genannt werden.

Die beschriebene Berücksichtigung der Gesamtheit geografisch verursachter Länderrisiken in der Bewertung steht im Übrigen vollständig im Einklang mit der Nutzung des Capital Asset Pricing Models (CAPM) und insbesondere mit der Nutzung eines globalen CAPM, dessen Anwendung zunehmend befürwortet wird.

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.

© 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.