

# VALUE

---

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q1

2024

## Inhalt

## Bewertungsmethode

Berücksichtigung des Wertbeitrags  
aus Thesaurierung

## Kapitalkosten

Berücksichtigung von  
Länderrisikoprämien

## ESG

Berücksichtigung von ESG in der  
Unternehmensbewertung

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## Berücksichtigung des Wertbeitrags aus Thesaurierung

Die Ausschüttung und Thesaurierung spielt bei Unternehmensbewertungen regelmäßig eine wichtige Rolle. Es ist genau zu prüfen, ob ein Wertbeitrag aus Thesaurierung zu berücksichtigen ist, falls keine Vollausschüttung angenommen wird. Innerhalb des Bewertungskalküls eines objektivierten Unternehmenswerts bestimmen rechtliche Anforderungen und das Unternehmenskonzept die Höhe der Ausschüttungsquote. Bei Teilausschüttung kommt unter der Perspektive einer möglichen Berücksichtigung eines Wertbeitrags aus Thesaurierung der Verwendung von thesaurierten Mitteln in der Detailplanungsphase eine entscheidende Bedeutung zu. Die Einbindung der thesaurierten Mittel in die Investitionsplanung dient der Erhaltung und Erweiterung des Zukunftserfolgspotenzials.

Die Bewertung eines Unternehmens erfordert eine Überprüfung der geplanten Ausschüttungsquote. Für den Fall, dass keine geplante Ausschüttungsquote vorliegt, ist eine vereinfachende, intersubjektiv nachvollziehbare Ausschüttungsquote anzunehmen. Referenzgrößen für die Bestimmung der Ausschüttungsquote sind die Ausschüttungspraxis vergangener Perioden sowie Branchen- und Marktwerte.

Die thesaurierten Mittel verzinsen sich annahmegemäß kapitalwertneutral und unabhängig von der tatsächlichen Verzinsung. In einem zweiten Schritt ist der Thesaurierungsbetrag den finanziellen Überschüssen hinzuzurechnen. Durch diese Hinzurechnung entsteht der Wertbeitrag aus Thesaurierung. Es handelt

sich hierbei um eine fiktive und unmittelbare Erhöhung der Zuflüsse an die Anteilseigner. Für die Verwendung der thesaurierten Mittel in der Fortführungsphase gelten die gleichen dargestellten Grundsätze.

Eine Nichtberücksichtigung des Wertbeitrags aus Thesaurierung führt zu niedrigeren bewertungsrelevanten finanziellen Überschüssen und somit zu einem niedrigeren Unternehmenswert. Ein Ansatz der tatsächlichen Verzinsung der liquiden Mittel des Wertbeitrags führt i.d.R. ebenfalls zu verminderten Unternehmenswerten. Dabei ist anzunehmen, dass die erzielte tatsächliche Verzinsung der liquiden Mittel des Wertbeitrags den von den Kapitalgebern geforderten Kapitalisierungszinssatz des Gesamtunternehmens unterschreitet. Die Diskontierung mit dem höheren Kapitalisierungszinssatz erzeugt daher einen negativen Kapitalwert, welcher einen negativen Effekt auf den Unternehmenswert hat.

Im Ergebnis führt ein nicht sachgerechter Ansatz des Wertbeitrags aus Thesaurierung regelmäßig zu einer Unterbewertung des Unternehmens.

### Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung, in: Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 1193-1221.



## Berücksichtigung von Länderrisikoprämien in Zeiten geopolitischer Konflikte

Die Bestandteile der Kapitalkosten innerhalb einer Unternehmensbewertung basieren nach den Empfehlungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) auf inländischen Kapitalmarktdaten. Die räumliche Beschränkung auf das Heimatland des Bewertungsobjekts blendet Auslandssachverhalte in den Kapitalkosten aus. Diese Lücke kann durch landesspezifische Zuschläge zum Kapitalisierungszinssatz geschlossen werden. So kann der tatsächlich zu erwartenden Risikosituation des Unternehmens Rechnung getragen werden.

Länderrisiken ergeben sich aufgrund von Unsicherheiten über künftige Nachfrage-, Zins-, Inflations- und Währungsentwicklungen. Hinzu kommt die Ausgestaltung des politischen und rechtlichen Umfelds. Der seit Februar 2022 andauernde Ukraine-Krieg und auch der im Oktober 2023 begonnene Konflikt im Nahen Osten zeigt die Bedeutung von Länderrisiken deutlich. Der Länderrisikozuschlag entspricht dabei vereinfacht gesagt der Differenz zwischen den für ein inländisches und für ein ausländisches Unternehmen ermittelten Zinssätzen.

Länderrisiken bestehen für alle Geschäftstätigkeiten außerhalb der Bundesrepublik Deutschland. Ihnen kommt jedoch eine besondere Relevanz zu, wenn das Bewertungsobjekt Tochtergesellschaften bzw. Beteiligungen in sog. ‚Emerging Markets‘, d.h. aufstrebenden Märkten wie in Asien, Lateinamerika oder Osteuropa, hält.

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW erlaubt unter bestimmten Voraussetzungen den Ansatz eines landesspezifischen Risikozuschlags. Bei Länderrisiken handelt es sich um keine direkt am Kapitalmarkt beobachtbare Größe. Daher basiert der Risikozuschlag auf einer umfassenden vergangenheitsbezogenen Länderrisikoanalyse. Diese ermöglicht es, relevante Länderrisikofaktoren zu identifizieren und transparent darzustellen. Darüber hinaus erfolgt eine Betrachtung der Faktoren Wirtschaft, Gesellschaft und Politik der relevanten Regionen. Auch die Risikoprämien auf Staatsanleihen des betreffenden Landes stellen einen Anhaltspunkt dar. Hieraus kann die Ableitung einer zukunftsorientierten Länderrisikobeurteilung erfolgen, wobei eine Doppelerfassung von Länderrisiken grundsätzlich zu vermeiden ist.

Die identifizierten Risikofaktoren ermöglichen anschließend die Quantifizierung des Länderrisikozuschlags. In diesem spiegeln sich auch die unternehmensspezifischen Besonderheiten wider.

### Zwirner/Petersen/Zimny

Länderrisiken in der Unternehmensbewertung, in: Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 1123-1138.



## Berücksichtigung von ESG in der Unternehmensbewertung

Die Kriterien Umweltschutz (Environmental), Soziales (Social) und nachhaltige Unternehmensführung (Governance) werden unter der Bezeichnung „ESG“ zusammengefasst. Bisher waren die Begriffe „Nachhaltigkeit“ bzw. „ESG“ aufgrund der fehlenden gesetzlichen Rahmenbedingungen meist schwer zu quantifizieren. Der Themenkomplex „Nachhaltigkeit“ galt in der breiten Wahrnehmung eher als ein „nice to have“-Kriterium denn als eine zwingende Voraussetzung für unternehmerischen Erfolg. Mit dem zunehmenden gesellschaftlichen Druck der letzten Jahre sowie den gesetzlichen Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit ESG hat sich dieses Bild signifikant geändert. Mittlerweile prüfen Banken im Kreditvergabeprozess neben Bonität und Sicherheiten auch die Erfüllung von ESG-Kriterien.

Die Bewertung eines Unternehmens erfordert daher eine Analyse der Auswirkung von ESG auf die zukünftigen bewertungsrelevanten Überschüsse. Zukünftig besteht ein direkter Zusammenhang zwischen dem Erfüllungsgrad von ESG und dem Wert des Unternehmens. Die Schwierigkeit besteht regelmäßig darin, diesen Einfluss zu quantifizieren. Zu unterscheiden sind hierbei zwei unterschiedliche Kategorien von ESG-Aspekten. Dies sind zum einen Kriterien, die sich lediglich mittelbar in den Cashflows niederschlagen. Zur zweiten Kategorie zählen hingegen Kriterien, die einen unmittelbaren Einfluss auf die künftigen Cashflows haben.

Ein typisches Beispiel hierfür sind zur Erfüllung der gesetzlichen ESG-Pflichten notwendige Investitionen. Diese muss der Bewerter von den „üblichen Investitionen“ für das operative Geschäft hinreichend abgrenzen können. Eine sachgerechte Quantifizierung der zahlungswirksamen Effekte erfordert daher tiefgehendes Wissen über den Themenkomplex der Nachhaltigkeit. Der Bewerter muss in der Lage sein, die Situation des Unternehmens im Hinblick auf die zukünftigen Anforderungen im Rahmen von ESG beurteilen zu können. Daher ist es essenziell, sich individuell mit dem Geschäftsmodell des Bewertungsobjekts auseinanderzusetzen und die Einflüsse von ESG zu analysieren.

Insgesamt ist festzuhalten, dass der Nachhaltigkeitsaspekt respektive ESG einen hohen Stellenwert haben, der sich auch in den zunehmenden gesetzlichen Regelungen wie dem Lieferkettengesetz, der Datenschutz-Grundverordnung oder auch CO<sub>2</sub>-Grenzwerten widerspiegelt. Dementsprechend steigt ebenfalls die Bedeutung von ESG-Aspekten in der Unternehmensbewertung.

### Zwirner/Boecker

Relevanz von Nachhaltigkeitsaspekten in der Unternehmensbewertung, Der Betrieb 09/2024, S. 473-476

 i

## Literatur

### Zwirner/Boecker

Nachhaltigkeitsaspekte in der Unternehmensbewertung – Relevanz und Implikationen, BOARD, 06/2023, S. 219-222

### Zwirner/Hartmann

Aktuelles aus den Bereichen Nachhaltigkeitsberichterstattung, Unternehmensbewertung, Corporate Governance und Wertorientierung, Editorial, BOARD, 06/2023, S. 217

### Zwirner/Schöffel

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Unzureichende Vergangenheitsanalyse und unzureichende Abgrenzung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen (StuB), 23/24/2023, S. 978-979

### Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Unkritische Übernahme der Planung und unzureichende Beachtung von Einmaleffekten (StuB), 18/2023, S. 751-752

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2022, Corporate Finance (CF), 07-08/2023, S. 204-210

### Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Äquivalenzprinzipien und Bruttomethode vs. Nettomethode, NWB Unternehmenssteuern und Bilanzen (StuB), 13/2023, S. 548-549

## Veranstaltungen

### Termin

### Thema

14.05.2024

Die Steuerbilanz 2023, Nachhaltigkeitsberichterstattung

24.06.2024

Steuerliche Unternehmensbewertung – Aufbau, Teil I

### Für Mandanten und Interessierte:

Profitieren Sie von unseren Bewertungsleistungen. Mit der **Kleeberg Valuation Services GmbH** bündeln wir unsere Expertise zu sämtlichen Fragen rund um die Unternehmensbewertung. Besuchen Sie uns gerne auf [www.kleeberg-valuation.de](http://www.kleeberg-valuation.de) oder kontaktieren Sie uns direkt.

Weitere Informationen finden Sie in der aktuellen Neuauflage des Handbuchs Unternehmensbewertung.

[www.handbuch-unternehmensbewertung.de](http://www.handbuch-unternehmensbewertung.de)



## Sprechen Sie uns jederzeit gerne zu diesen oder weiteren Themen an!

Weitere Informationen unter:  
[www.kleeberg-valuation.de](http://www.kleeberg-valuation.de)  
[www.unternehmensbewertung.de](http://www.unternehmensbewertung.de)  
[www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)  
[unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de](mailto:unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de)

Hier finden Sie die aktuellen Kleeberg-Rundschreiben:



Hier finden Sie die aktuellen Publikationen zur Unternehmensbewertung:



### Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft

Member Crowe Global

München

[www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Rechtsstand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die Informationen in dieser Publikation ersetzen auch keinesfalls die individuelle Prüfung des Einzelfalls. Wir übernehmen keine Gewähr für Gestaltungen, die ohne unsere individuelle Beratung umgesetzt werden.

© 03/2024. Herausgeber dieses Druckwerks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

Tax

Audit

Advisory

Legal

IT Audit

Valuation

Sustainability

FAAS