

20.03.2022

Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen

Fachlicher Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB)

1.	Vorbemerkungen	2
2.	Stichtagsprinzip	3
2.1.	Bewertungsstichtage bis (einschließlich) zum 23.02.2022	3
2.2.	Bewertungsstichtage nach dem 23.02.2022	3
3.	Künftige finanzielle Überschüsse – Ausmaß und Dauer der Effekte	3
4.	Kapitalkosten	5

20.03.2022

1. Vorbemerkungen

Der Beginn kriegischer Handlungen durch die russischen Streitkräfte in der Ukraine am 24.02.2022 stellt ein einschneidendes Ereignis dar, das auch in der globalen Wirtschaft deutliche Spuren hinterlassen und damit Konsequenzen für die Bewertung von Unternehmen und Unternehmensanteilen haben wird. An den Güter- und Finanzmärkten waren die Reaktionen sofort spürbar. Die Konsequenzen insb. aus den verhängten Sanktionen zeigen sich bereits unmittelbar, werden aber auch langfristig erhebliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Aussagen zur zeitlichen Erstreckung dieser Krise, die sich durch weitere Eskalationen weiter verschärfen kann, den daraus resultierenden Effekten auf die wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie die Geschäftsaussichten von Unternehmen sind gegenwärtig kaum verlässlich möglich.

Wesentliche Auswirkungen und Risiken treffen die Realwirtschaft, z.B. die Lieferketten (insb. hinsichtlich des Energiebedarfs), die Leistungserstellung, die Absatzmärkte, die Kreditversorgung durch Banken oder die Infrastruktur (durch Cyberangriffe). Dies strahlt mittelbar auch auf den gesamten Finanzsektor aus (Werthaltigkeit von Investitionen in die Realwirtschaft, Inflation etc.). Nicht absehbar ist zudem, ob bzw. welche Mittel die öffentliche Hand in Form von staatlichen Stützungsmaßnahmen zur Verfügung stellen wird, um die Folgen der Krise abzumildern (vgl. Fachlicher Hinweis des IDW: Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf die Rechnungslegung und deren Prüfung, 1. Vorbemerkungen).

Die mittelbaren und unmittelbaren Auswirkungen des Ukraine-Krieges haben ein globales Ausmaß erreicht und führen zu großer wirtschaftlicher Unsicherheit, die seit dem 24.02.2022 u.a. weltweit einen Einbruch der Börsenkurse verursacht hat.

Von den Kursen börsennotierter Gesellschaften sind die nach fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden ermittelten Zukunftserfolgswerte von Unternehmen und Unternehmensanteilen zu unterscheiden, welche regelmäßig Grundlage ökonomischer Entscheidungen – z.B. bei Kapitalmaßnahmen, M&A-Transaktionen, Impairment-Tests oder gutachtlichen Bewertungen – bilden. Bei Anwendung von Zukunftserfolgswertverfahren ist – dem Äquivalenzprinzip folgend – Unsicherheit an zwei Stellen zu berücksichtigen. Zum einen in den Erwartungen künftiger finanzieller Überschüsse; zum anderen hierzu äquivalent in der Risikoprämie, die Investoren für die Übernahme der Unsicherheit fordern.

Hinsichtlich möglicher Konsequenzen für die Unternehmensbewertung zeigen sich Parallelen zu denen zu Beginn der Corona-Pandemie: Inhaltlich betreffen die Fragen insb. das Stichtagsprinzip, die Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf die Ermittlung der finanziellen Überschüsse und der Kapitalkosten sowie besondere Hinweispflichten im Bewertungsgutachten (vgl. auch Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen vom 25.03.2020). Für die Ableitung des Zukunftserfolgswertes sind

20.03.2022

neben den kurzfristigen Implikationen insb. auch die mittel- und langfristigen Auswirkungen des Ukraine-Krieges von zentraler Bedeutung.

2. Stichtagsprinzip

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Die Erwartungen der an der Bewertung interessierten Parteien über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der bestmöglichen Alternativinvestition hängen von dem Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen des Bewertungsstichtags und des Zeitpunkts der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können (*IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)*, Tz. 22 f.).

2.1. Bewertungsstichtage bis (einschließlich) zum 23.02.2022

Als maßgebliches Ereignis betreffend die Auswirkungen des Ukraine-Krieges ist der Beginn kriegerischer Handlungen durch die russischen Streitkräfte in der Ukraine am 24.02.2022 anzusehen. Dementsprechend sind die Konsequenzen aufgrund des Stichtagsprinzips erst bei der Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen mit Stichtag nach dem 23.02.2022 zu berücksichtigen. Eine Berücksichtigung der unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen (siehe Abschn. 3.) des Ukraine-Krieges bei Bewertungen mit Stichtagen bis zum 23.02.2022 scheidet aufgrund des Stichtagsprinzips aus. Erfolgt eine Bewertung mit einem Stichtag bis zum 23.02.2022, ist im Bewertungsgutachten darauf hinzuweisen, dass die Auswirkungen des Ukraine-Krieges nicht berücksichtigt wurden.

2.2. Bewertungsstichtage nach dem 23.02.2022

Für Bewertungsstichtage nach dem 23.02.2022 gilt, dass die Erkennbarkeit der Auswirkungen des Ukraine-Krieges zum jeweiligen Stichtag einzelfallspezifisch zu beurteilen ist. Dabei sind das konkrete Geschäftsmodell und die räumlichen Aktivitäten des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen.

3. Künftige finanzielle Überschüsse – Ausmaß und Dauer der Effekte

Das Ausmaß bezieht sich auf den Umfang der mittelbaren und unmittelbaren Auswirkungen des Krieges auf die Ertragslage des Unternehmens, die individuell sehr unterschiedlich je nach Branche und Geschäftsmodell sein können. Gleichwohl können hier bereits eingetretene individuelle oder global beobachtbare Effekte eine Ausgangsbasis für dessen Abschätzung sein.

Aussagen zur Dauer der Effekte des Krieges bzw. der verhängten Sanktionen, die sich durch eine weitere Eskalation auch verschärfen können, sind gegenwärtig kaum verlässlich möglich. Sie hängen zum einen davon ab, wie lange die unmittelbare Bedrohungslage durch den Ukraine-Krieg und die dadurch ausgelösten Handels- und Kapitalmarktbeschränkungen anhalten

20.03.2022

und ob die Lage sich ggf. noch verschärft, sowie zum anderen von der Geschwindigkeit und der Ausprägung der danach eintretenden Normalisierung.

In der konkreten Auswirkung auf das zu bewertende Unternehmen ist zunächst zu differenzieren, inwieweit dieses

- ein direktes Engagement in Form von Produktionstätigkeiten bzw. rechtlichen Beteiligungen in der Ukraine bzw. in Russland oder
- Geschäftsbeziehungen im Bereich der Beschaffungs- bzw. Absatzmärkte hat.

Soweit ein direktes Engagement in der Ukraine bzw. in Russland vorliegt, ist zu analysieren, inwieweit zum Bewertungsstichtag Einschränkungen bzw. Ausfälle von Absatz bzw. Produktion erkennbar sind. Zudem können weitere Folgen wie Wertminderungen von Beteiligungen, Kapitalverkehrskontrollen, eingeschränkte Dividendenausschüttungsmöglichkeiten, eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten, Zahlungsschwierigkeiten bzw. Zahlungsausfälle bis hin zu Enteignungen oder nicht versicherten Vermögenswertvernichtungen durch den Krieg eintreten.

Auch soweit kein direktes Engagement in der Ukraine oder Russland vorliegt, sondern ausschließlich Geschäftsbeziehungen im Bereich der Beschaffungs- bzw. Absatzmärkte bestehen, ist im Einzelfall zu untersuchen, welche Restriktionen in den direkten Zuliefererströmen und Absatzkanälen bestehen bzw. welche Auswirkungen sich auf die Kosten- und Umsatzentwicklung ergeben.

Selbst falls weder ein direktes Engagement noch unmittelbare Geschäftsbeziehungen vorliegen, kann die aktuelle Situation dennoch substantielle Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung des Bewertungsobjektes haben. Dies kann u.a. aufgrund steigender Rohstoff- und Energiepreise sowie korrespondierender Effekte auf die Inflation, durch Verzögerung und Ausfall erweiterter Lieferketten oder durch ein verändertes Konsumentenverhalten (z.B. infolge von Reputationseffekten für Unternehmen, die weiterhin in Russland tätig sind) bedingt sein. Zudem können sich komplexe Implikationen auf den gesamten Banken- und Finanzsektor sowie Zins- und Wechselkursentwicklungen ergeben.

In der langfristigen Betrachtung können sich – trotz der voraussichtlich zeitlich begrenzten Bedrohung durch den Ukraine-Krieg selbst – wertrelevante Konsequenzen ergeben, wenn aufgrund von durch den Ukraine-Krieg ausgelösten Veränderungen (z.B. in Bezug auf Lieferketten) die langfristige wirtschaftliche Situation nach dem Ukraine-Krieg voraussichtlich eine andere sein sollte als vor dem Ukraine-Krieg. Dabei spielt insb. auch eine Rolle, wie lange eine Entkopplung der Wirtschaftsräume, welche sich negativ auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum auswirkt, anhält und inwieweit sie sich auf den konkreten Bewertungsfall auswirkt. Durch den Ukraine-Krieg werden sowohl sich bereits abzeichnende Entwicklungen beschleunigt oder verzögert als auch neue Wege – in der Beschaffung, in der Produktion, in den Absatzmärkten etc. – angedacht werden. Es ist davon auszugehen, dass Unternehmen nach dem Ukraine-

20.03.2022

Krieg in bestimmten Fällen nicht mehr dieselben Absatzmärkte für Produkte und Dienstleistungen sowie auch nicht mehr dieselben Beschaffungsketten haben werden wie vor dem Ukraine-Krieg. Im Einzelfall ist zu analysieren, ob und inwieweit hinsichtlich der langfristigen Einschätzung der Unternehmensentwicklung Pläne und Geschäftsmodelle aus der „Vor-Ukraine-Kriegs-Zeit“ zugrunde gelegt werden können. Dabei ist davon auszugehen, dass sich der Grad der Veränderungen zwischen den Branchen deutlich unterscheiden wird. Der erhöhten Unsicherheit sollte durch Szenario-Analysen begegnet werden.

Der Ukraine-Krieg führt zu Veränderungen, die sich dynamisch verstärken oder reduzieren können. In vielen Fällen werden die Effekte aus dem Ukraine-Krieg zu einer geänderten Zukunftseinschätzung für Bewertungsstichtage nach dem 23.02.2022 führen. In Unternehmen etablierte Planungsabläufe können diese Dynamik häufig nicht oder nicht kurzfristig abbilden. In einer solchen Situation obliegt es daher dem Bewerter, vorliegende Unternehmensplanungen, die der Bewertung des Unternehmens zugrunde gelegt werden sollen, aufgrund der sich verändernden Situation neu zu beurteilen und auf Anpassungen der Unternehmensplanung hinzuwirken oder ggf. selbst Anpassungen im Rahmen der Bewertung vorzunehmen.

4. Kapitalkosten

Der zweite Parameter bei einem Zukunftserfolgswertverfahren, in welchem das Risiko reflektiert wird, ist die Risikoprämie, die insb. aus Kapitalmarktdaten abgeleitet werden kann. Die langfristige Ausrichtung der Zukunftserfolgswertverfahren nach *IDW S 1 i.d.F. 2008* erlaubt und erfordert es, Kapitalmarktdaten langfristig zu beurteilen und kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Kapitalmärkte als momentanen und nicht zwingend langfristigen Stimmungsindikator einzuordnen (vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 91). Daher orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der gegenwärtigen Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Marktrenditen, die der FAUB in einer Größenordnung von 7,0 % bis 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) sieht, und an einer Marktrisikoprämie in einer Größenordnung von 6,0 % bis 8,0 % (ebenfalls nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern), die am oberen Rand der Bandbreite historisch messbarer Marktrisikoprämien liegt (vgl. Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25.10.2019, abrufbar unter [Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB \(idw.de\)](https://www.idw.de/Neue-Kapitalkostenempfehlungen-des-FAUB)). Es sind bisher keine Gründe für eine Änderung der Methodik zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes erkennbar. Aufgrund der aktuellen Auswirkungen des Ukraine-Krieges und in der Folge steigender Rohstoff- und Energiepreise sowie der damit einhergehenden Inflationsdynamik sind insb. die Entwicklung der Rendite risikofreier Verzinsungen sowie die Implikationen auf Basiszinssatz, Fremdkapitalkosten und Wachstumsabschlag weiter zu verfolgen. Die erhöhte Unsicherheit aufgrund des Ukraine-Krieges ist in der Planung zu berücksichtigen und nicht durch pauschal erhöhte Risikoprämien abzubilden.