




Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf die Unternehmensbewertung und den Kapitalmarkt

Die aktuelle wirtschaftliche Lage wird vor allem durch den Krieg in der Ukraine und die Unterbrechungen von Lieferketten dominiert. Als Folge ist die Inflationsrate in Deutschland zuletzt auf 7,9 Prozent geklettert. Zahlreiche Unternehmen berichten von Lieferengpässen und sind von gestiegenen Energiepreisen aufgrund von Rohstoffknappheit betroffen. Zudem sind nach wie

vor die Nachwirkungen der Corona-Krise spürbar. Dies führte zuletzt zu einem drastischen Einbruch der Geschäftserwartungen deutscher Unternehmen. Aufgrund dieser jüngsten geopolitischen Entwicklungen werden wir in dieser Ausgabe die Entwicklung am Gesamtmarkt und die Auswirkungen des Krieges auf Unternehmensbewertungen zeigen. 

Ukraine-Krieg – Implikationen für die Unternehmensbewertung gemäß FAUB

Mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine begann am 24. Februar 2022 ein Ereignis, das zu unmittelbaren Reaktionen an den Güter- und Finanzmärkten führte. Aufgrund der großen Unsicherheit und der wirtschaftlichen Sanktionen gegen Russland brachen unter anderem Börsenkurse flächendeckend ein, Lieferketten wurden unterbrochen und zahlreiche Unternehmen beendeten ihre Geschäftstätigkeiten in Russland.

Die Dauer der kriegerischen Auseinandersetzungen sowie eine mögliche Verschärfung der wirtschaftlichen Konsequenzen lassen sich zum jetzigen Zeitpunkt nicht verlässlich abschätzen. Klar ist jedoch, dass der Ukraine-Krieg weitreichende Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft und damit auch auf die Unternehmensbewertung hat. Vor diesem Hintergrund stellt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) in seinem fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 dar, welche Aspekte bei künftigen Unternehmensbewertungen in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen sind. Der Hinweis bezieht sich im Wesentlichen darauf, ab welchem Stichtag die Auswirkungen des Ukraine-Krieges bei Unternehmensbewertungen zu berücksichtigen sind und welche Auswirkungen die Ereignisse auf die Ermittlung der finanziellen Überschüsse und der Kapitalkosten haben.

Relevanz des Stichtagsprinzips

Zukunftserfolgswerte von Unternehmen sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Folglich sind nur Informationen zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits vorlagen bzw. bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätten erlangt werden können (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22 f.). Bei Bewertungen bis (einschließlich) zum Stichtag 23. Februar 2022 scheidet eine Berücksichtigung der unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen des Ukraine-Krieges demzufolge aus. Eine offene kriegerische Auseinandersetzung zwischen Russland und der Ukraine wurde bis dato weitgehend als unwahrscheinlich eingeschätzt.

Für Bewertungen mit einem Stichtag nach dem 23. Februar 2022 gilt hingegen, dass die unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf die Ertragslage des Bewertungsobjekts einzelfallspezifisch zu beurteilen sind. Dabei sind das konkrete Geschäftsmodell und die räumlichen Aktivitäten zu berücksichtigen.

Abgrenzung des Zukunftserfolgswertes vom Börsenkurs

Der FAUB weist darauf hin, dass die nach fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden (z.B. DCF-Verfahren) ermittelten Zukunftserfolgswerte von Unternehmen von den Kursen börsennotierter Gesellschaften zu unterscheiden sind. Auf Basis fundamentalanalytischer Bewertungsmethoden ermittelte Unternehmenswerte bilden regelmäßig die Grundlage ökonomischer Entscheidungen, z.B. bei Kapitalmaßnahmen, M&A-Transaktionen und Impairment-Tests. Hierbei ist die Unsicherheit in den Erwartungen künftiger finanzieller Überschüsse und äquivalent hierzu in der von Investoren für die Übernahme der Unsicherheit geforderten Risikoprämie zu berücksichtigen.

Ermittlung künftiger finanzieller Überschüsse

Unsicherheiten für die Ableitung künftiger finanzieller Überschüsse sind abhängig von Ausmaß und Dauer der durch den Krieg ausgelösten Effekte und können je nach Branche und Geschäftsmodell sehr unterschiedlich sein.

Bei direkten Engagements, z.B. Produktionstätigkeiten und rechtlichen Beteiligungen in der Ukraine bzw. Russland, sind Einschränkungen bzw. Ausfälle von Absatz und Produktion bei der Ermittlung künftiger finanzieller Überschüsse zu berücksichtigen. Zudem können weitere Folgen wie Wertminderungen von Beteiligungen, Kapitalverkehrskontrollen, eingeschränkte Dividendenausschüttungsmöglichkeiten etc. eintreten und zu berücksichtigen sein.

Liegen indirekte Engagements vor, bspw. Geschäftsbeziehungen im Bereich der Beschaffungs- und Absatzmärkte, ist ebenfalls zu überprüfen, welche Auswirkungen sich hieraus auf die Ertragsaussichten des Unternehmens ergeben, z.B. aufgrund steigender Rohstoff- und Energiepreise, von Lieferengpässen und verändertem Konsumentenverhalten (z.B. infolge von Reputationseffekten für Unternehmen, die weiterhin in Russland tätig sind).

Auch in der langfristigen Betrachtung können sich Auswirkungen auf die Ertragslage eines Bewertungsobjekts ergeben, wenn aufgrund von durch den Ukraine-Krieg ausgelösten Veränderungen (z.B. in Bezug auf Lieferketten oder Absatzmärkte) die langfristige wirtschaftliche Situation nach dem Ukraine-Krieg voraussichtlich eine andere sein sollte als vorher.

Der FAUB weist darauf hin, dass in vielen Fällen die Effekte aus dem Ukraine-Krieg zu einer geänderten Zukunftseinschätzung für Bewertungsstichtage nach dem 23. Februar 2022 führen werden und Unternehmensplanungen, die vor dem 24. Februar 2022 entstanden sind, entsprechend der veränderten Situation neu zu beurteilen sind. Falls eine Unternehmensplanung für eine Unternehmensbewertung herangezogen wird und die aktuellen Erwartungen noch nicht abbildet, hat der Bewerter auf eine Anpassung der Unternehmensplanung hinzuwirken oder ggf. selbst Anpassungen im Rahmen der Bewertung vorzunehmen.

Wie schon bei der COVID-19-Krise fehlt es an historischen Erfahrungswerten zu den langfristigen wirtschaftlichen Auswirkungen des Ukraine-Krieges und ähnlicher Ereignisse sowie möglicher Auswirkungen auf einzelne Geschäftsmodelle. Daher empfiehlt der FAUB, dieser erhöhten Unsicherheit bei der Erstellung von Unternehmensplanungen mit Szenario-Analysen zu begegnen.

Kapitalkosten

Im Hinblick auf die Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf die Kapitalkosten bei Unternehmensbewertungen stellt der FAUB fest, dass von einer Anpassung der Risikoprämie abzusehen ist. Eine langfristige Ausrichtung der Zukunftserfolgswertverfahren erfordert eine ebenfalls langfristige Beurteilung der für die Ermittlung der Kapitalkosten heranzuziehenden Kapitalmarktdaten. Kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Kapitalmärkte sollen hierbei unberücksichtigt bleiben. Daher empfiehlt der FAUB weiterhin eine Orientierung der Kapitalkosten an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Markttrenditen, die der FAUB in einer Größenordnung von 7,0 Prozent bis 9,0 Prozent (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) sieht, und einer Markttrisikoprämie von 6,0 Prozent bis 8,0 Prozent (ebenfalls nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern). Diese Markttrisikoprämie liegt gemäß FAUB am oberen Rand der Bandbreite historisch messbarer Markttrisikoprämien.

Der FAUB weist darauf hin, dass die Implikationen des Ukraine-Krieges und steigender Rohstoff- und Energiepreise sowie der damit einhergehenden Inflationsdynamik auf Basiszinssatz, Fremdkapitalkosten und Wachstumsabschlag weiter zu verfolgen sind.

Abschließend betont der FAUB, dass die erhöhte Unsicherheit aufgrund des Ukraine-Krieges in der Planung zu berücksichtigen und nicht durch pauschal erhöhte Risikoprämien abzubilden ist.



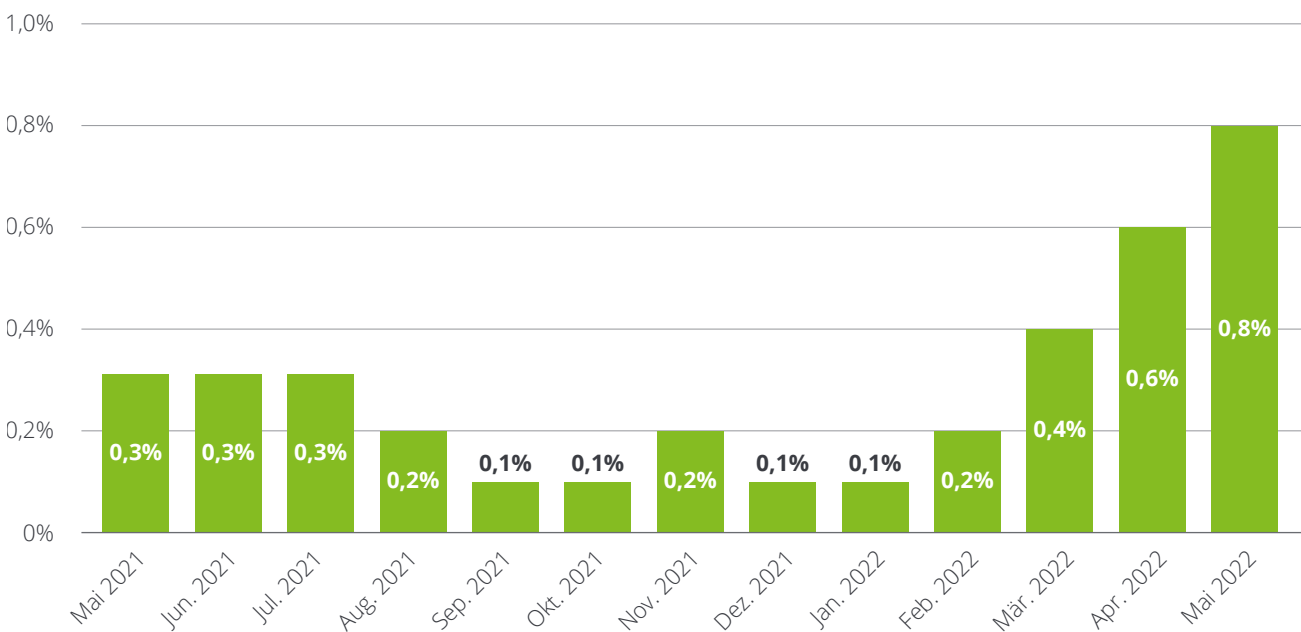
Aktuelle Marktentwicklung

Basiszins

Der durchschnittliche einheitliche (gerundete) risikolose Basiszins, auf den üblicherweise bei Unternehmensbewertungen abgestellt wird, zeigt seit Ende März 2021 einen positiven Wert. Nach einer langen volatilen Phase ist seit Anfang des Jahres 2022 ein leichter Aufwärtstrend zu beobachten. Insbesondere die Spekulationen auf eine Erhöhung des Leitzinses durch die EZB führten zuletzt zu einem vergleichsweise starken Anstieg auf 0,8 Prozent.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Inflationsdynamik ist mit einem weiteren Anstieg des Basiszinses zu rechnen. Eine stichtagspezifische Betrachtung (ohne 3-Monats-Durchschnittsbildung) zeigt zum 31. Mai bereits einen Basiszins von 1,3 Prozent bzw. gerundet 1,25 Prozent.

Abb. 1 – Entwicklung des einheitlichen Basiszinssatzes



■ Basiszinssatz
(Durchschnitt über 3 Monate, gerundet, gemäß Svensson-Formel.)

Inflationsrate

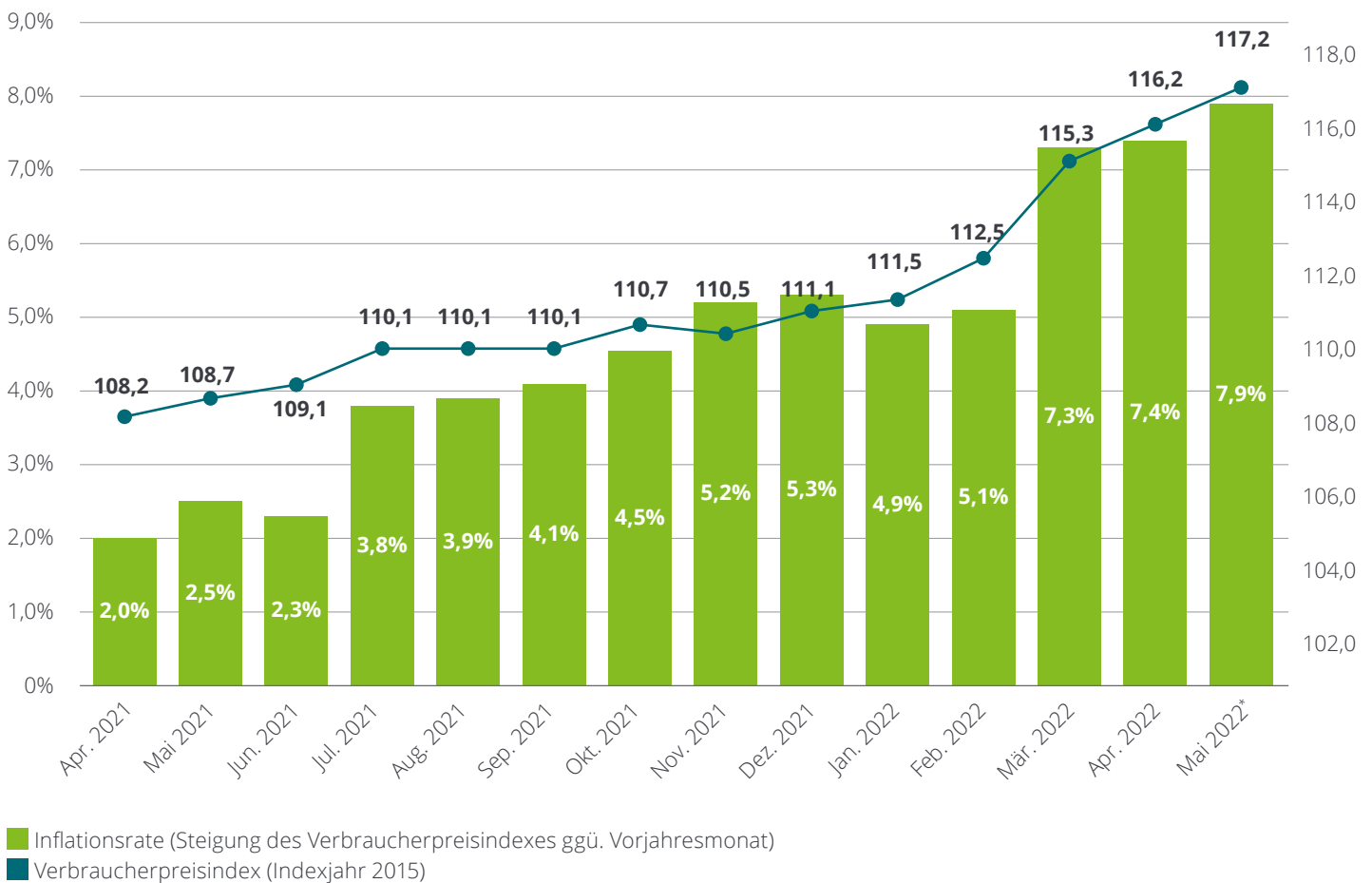
Im Jahr 2021 stieg die Inflationsrate mit einem Durchschnittswert von 3,1 Prozent auf ein Langzeithoch seit 1993. Durch die Corona-Pandemie kam es zu massiven Lieferengpässen im globalen Warenverkehr und dadurch zu außergewöhnlichen Preisanstiegen. Im zweiten Halbjahr wurde die Inflation insbesondere durch gestiegene Rohölpreise weiter angefeuert. Seit Ausbruch des Ukraine-Krieges am 24. Februar 2022 sind die Energiepreise, u.a. aufgrund der Handelssanktionen gegen Russland, noch weiter gestiegen. Zudem zeigen sich gemäß Statistischem Bundesamt die Auswirkungen des Ukraine-Krieges durch

übermäßige Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln. Im März 2022 war die Inflationsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat sprunghaft auf 7,3 Prozent geklettert, im Mai zeigte sich mit 7,9 Prozent eine noch höhere Inflationsrate. Der Verbraucherpreisindex zeigt, dass das Preisniveau in Deutschland seit 2015 um 17,2 Prozent gestiegen ist.

Hier ist mit Blick auf die Unternehmensbewertung zu analysieren, wie die aktuellen Inflationsraten sich auf das Geschäft und die Unternehmensplanung des Bewertungsobjektes niederschlagen. Hierbei sind sowohl absatz- als auch beschaffungssei-

tige Effekte in die Analyse einzubeziehen. Gleichzeitig sind hierbei der Planungshorizont sowie die Inflationserwartungen zu berücksichtigen. Nach derzeitiger Einschätzung gehen die meisten Experten von einer sinkenden Inflationsrate für 2023 aus. Für den mittel- bis langfristigen Planungshorizont, inklusive der Phase der ewigen Rente, ist daher in den meisten Fällen nicht von einer nachhaltig deutlich erhöhten inflationsbedingten Wachstumsrate auszugehen.

Abb. 2 – Entwicklung der monatlichen Inflationsrate des Verbraucherpreisindexes in Deutschland



* Mai 2022 vorläufig
Quelle: Statistisches Bundesamt.

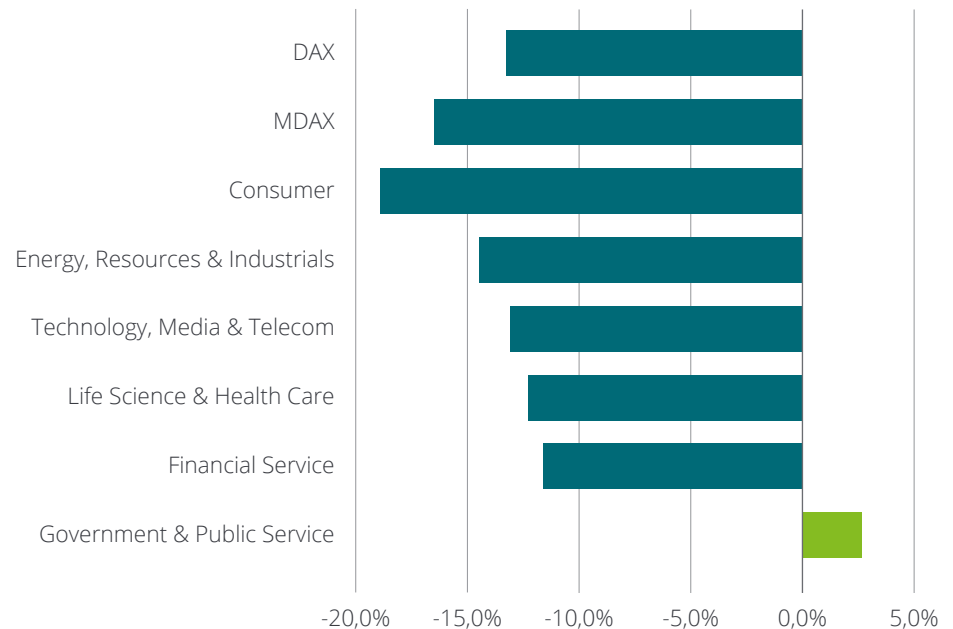
Marktkapitalisierung

Als Folge des Ukraine-Kriegs sind flächendeckend drastische Kursrückgänge an den Aktienmärkten zu beobachten. Der DAX (Kurswerte) ist seit dem 31. Dezember 2021 um rd. 13 Prozent eingebrochen, der MDAX sogar um rd. 16 Prozent. Unternehmen nahezu aller Branchen in Deutschland sind in unterschiedlichem Ausmaß betroffen. Auch innerhalb der einzelnen Industrien sind starke Abweichungen zu beobachten. Mit einem Verlust von rd. 19 Prozent weist die Industrie „Consumer“ den höchsten Verlust auf. Hierin sind z.B. die Subsektoren „Automotive“, „Consumer Products“ und „Retail“ enthalten.

Hingegen profitieren einzelne Unternehmen, insbesondere aus der Rüstungsindustrie (Industrie „Government & Public Services“), in unterschiedlichem Ausmaß vom Ukraine-Krieg. So hat sich der Kurs des Düsseldorfer Unternehmens Rheinmetall beispielsweise seit Jahresanfang mehr als verdoppelt.

Somit ist z.B. bei der Ableitung und Analyse von Multiplikatoren auf die aktuellen Ausschläge der Marktentwicklung zu achten und sicherzustellen, dass auch die einzubeziehenden Ergebnisgrößen (EBITDA, EBIT) bereits eventuelle veränderte Geschäftsaussichten der Unternehmen reflektieren.

Abb. 3 – Verluste der (indexierten) Marktkapitalisierung nach Industrien auf Basis der 90 in DAX bzw. MDAX enthaltenen Unternehmen vom 31.12.2021 bis zum 31.05.2022



Volatilität

Zudem zeigt sich zuletzt eine erhöhte Volatilität am Markt, im Folgenden abgebildet durch die Entwicklung des VDAX. Dies deutet auf eine erhöhte Unsicherheit hin, die sich auch auf die Ableitung von Betafaktoren auswirken kann. In diesem Zusammenhang ist in Bezug auf die Ableitung von Kapitalkosten für Unternehmensbewertungen zu analysieren, inwieweit diese Auswirkungen als langfristig bzw. nachhaltig einzuschätzen oder als kurzfristige Ausschläge des Betafaktors zu verstehen sind. Dies ist umso wichtiger, als dass in der Unternehmensbewertung die Kapitalmarktdaten und damit auch das durch den Betafaktor ausgedrückte systematische Risiko langfristig zu beurteilen sind.

Fazit

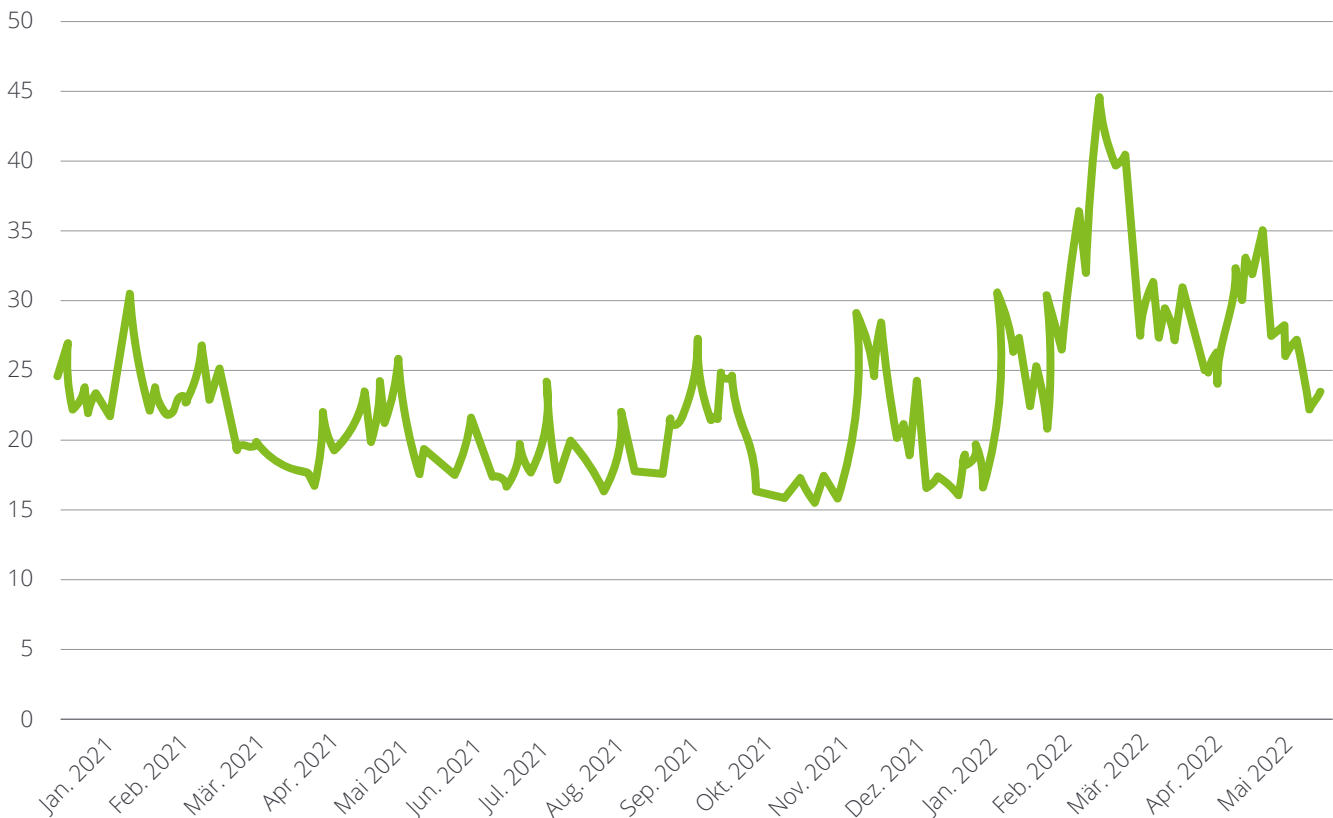
Die aktuelle geopolitische Entwicklung ist maßgeblich durch Russlands Angriffskrieg in der Ukraine geprägt. Am Kapitalmarkt zeigen sich aktuell deutliche Entwicklungen, insb. der signifikante Zins- und Inflationsanstieg. Gleichzeitig gehen die Marktwerte in zahlreichen Sektoren zurück und die Unsicherheit, hier am Beispiel der Volatilität, steigt.

Der Krieg führt auch z.T. zu massiven Auswirkungen auf einzelne Geschäftsmodelle und Investitionsentscheidungen, die im Rahmen der Unternehmensbewertung zu analysieren und entsprechend, bei Bewertungsstichtagen nach dem 23. Februar 2022, zu berücksichtigen sind.

Gleichwohl ist im Rahmen der Unternehmensbewertung die langfristige Beurteilung von Kapitalmarktdaten relevant, sodass hier zu würdigen ist, ob beobachtbare Veränderungen kurzfristiger Natur sind oder auf eine langfristig veränderte Erwartung der Marktteilnehmer hindeuten.

Deutliche Auswirkungen können sich für direkte Beteiligungen in der Ukraine, Russland oder Belarus ergeben, die deutlichen Abschreibungsbedarf im Rahmen von Werthaltigkeitstests nach sich ziehen können, da hier die Geschäftsmodelle auf absehbare Zeit massiven Verwerfungen ausgesetzt sind und auch eine Bewertung unter Veräußerungsgesichtspunkten hiervon maßgeblich beeinflusst ist.

Abb. 4 – Entwicklung des VDAX vom 1.1.2021 bis 31.5.2022



Ihr Ansprechpartner



Dr. Matthias Knabe

Partner | Valuation & Modelling

Tel: +49 211 8772 3241

mknabe@deloitte.de

Deloitte.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen (zusammen die „Deloitte-Organisation“). DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen, die sich gegenüber Dritten nicht gegenseitig verpflichten oder binden können. DTTL, jedes DTTL-Mitgliedsunternehmen und verbundene Unternehmen haften nur für ihre eigenen Handlungen und Unterlassungen und nicht für die der anderen. DTTL erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Kunden. Weitere Informationen finden Sie unter www.deloitte.com/de/UeberUns.

Deloitte bietet branchenführende Leistungen in den Bereichen Audit und Assurance, Steuerberatung, Consulting, Financial Advisory und Risk Advisory für nahezu 90% der Fortune Global 500®-Unternehmen und Tausende von privaten Unternehmen an. Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter liefern messbare und langfristig wirkende Ergebnisse, die dazu beitragen, das öffentliche Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken, die unsere Kunden bei Wandel und Wachstum unterstützen und den Weg zu einer stärkeren Wirtschaft, einer gerechteren Gesellschaft und einer nachhaltigen Welt weisen. Deloitte baut auf eine über 175-jährige Geschichte auf und ist in mehr als 150 Ländern tätig. Erfahren Sie mehr darüber, wie die mehr als 345.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter von Deloitte das Leitbild „making an impact that matters“ täglich leben: www.deloitte.com/de.

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen und weder die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen noch deren verbundene Unternehmen (zusammen die „Deloitte Organisation“) erbringen mit dieser Veröffentlichung eine professionelle Dienstleistung. Diese Veröffentlichung ist nicht geeignet, um geschäftliche oder finanzielle Entscheidungen zu treffen oder Handlungen vorzunehmen. Hierzu sollten Sie sich von einem qualifizierten Berater in Bezug auf den Einzelfall beraten lassen.

Es werden keine (ausdrücklichen oder stillschweigenden) Aussagen, Garantien oder Zusicherungen hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in dieser Veröffentlichung gemacht, und weder DTTL noch ihre Mitgliedsunternehmen, verbundene Unternehmen, Mitarbeiter oder Bevollmächtigten haften oder sind verantwortlich für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt im Zusammenhang mit Personen entstehen, die sich auf diese Veröffentlichung verlassen. DTTL und jede ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen.