

Valuation News Sonderausgabe

Deal Advisory

April 2020

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

die Ausbreitung des Coronavirus ist zu einem globalen Risiko angewachsen, das die Gesundheit und das Leben der Bevölkerung bedroht. Die unmittelbaren gesundheitlichen sowie die damit verbundenen mittelbaren Folgen aufgrund persönlicher Einschränkungen und Verhaltensänderungen führen zu massiven wirtschaftlichen Folgewirkungen. Die hohe wirtschaftliche Unsicherheit lässt sich unter anderem an dem weltweiten Einbruch der Börsenkurse ablesen.

Im Rahmen von (Unternehmens) Bewertungen sind die kurz-, mittel- und langfristigen Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Geschäftsmodelle von Unternehmen kritisch zu hinterfragen und ihre vollständige und sachgerechte Berücksichtigung in den Unternehmensplanungen zu analysieren. Allgemeingültige Vorgehensweisen, die auch schon vor der Krise hinsichtlich zahlreicher unternehmensindividueller Geschäftsmodelle nur auf einem stark aggregierten Level passend waren, gibt es hierfür leider nicht. Einmal mehr

kommt es auf ein tiefes Verständnis des Geschäftsmodells und der Werttreiber sowie der Markt- und Wettbewerbssituation an. Die Folgen der Covid-19-Krise sollten in mehrwertigen Planungen mittels Szenario- und Simulationsanalysen abgebildet werden.

An der grundsätzlichen Vorgehensweise zur Bestimmung der Kapitalkostenparameter ändert sich nichts. Wir erwarten unterschiedliche Effekte auf Ebene der Einzelparameter. Unmittelbar an Kapitalmärkten erhobene Parameter sind aufgrund der aktuellen hohen Marktvolatilitäten dahingehend zu beurteilen, inwieweit ihre Eignung für Bewertungszwecke gegebenenfalls eingeschränkt ist. Erfahrungen aus den zurückliegenden Krisen 2008/2009 und 2012 können hierbei unterstützen.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Marc Castedello
Partner

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Inhalt

Wert und Preis
Seite 2

Cashflows in wertbasierten Kalkülen
Seite 2

Kapitalkosten in wertbasierten Kalkülen
Seite 3

Preisbasierte Kalküle
Seite 5

Impairment Test/Werthaltigkeitstest
Seite 5

Stichtag und Wurzeltheorie
Seite 6

Covid-19 und seine Folgen in der Bewertung

Die Folgen der Covid-19-Krise wirken in einem ersten Schritt auf die unmittelbar beobachtbaren Preise, zum Beispiel auf die Aktienkurse. Modellbasierte Unternehmenswerte greifen zum Teil auf Marktdaten als bewertungsrelevante Parameter wie zum Beispiel Kapitalkosten zurück und werden regelmäßig mit beobachtbaren Preisen plausibilisiert. Möglich wird dies durch die Annahme, dass die Bandbreiten beobachtbarer Preise und berechneter Unternehmenswerte normalerweise einen hohen Überschneidungsbereich aufweisen. Diese Annahme ist in Krisenzeiten kritisch zu hinterfragen, da Preise gegebenenfalls von Übertreibungen beeinflusst sein können, die in Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungsanlass in der Regel nicht auf abgeleitete Unternehmenswerte übertragen werden sollten. Nachfolgend geben wir Hinweise, wie die aktuelle Krise sachgerecht in Bewertungskalkülen berücksichtigt wird, und welche Besonderheiten sich bei Impairment- und Werthaltigkeitstests sowie beim Stichtagsprinzip ergeben.

Wert und Preis

Abgeleitete Werte, wie beispielsweise objektivierte bzw. subjektive Unternehmenswerte gemäß IDW S 1 oder ein Value in Use gemäß IAS 36, schauen ausschließlich auf den Nutzen und somit auf die langfristige Fähigkeit des Unternehmens, Erträge und damit Ausschüttungen an die Anteilseigner zu generieren.

Fair Values gemäß IFRS 13 oder gemeine Werte gemäß BewG hingegen orientieren sich an beobachtbaren Preisen. Preise stellen im ersten Schritt das Ergebnis von Angebot und Nachfrage dar. Die zuvor genannten Fair Values und gemeinen Werte versuchen entsprechend im ersten Schritt, einen (Markt)Preis direkt abzulesen bzw. am Markt beobachtbare Input-Parameter zu verwenden, sofern diese belastbar sind. Erst im zweiten Schritt, wenn belastbare (Markt)Preise oder Input-Parameter nicht vorliegen, versuchen auch sie über modellgestützte Kalküle solche (Markt)Preise abzuschätzen.

Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile in Form von Börsenkursen orientieren sich zwar grundsätzlich an genau der beschriebenen Fähigkeit des Unternehmens zu zukünftigen Ausschüttungen, entkoppeln sich aber

über den Aktienhandel immer wieder davon, so dass sie um die dem Grunde nach stabileren Werte schwanken. Die Schwankungsbreite ist dabei von vielen Einflussfaktoren abhängig wie unter anderem der Geldpolitik der Notenbanken, Liquiditätsbedürfnissen oder der Informationseffizienz. In Zeiten hoher Unsicherheit mit einer größeren Bandbreite von Einschätzungen von Investoren zur zukünftigen Entwicklung von Unternehmen und Märkten nimmt die Amplitude dieser Schwankung der Preise um den Wert zu.

Cashflows in wertbasierten Kalkülen

In einer Bewertung ist Unsicherheit an zwei Stellen korrespondierend zu berücksichtigen. Zum einen in den Erwartungen künftiger Überschüsse der Unternehmen, zum anderen hierzu äquivalent in der Risikoprämie, die Investoren für das Tragen der Unsicherheit fordern (Grundsatz der Risikoäquivalenz).

Bei der Planung der künftigen Überschüsse sind zunächst die unmittelbaren **kurzfristigen** Folgen der Pandemie sowie der eingeleiteten Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung zu beachten. Diese führen häufig zu einer deutlichen Einschränkung oder gar zum Einstellen der operativen Tätigkeit

des Unternehmens. Dies kann zum Beispiel durch die Unterbrechung der internationalen Lieferketten ausgelöst sein, gefolgt von Personalausfällen durch Erkrankungen von Mitarbeitern sowie das Erfordernis vorsorglicher Quarantäne. Auf der Nachfrageseite ist die Nachfrage aus dem Ausland in den vom Virus betroffenen Ländern eingebrochen. Die angeordneten Geschäftsschließungen und Reiseverbote haben diese schließlich auch im Inland drastisch reduziert. Aufgrund der von den Unternehmen – getrieben vom Versuch, ihre Fixkosten abzubauen – vorgenommenen Stellenstreichungen sowie der Kurzarbeit kommt es zusätzlich zu einem Rückgang der Kaufkraft bei den Privathaushalten, was die Nachfrage noch weiter reduziert.

Es ist nach derzeitigem Kenntnisstand davon auszugehen, dass die durch das Virus sowie die eingeleiteten Notfallmaßnahmen ausgelösten Auswirkungen zeitlich begrenzt sind. Offen ist dabei aber, wie lange die regionalen Notfallmaßnahmen andauern und damit das finanzielle Ausmaß der kurzfristigen Auswirkungen ist. Öffentlich verfügbare Prognosen sprechen aktuell (Stand 31. März 2020) von einem Zeitraum von mindestens weiteren vier Wochen bis zu einem halben Jahr. Eine

zentrale Einschätzung und Vorgabe dieses Zeitraums wären sicherlich wünschenswert, allein es fehlt für diese eine belastbare Entscheidungsbasis. Zwar bestehen erste Erfahrungswerte aus China mit einem sukzessiven Anlaufen der Regelprozesse nach etwa zwei Monaten Shutdown. Ob diese Erfahrungen ohne Weiteres auf andere Länder übertragbar sind, ist aktuell ebenso kritisch zu hinterfragen wie die Gefahr einer nachfolgenden Pandemiewelle. Die zu berücksichtigende Krisenphase wird zudem von den Regionen und Branchen abhängig sein, in denen das Bewertungsobjekt tätig ist.

Idealerweise sind die Auswirkungen der Krise bereits in vorliegenden Planungsrechnungen reflektiert. Soweit dies nicht der Fall ist, sind die krisenbedingten Effekte vollständig und sachgerecht zu berücksichtigen und diese möglichst mit Szenario- und Sensitivitätsanalysen zu untermauern. Ein wesentlicher Fokus dieser Analysen sollte die Liquiditätssituation sein. Dabei sind die vielfältigen staatlichen und nicht-staatlichen Maßnahmen zur Vermeidung von Liquiditätsengpässen sowie zur Linderung der Krise zu berücksichtigen. Hieran anschließend sind die **mittelfristigen** Folgen nach Ende bzw. zumindest überwiegender Rücknahme der Notfallmaßnahmen und weitgehender Wiederaufnahme der operativen Tätigkeit des Unternehmens zu beurteilen. Hier stellt sich zunächst die Frage nach der Geschwindigkeit der eintretenden Erholung. Diese kann unmittelbar („V-förmiger Verlauf“) oder aber erst mit einer Verzögerung („U-förmiger Verlauf“) eintreten oder gar auf unbestimmte Zeit ausbleiben („L-förmiger Verlauf“). Die Erholung kann gegebenenfalls auch zu temporären Aufholeffekten führen. Nach derzeit vorherrschender Auffassung wird wohl von einem V- bis U-förmigen Verlauf ausgegangen, es ist aber im Einzelfall zu

berücksichtigen, dass dieser Verlauf ebenfalls branchen- und geschäftsmodellabhängig sein wird. Des Weiteren ist zu analysieren, ob sich am Kunden- und Produktportfolio nachhaltige Änderungen ergeben.

Beispielsweise, weil sich das Verhalten und die Gewohnheiten von Kunden über die Covid-19-Krise hinaus geändert haben oder weil Produkte des Unternehmens substituiert wurden, sei es durch gleiche Produkte von Wettbewerbern, die lieferfähig waren, sei es durch gänzlich andere Produkte und Dienstleistungen. Gegebenenfalls können verlorene Marktanteile zurückgewonnen werden.

Dabei ist zu beachten, dass die Covid-19-Krise bereits vorher bestandene Trends wie beispielsweise die Digitalisierung oder Globalisierung sowohl beschleunigen wie auch abbremsen oder gar umkehren kann. Zudem können sich mittelfristige oder dauerhafte Änderungen an den Lieferketten und dem Wertschöpfungsprozess des Unternehmens ergeben, beispielsweise, weil Lieferanten ersetzt werden müssen oder das Unternehmen diese künftig breiter verteilen möchte. Hier stellt sich dann auch die Frage, ob dies Änderungen der Kostenstruktur und Margen nach sich zieht. Allgemeingültige Lösungen, die auch schon vor der Krise hinsichtlich zahlreicher unternehmensindividueller Geschäftsmodelle nur auf einem stark aggregierten Level passend waren, gibt es leider nicht. Einmal mehr kommt es auf ein tiefes Verständnis des Geschäftsmodells und der Werttreiber sowie der Markt- und Wettbewerbssituation an. Auch hier sollten mehrwertige Planungen in Form von Szenario- und Simulationsanalysen betrachtet werden.

Im dritten Schritt sind dann aufbauend auf den Analysen zu kurz- und mittelfristigen Auswirkungen der Covid-19-Krise die **langfristi-**

gen und nachhaltigen Veränderungen im Bewertungskalkül zu berücksichtigen. Auch wenn es sicherlich viele Geschäftsmodelle gibt, bei denen sich keine nachhaltigen Veränderungen ergeben werden, sollte dies nicht unreflektiert als Standardannahme gesetzt werden. Szenario- und Simulationsanalysen liefern natürlich auch hier einen Mehrwert in der Analyse und bei der Transparenz der Überlegungen.

Unternehmen, die langfristig über keine hinreichende Ertragskraft verfügen oder bereits vor der Covid-19-Krise gefährdete Geschäftsmodelle hatten, sollten auch bereits in den früheren Unternehmensphasen und bei der Annahme von Finanzierungshilfen und dem Aussetzen von Insolvenzantragspflichten kritisch betrachtet werden. Nicht zu vergessen ist, dass nicht alle Unternehmen negativ von der Krise betroffen sind, sondern es auch Unternehmen gibt, deren Geschäft von der Krise profitiert, beispielsweise der Online-Handel oder Unternehmen für Medizinbedarf. Die vorherigen Überlegungen gelten hier jeweils umgekehrt.

Kapitalkosten in wertbasierten Kalkülen

Neben den Effekten auf die Planung und somit Cashflows des Bewertungsobjekts sind auch die Auswirkungen auf die Kapitalkosten zu beachten. An der grundsätzlichen Vorgehensweise zur Bestimmung der Parameter ändert sich zunächst nichts.

Es ist zu erwarten, dass aufgrund der „Flucht in sichere Häfen“ der Basiszins für Deutschland zunächst zurückgeht. Dabei sind auch negative Werte für den unendlichen einheitlichen **Basiszins** nicht mehr unrealistisch. Methodisch spricht auch nichts dagegen, diese zu verwenden, sofern der barwertäquivalente Basiszins in der von KPMG verfolgten Gesamttrendeschau eingebettet bleibt.

Die beobachtbaren impliziten Gesamttrenditen sind nach einer leicht rückläufigen Tendenz in den letzten Jahren dagegen aktuell aufgrund der Kurseinbrüche wieder steigend. Dabei ist jedoch zu erwarten, dass die Kapitalmärkte auch Übertreibungsphasen aufweisen werden. Es gibt durchaus Stimmen am Kapitalmarkt, die die Phase unmittelbar vor der Krise als Übertreibung „nach oben“, das heißt mit Preisen deutlich oberhalb der Werte, sehen. Die Covid-19-Krise wäre dann „nur“ ein Katalysator zur Bereinigung dieser Übertreibung. Des Weiteren ist zu beachten, dass auch Analystenschätzungen, die die Covid-19-Krise berücksichtigen, erst sukzessive verfügbar sein werden.

Die langfristige Ausrichtung einer modellgestützten Bewertung erlaubt und erfordert es, Kapitalmarktdaten langfristig zu beurteilen und kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Börse als momentanen und nicht zwingend langfristigen Stimungsindikator einzuordnen. So gibt es bisher keinen Anlass, von dem vom FAUB jüngst kommunizierten Korridor für die Gesamttrendite von etwa 7 bis 9 % abzuweichen. Im Ergebnis erwarten wir daher gleichzeitig zum rückläufigen Basiszins steigende **Marktrisikoprämien**. Derzeit sind diese durch die Obergrenze der FAUB-Empfehlung auf 8 % (vor persönlichen Steuern) begrenzt. Wie in den vergangenen Jahren auch wird der FAUB seine Empfehlung zur Höhe der Markt-Risikoprämie regelmäßig überprüfen.

Bei der Ableitung von **Betafaktoren** sind die Einflüsse der Covid-19-Krise zu analysieren. Analog zu den Beobachtungen in der Finanzkrise 2008/2009 und der Staatsschuldenkrise 2012 sind hier im Einzelfall hohe temporäre Volatilitäten zu erwarten, was ihre Eignung für Bewertungszwecke einschränkt. Ungeachtet dessen hat sich an der Grundüberlegung zur

Betaableitung nichts geändert: Was ist ein guter Schätzer für das operative Risiko eines Unternehmens? Beobachtbare Betafaktoren werden auch weiterhin ein guter Ausgangspunkt für die Bestimmung des nachhaltigen operativen Risikos sein, soweit sich das Risikoprofil eines Unternehmens nicht signifikant verändert.

Allerdings sind die aktuellen Kapitalmarktvolatilitäten in diesem Zusammenhang kritisch zu beurteilen. So ist davon auszugehen, dass die auf den aktuellen Preisvolatilitäten basierenden Verwerfungen der Betafaktoren regelmäßig kein Signal für eine signifikante zukünftige Veränderung des individuellen Geschäftsmodells sind, sondern Ergebnis temporär krisenbedingter Überlagerungseffekte. Unter dieser Annahme kann es sich bei im Jahr 2020 liegenden Bewertungsstichtagen gegebenenfalls anbieten, neben dem letzten Quartalsstichtag vor dem Bewertungsstichtag auch die Betafaktoren zum 31. Dezember 2019 als letzten von der Covid-19-Krise weitgehend unbeeinflussten Quartalsstichtag zu analysieren. Zudem sollten auch die Rolling Betas analysiert werden. Potenziell identifizierte Unterschiede sind daraufhin zu beurteilen, ob sie kurzfristige Ausreißer darstellen oder Anzeichen eines Strukturbruchs sind. Aufgrund der nur wenigen Datenpunkte seit Ausbruch der Krise sollten Betafaktoren vor dieser grundsätzlich als aussagekräftiger beurteilt werden. Begründete Abweichungen im Einzelfall sind – analog zu Nicht-krisenzeiten – jedoch denkbar, wenn sich eine Änderung im Geschäftsmodell abzeichnet. Inwieweit auf kurzfristige Sicht der Krisen/Post-Krisenphase bei unveränderten Geschäftsmodellen höhere operative Risiken zum Beispiel durch höhere Ergebnisschwankungen und -korrelationen zum Markt erwartet werden können, lässt sich nur schwer abschätzen. Viel wichtiger ist hierbei, zunächst den richtigen (im Ver-

gleich zum krisenfreien Szenario in den meisten Fällen temporär reduzierten) Erwartungswert der Unternehmensergebnisse abzuleiten. Gleiches gilt für etwaige Ausfallszenarien, die ebenfalls simultan auf der Zeitschiene abzubilden wären. Da hierdurch der wesentliche Teil krisenbedingter Werteffekte auf kurze Sicht erfasst sein wird, sollte sich auch der Betafaktor für die aktuellen Planphasen vereinfachend am nachhaltigen operativen Unternehmensrisiko, für das in der Regel belastbare Daten aus Vorkrisenzeiten vorliegen, orientieren. Nicht unterlegbare pauschale Anpassungen von Betafaktoren sind daher abzulehnen.

Bei **Länderrisikoprämien** ist grundsätzlich ein Anstieg zu erwarten. Bei Ländern mit erheblichem Einfluss der Covid-19-Pandemie und gegebenenfalls relevanten Folgeeffekten (z.B. Italien) kann es bei der Annahme von Strukturbrüchen angebracht sein, statt eines Zweijahresdurchschnitts auf kürzere Zeiträume abzustellen. Ein ähnliches Vorgehen haben wir seinerzeit auch bei den besonders von der Staatsschuldenkrise betroffenen Ländern (z.B. Griechenland) empfohlen. Für die nachhaltige **Wachstumsrate** gelten die bisherigen Empfehlungen auch weiterhin. Hier ist unverändert wichtig, die Konsistenz bezüglich der Inflationsannahmen sicherzustellen. Im Basiszins ist nach wie vor eher ein gesamtwirtschaftliches Niedriginflationsumfeld reflektiert, sodass für die Ableitung der Wachstumsrate in der Regel nicht von einem unternehmensspezifischen Hochinflations-szenario ausgegangen werden kann. Denn weiterhin gilt neben den Überlegungen zur allgemeinen konsum-orientierten Inflationsrate (in den Kapitalkosten) unverändert die unternehmensspezifische Inflationsrate als maßgebende Größe zur Ableitung der Wachstumsrate.

Die üblichen Plausibilisierungen des ermittelten modellgestützten Werts mit anderen Wert- und Preismaßstäben sollten natürlich weiterhin durchgeführt werden. Es mag nun aber vermehrt Gründe geben, die dafürsprechen, dass Preise (bspw. auf Basis von beobachteten aktuellen Multiplikatoren) unterhalb der ermittelten Werte liegen.

Preisbasierte Kalküle

Zunächst sind hier die entsprechenden Level-Hierarchien bezüglich der verwendeten Inputfaktoren unverändert zu beachten (s. IFRS 13). Grundsätzlich ist zu erwarten, dass der Rückgang der Kapitalmärkte sich in preisorientierten Kalkülen reflektiert.

Die Ausführungen zur Planung der bewertungsrelevanten Cashflows bei wertorientierten Kalkülen treffen auch auf preisorientierte Kalküle zu. Allerdings ist hier immer die Sicht eines typischen Marktteilnehmers einzunehmen. Anhaltspunkte hierfür können Analystenberichte liefern, die die Covid-19-Krise bereits berücksichtigen. Die in normalen Zeiten vertretbare Prämisse von gleichen Kapitalkosten bei Value in Use und Fair Value ist im aktuellen Umfeld kritisch zu hinterfragen. Da das Ziel des Fair Values ist, (auch) kurzfristige beobachtbare Preise entsprechend zu reflektieren, sind in Krisenzeiten mit starken Marktschwankungen auch die Kapitalkosten an den aktuellen (impliziten) Kapitalmarkttrenditen zu orientieren. Während bei der Ableitung des Basiszinssatzes keine weiteren Anpassungen in der bisherigen Vorgehensweise notwendig sind, werden sich Marktrisikoprämien - orientiert an aktuellen impliziten Marktrisikoprämien - gegebenenfalls auch oberhalb bisheriger Bandbreiten wie zum Beispiel den FAUB-Bandbreiten einstellen können. Bei preisorientierten Kalkülen können sich somit andere Risikoprämien als bei wertorientierten Kalkülen

ergeben. Soweit von keiner signifikanten Veränderung des operativen Geschäftsmodells auszugehen ist, empfiehlt sich ein Rückgriff auf Betafaktoren, die aus Vorkrisenzeiten abgeleitet wurden. Bei Länderrisikoprämien sind eher kurzfristige Durchschnitte zu betrachten.

Multiplikator-Analysen sind weiterhin ein wichtiges, wenngleich aktuell gegebenenfalls eingeschränktes Instrument für preisorientierte Kalküle. Denn davon ausgehend, dass ein Multiplikatoransatz konzeptionell quasi einem Terminal-Value-Kalkül entspricht, resultieren stark volatile Ergebnisse in Abhängigkeit von der Vergleichbarkeit zwischen Bewertungsobjekt und Peer Group insbesondere in der oft zu Grunde gelegten Detailplanungsphase. So kommt es bereits in Nichtkrisenzeiten zu wenig belastbaren Ergebnissen, soweit zum Beispiel aufgrund einer Restrukturierung große Unterschiede zwischen Bewertungsobjekt und Peer Group im Detailplanungsverlauf resultieren. Gleiches gilt beispielsweise auch hinsichtlich der eingeschränkten Verwendbarkeit von Multiplikatorenverfahren bei Startups.

Diese Überlegungen können auf die aktuelle Situation übertragen werden. Bei Trading-Multiplikatoren ist unverändert auf den Bewertungsstichtag abzustellen. Dabei ist darauf zu achten, inwieweit die Multiplikatoren bereits krisenbedingte Anpassungen bei den Umsatz-/Ergebnisgrößen berücksichtigen. Sie können gegebenenfalls nur eingeschränkt verwendbar sein, soweit die krisenbedingten Anpassungen bei Peer Group und Bewertungsobjekt nicht vergleichbar sind. Grundsätzlich sind Multiplikatoren korrespondierend auf entweder vergleichbare krisenbedingt angepasste oder eben nicht angepasste Umsatz-/Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts äquivalent anzuwenden. Analog zu der

Bestimmung der aktuellen impliziten Marktrisikoprämie basierend auf bislang noch nicht angepassten Analystenschätzungen und unveränderten Terminal-Value-Annahmen korrespondieren hierzu Multiplikatoren aus nicht angepassten Planungsrechnungen.

In der aktuellen Vorgehensweise heißt das möglicherweise, dass zunächst nur Analystenschätzungen für die Peer Group vor der breiteren Reflektion der Covid-19-Krise an den Kapitalmärkten (um den 24. Februar 2020) mit ebenso unbeeinflussten Ergebnissen des Bewertungsobjekts verwendet werden können, da momentan eine Unterscheidung für die Analystenschätzungen, ob sie mit oder ohne Covid-19-Effekte rechnen, für eine gewisse Zeit schwierig darstellbar ist. Im weiteren Zeitverlauf kommen dann mit der sukzessiven Verfügbarkeit aktueller Analystenschätzungen nur Daten in Betracht, welche die Covid-19-Krise berücksichtigen. Diese sind zunehmend auf ihre Eignung für die Multiplikatorenbewertung kritisch zu hinterfragen.

Die Verwendbarkeit von Transaktions-Multiplikatoren aus Transaktionen aus Vor-Krisen-Zeiten für ein aktuelles preisorientiertes Kalkül ist ebenfalls kritisch zu überprüfen.

Impairment Test/Werthaltigkeitstest

Die aktuelle Situation stellt überwiegend ein Triggering Event für den Impairment Test dar (siehe auch IDW, Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf die Rechnungslegung und deren Prüfung, Teil 2). Auch bisherige Empfehlungen zur Überleitung zur Marktkapitalisierung etc. gelten unverändert. Ähnliches gilt auch für den Werthaltigkeitstest nach IDW RS HFA 10, da die Covid-19-Krise für den nächsten Bilanzstichtag ein Anlass sein wird, den Bilanzansatz kritisch zu würdigen. Aufgrund der großen Unterschiede

von Umfang und Ausmaß der Folgen der Pandemie in den unterschiedlichen Ländern können sich gerade bei den ausländischen Beteiligungen große Unterschiede ergeben.

International wurde bereits eine (weiche) Präferenz für den „expected cashflow approach“ ausgesprochen. Die nunmehr diskutierte Unterscheidung zwischen „traditional approach“, „expected cash-flow approach“ und „certainty equivalent approach“ ist unseres Erachtens aus einer eher praxisorientierten Sichtweise zu interpretieren. Denn konzeptionell betrachtet sind grundsätzlich zunächst marktorientierte Gleichgewichts- von individuellen Grenzpreiskalkülen und anschließend „rechentechnisch“ lediglich Sicherheitsäquivalenz- von Risikozuschlagsmethode zu unterscheiden. (Eine marktorientierte Sicherheitsäquivalenzmethode basiert notwendigerweise auf den gleichen bewertungsrelevanten Parametern wie die entsprechende und üblicherweise angewendete Risikozuschlagsmethode.)

Wird der Traditional Approach als bekannter praxisorientierter Ansatz interpretiert, bei dem eine einwertige Planungsrechnung, die nicht zwingend den Erwartungswert der Cashflows widerspiegelt, ihr Korrektiv in sogenannten „Alpha“-Faktoren im Nenner des Bewertungskalküls findet, was insbesondere im internationalen Bewertungsumfeld eine durchaus gebräuchliche Vorgehensweise darstellt, zeigt sich rasch, dass der „expected cash-flow approach“ dem in Deutschland grundsätzlich verfolgten Ansatz einer unmittelbaren Ableitung des Erwartungswertes der bewertungsrelevanten Cashflows entspricht. Die genannte Empfehlung zur Berücksichtigung wahrscheinlichkeitsbasierter Szenarien geht hierbei in der von KPMG präferierten Vorgehensweise der Ermittlung von Er-

wartungswerten mittels simulation-orientierter Verfahren wie zum Beispiel Monte Carlo-Analysen auf. Hierfür haben wir entsprechende Analyseerfahrungen sowie das entsprechende Instrumentarium. Die hiermit verbundene Empfehlung, bisherige pauschale Risikozuschläge durch dezidierte Cash-flow-Analysen zu ersetzen, korrespondiert mit unserem Bewertungsverständnis und auch den Empfehlungen des IDW.

Stichtag und Wurzeltheorie

Bei Bewertungsstichtagen in der Vergangenheit stellt sich die Frage, ab wann die Auswirkungen der Covid-19-Krise in der Bewertung zu berücksichtigen sind. Eine stichtagsgenaue Differenzierung wird nur sehr schwer möglich sein. Es zeichnet sich jedoch ab, dass für Bewertungsstichtage bis zum 31. Dezember 2019, die Covid-19-Krise nicht in der Wertermittlung zu berücksichtigen ist (so auch IDW „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf die Rechnungslegung zum Stichtag 31.12.2019 und deren Prüfung“, nach dem sich Berichtspflichten und notwendige Anhangsangaben auch bereits zum 31. Dezember 2019 ergeben können). Auch wenn allererste Fälle in China um Weihnachten 2019 herum auftraten, waren die Folgen zu diesem Zeitpunkt noch nicht absehbar und möglicherweise bei rechtzeitiger Erkennung noch umkehrbar.

Unter einer Orientierung an der Kapitalmarktentwicklung erscheint es geboten, für Bewertungsstichtage nach dem 24. Februar 2020 (massiver Kurseinbruch an den Aktienmärkten) die Covid-19-Krise im Bewertungskalkül zu berücksichtigen. Für Bewertungsstichtage zwischen dem 31. Dezember 2019 und 24. Februar 2020 ist grundsätzlich eine Einzelfallwürdigung zu empfehlen.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
 Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
 Klingelhöferstraße 18
 10785 Berlin

Redaktion

Prof. Dr. Marc Castedello

Ganghoferstraße 29
 80339 München
 T +49 89 9282-1145
 mcastedello@kpmg.com

Dr. Andreas Tschöpel

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

www.kpmg.de

www.kpmg.de/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.

© 2020 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.