

## **Fachliche Hinweise**

der **Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer**

# **zu den Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine auf Unternehmensbewertungen**

*(beschlossen vom Präsidium der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer am 20. April 2022)*

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
<b>1. Präambel .....</b>	<b>2</b>
<b>2. Einleitung .....</b>	<b>2</b>
<b>3. Stichtagsprinzip .....</b>	<b>2</b>
<b>3.1. Allgemeines .....</b>	<b>2</b>
<b>3.2. Bewertungsstichtage bis zum 23. Februar 2022.....</b>	<b>3</b>
<b>3.3. Bewertungsstichtage nach dem 23. Februar 2022 .....</b>	<b>3</b>
<b>4. Finanzielle Überschüsse .....</b>	<b>3</b>
<b>5. Kapitalkosten .....</b>	<b>4</b>
<b>6. Multiplikatorverfahren .....</b>	<b>5</b>
<b>Anhang: Erläuterungen und Anwendungshinweise .....</b>	<b>6</b>

## 1. Präambel

- (1) Die vorliegenden Hinweise wurden von der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft erarbeitet. Eine Befassung des gesamten Fachsenats und die damit verbundenen Verfahren einer ordnungsgemäßen Beschlussfassung waren aufgrund der Dringlichkeit und der außergewöhnlichen Situation nicht möglich. Die Hinweise sind daher als Ausarbeitung einer Expertengruppe zum Wissensstand per 5. April 2022 zu verstehen und stellen kein Fachgutachten und keine Empfehlung des Fachsenats für Betriebswirtschaft dar.
- (2) Klarstellend wird darauf hingewiesen, dass die vorliegenden Hinweise nur allgemeiner Art sein können und die Sachverhalte im Einzelfall sowie auf Basis der konkreten Fakten und Umstände durch den Berufsangehörigen zu beurteilen sind.

## 2. Einleitung

- (3) Am 21. Februar 2022 hat Russland die in der Ukraine liegenden Regionen Donezk und Luhansk als unabhängige Staaten anerkannt und am 24. Februar 2022 verkündet, dass die beiden Volksrepubliken Russland um Hilfe gebeten haben, weshalb eine besondere Militäroperation durchgeführt werde. Der Einmarsch der russischen Streitkräfte in die Ukraine am 24. Februar 2022 ist ein Ereignis, das auch Auswirkungen auf die Weltwirtschaft hat. Seitdem zeigen sich nicht nur wirtschaftliche Auswirkungen auf Russland und die Ukraine, sondern auch auf alle Staaten, die mit Russland oder der Ukraine in Wirtschaftsbeziehungen stehen – mit vermutlich langfristigen Konsequenzen für die Weltwirtschaft. Wie lange diese Krise dauern wird, ist derzeit nicht abschätzbar.
- (4) Das Ereignis ist vergleichbar mit dem Ausbruch der durch das Coronavirus ausgelösten Pandemie. Die Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer hat am 15. April 2020 mit entsprechenden fachlichen Hinweisen zu Unternehmensbewertungen reagiert. Dies erfolgt nun auch zu den Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen.

## 3. Stichtagsprinzip

### 3.1. Allgemeines

- (5) Unternehmenswerte sind nach KFS/BW 1 Rz (23) zeitpunktbezogen und stets für einen bestimmten Bewertungsstichtag festzustellen. Die Höhe des Unternehmenswerts hängt demnach entscheidend von den Verhältnissen am Bewertungsstichtag ab.
- (6) In diesem Sinne sind nach KFS/BW 1 Rz (24) bei der Wertermittlung alle dafür beachtlichen Informationen zu berücksichtigen, die bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätten erlangt werden können. Nach KFS/BW 1 Rz (24) sind Änderungen der wertbestimmenden Faktoren, die zwischen dem Bewertungsstichtag und dem (späteren) Abschluss der Bewertung eintreten, nur dann zu berücksichtigen, wenn ihre Wurzel vor dem Bewertungsstichtag liegt. Nach Ansicht der Arbeitsgruppe reicht es für eine Berücksichtigung von Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag aber nicht aus, dass sich rückblickend eine irgendwie geartete Kausalkette bis vor den Stichtag zurückverfolgen lässt. Erst später eintretende Entwicklungen sind vielmehr nur dann zu berücksichtigen, wenn sie bereits zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegt und bei angemessener Sorgfalt erkennbar waren. Erkennbarkeit ist

gegeben, wenn es zumindest überwiegend wahrscheinlich erscheint, dass diese Entwicklungen bereits am Bewertungsstichtag erwartet wurden.

### **3.2. Bewertungsstichtage bis zum 23. Februar 2022**

- (7) Für Bewertungsstichtage bis zum 23. Februar 2022 waren die mit dem Kriegsbeginn in der Ukraine verbundenen Konsequenzen nicht erkennbar bzw. absehbar. Die damit verbundenen Auswirkungen sind daher bei Unternehmensbewertungen auf Stichtage bis zum 23. Februar 2022 aufgrund des Stichtagsprinzips nicht zu berücksichtigen.
- (8) Wird eine Bewertung auf einen Bewertungsstichtag bis zum 23. Februar 2022 erst nach der Veröffentlichung dieser fachlichen Hinweise abgeschlossen, ist im Bericht darauf hinzuweisen, dass Auswirkungen des Ukraine-Kriegs aufgrund des Stichtagsprinzips nicht berücksichtigt wurden.

### **3.3. Bewertungsstichtage nach dem 23. Februar 2022**

- (9) Für Bewertungsstichtage nach dem 23. Februar 2022 gilt grundsätzlich, dass die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs zu berücksichtigen sind. Neben gesamtwirtschaftlichen bzw. globalen Auswirkungen ist zu beurteilen, inwieweit länderspezifische und einzelfallspezifische Auswirkungen zu erwarten sind.
- (10) Auswirkungen auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens sind grundsätzlich in jenem Umfang zu berücksichtigen, der sich auf Basis des zum Bewertungsstichtag bei angemessener Sorgfalt zu erlangenden Informationsstandes mit hinreichender Wahrscheinlichkeit erwarten ließ. Auf die für die Erkennbarkeit zum Stichtag maßgeblichen Umstände sowie auf den zum Bewertungsstichtag bei angemessener Sorgfalt zu erlangenden Informationsstand ist im Bericht einzugehen.

## **4. Finanzielle Überschüsse**

- (11) Die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs sind nach Maßgabe des Stichtagsprinzips bei der Planung der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Dabei kann grundsätzlich zwischen unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen unterschieden werden.
- (12) Unmittelbare Auswirkungen können sich daraus ergeben, dass das zu bewertende Unternehmen über direkte Investitionen in Form von Beteiligungen oder Betriebsstätten in der Ukraine oder in Russland verfügt oder sich wesentliche Teile der Beschaffungs- oder der Absatzmärkte in den betroffenen Regionen befinden. Die unmittelbaren Auswirkungen können sich u.a. in Ausfällen in Absatz und Produktion, Zahlungsausfällen bei Forderungen oder der Vernichtung von Vermögenswerten niederschlagen.
- (13) Mittelbare Auswirkungen auf das zu bewertende Unternehmen können sich etwa aus einem Anstieg von Rohstoff- oder Energiepreisen, Engpässen in der Beschaffung aufgrund einer Beeinträchtigung von Lieferketten, Inflationswirkungen sowie Zins- und Wechselkursentwicklungen ergeben.
- (14) Für bestimmte Branchen können sich spezifische Auswirkungen auf die mittel- und langfristige Planung ergeben. Dies betrifft insbesondere energie- oder rohstoffintensive Produktionsbetriebe und Unternehmen, die in der Strom- und Gasversorgung tätig sind.

- (15) Bei der Beurteilung der langfristigen Auswirkungen des Ukraine-Kriegs ist für das Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens zu analysieren, inwieweit Veränderungen der Beschaffungs- und Absatzmärkte zu erwarten sind.
- (16) Die Berücksichtigung der unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf das zu bewertende Unternehmen ist in der Regel mit einer erheblichen Erhöhung der Planungsunsicherheit verbunden. Dieser erhöhten Unsicherheit sollte im Sinne von KFS/BW 1 Rz (66) durch die Ableitung von Erwartungswerten für die finanziellen Überschüsse aus Szenarien, denen Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden, begegnet werden.
- (17) Die Beurteilung der Plausibilität von Planungsrechnungen in Krisenzeiten stellt den Berufsangehörigen vor besondere Herausforderungen. Von zentraler Bedeutung ist dabei die Frage, ob der durch den Ukraine-Krieg erhöhten Unsicherheit bei der Ableitung der Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse in angemessener Form Rechnung getragen wurde. Erweist sich die Planungsrechnung insoweit als mangelhaft, hat der Berufsangehörige nach Maßgabe der Regelungen in KFS/BW 1 Rz (75) bis (78) vorzugehen und erforderlichenfalls Anpassungen vorzunehmen. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass nach KFS/BW 1 Rz (78) Unsicherheiten, die auf Mängel der Planungsrechnung zurückzuführen sind, weder durch pauschale Abschläge von den zu diskontierenden finanziellen Überschüssen noch durch Zuschläge zum Diskontierungszinssatz berücksichtigt werden dürfen.

## 5. Kapitalkosten

- (18) Im Rahmen der Ermittlung der Kapitalkosten ist zu beurteilen, inwieweit sich die aufgrund des Ukraine-Kriegs erhöhte Unsicherheit zum Bewertungsstichtag auch in erhöhten Renditeforderungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern niedergeschlagen hat.
- (19) Auf Aktienmärkten war zu beobachten, dass sich die impliziten Marktrenditen mit dem ab 24. Februar 2022 eingetretenen Kursverfall an den Börsen sprunghaft erhöht haben, anschließend aber bis Mitte März 2022 deutlich gesunken sind und das Niveau vor dem Kursverfall nahezu wieder erreicht haben. Der kurzfristige Anstieg der impliziten Marktrenditen ist auch auf den Umstand zurückzuführen, dass die in die Berechnung einfließenden Ertragsersparungen von Analysten erst zeitlich verzögert an die veränderten Rahmenbedingungen angepasst werden. Für Zeiträume ab Mitte März 2022 lassen sich daher aus dieser Entwicklung nach Ansicht der Arbeitsgruppe keine Anhaltspunkte für ein – gegenüber dem Niveau vor dem Beginn des Kursverfalls – nachhaltig wesentlich erhöhtes Renditeniveau ableiten. Zu beachten ist allerdings, dass die Volatilitäten auf den Aktienmärkten aktuell noch immer deutlich über dem Vor-Krisen-Niveau liegen. Die Arbeitsgruppe hält es vor diesem Hintergrund für sachgerecht, sich bei der Festlegung der erwarteten Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) weiterhin an einer Bandbreite für die erwartete nominelle Marktrendite von 7,5% bis 9,0% gemäß der Empfehlung KFS/BW 1 E 7 zu orientieren.
- (20) Bei der Schätzung zukünftiger Beta-Faktoren auf Basis historischer Daten ist zu beachten, dass der ab 24. Februar 2022 eingetretene Kursverfall an den Börsen häufig zu verzerrenden Effekten führen wird. Dem kann etwa durch eine Ausklammerung des betreffenden Zeitraums aus der Analyse oder durch die Ermittlung von rollierenden Beta-Faktoren über einen längeren Zeitraum begegnet werden. Dabei ist allerdings darauf zu achten, dass auch die COVID-19-Krise einzelne Datenpunkte im Regressionszeitraum verzerrte. Zu beurteilen ist in diesem Zusammenhang, inwieweit

die erhobenen Beta-Faktoren das zukünftige systematische Risiko des zu bewertenden Unternehmens in dem durch den Ukraine-Krieg veränderten Umfeld angemessen widerspiegeln.

## **6. Multiplikatorverfahren**

- (21) Im Rahmen der Plausibilitätsbeurteilung mit Multiplikatorverfahren ist darauf zu achten, dass sich aufgrund des Ukraine-Kriegs Auswirkungen sowohl auf die Höhe der ausgewählten Bezugsgrößen als auch auf die Höhe der heranzuziehenden Multiplikatoren ergeben können. Zu untersuchen ist insbesondere, inwieweit Multiplikatoren, die auf Basis von Datenmaterial aus der Zeit vor dem Ukraine-Krieg erhoben wurden, noch als aussagekräftig eingestuft werden können – insbesondere auch im Lichte der Tatsache, dass die Aussagekraft des Datenmaterials bereits durch die COVID-19-Krise eingeschränkt ist.

## **Anhang: Erläuterungen und Anwendungshinweise**

### **Zu Rz (3):**

Zu den Einflussfaktoren, die in Krisensituationen auf Börsenkurse einwirken, wird auf den fachlichen Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen vom 25. März 2020 verwiesen.

### **Zu Rz (7):**

Wirtschaftliche Aktivitäten in oder mit Russland und der Ukraine waren allerdings auch schon vor dem Kriegsausbruch mit erhöhten Unsicherheiten verbunden, denen im Rahmen von Unternehmensbewertungen nach Maßgabe der Verhältnisse des Einzelfalls Rechnung zu tragen war bzw. ist.

### **Zu Rz (10):**

Zu beachten ist, dass das bilanzrechtliche Wertaufhellungsprinzip für die Unternehmensbewertung keine Gültigkeit besitzt. Während im Jahresabschluss alle werterhellenden Umstände, die zwischen dem Abschlussstichtag und dem Tag der Aufstellung des Jahresabschlusses bekannt werden, zu berücksichtigen sind, gilt dies bei der Unternehmensbewertung nur für jene Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag, die bereits zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegt und bei angemessener Sorgfalt erkennbar waren. Der Sorgfaltsmaßstab bezieht sich daher bei der Unternehmensbewertung auf die Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag verfügbaren Informationsstandes, beim Jahresabschluss hingegen auch auf die Berücksichtigung aller werterhellenden Ereignisse im Zeitraum bis zu seiner Aufstellung.

### **Zu Rz (11) bis (15):**

Die in den Rz (59) ff. von KFS/BW 1 verankerten Grundsätze zur Planung der finanziellen Überschüsse in einer Detailplanungsphase, einer Grobplanungsphase und einer Rentenphase sind auch bei der Abbildung von Folgewirkungen des Ukraine-Kriegs in Planungsrechnungen zu beachten.

### **Zu Rz (12):**

Der fachliche Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022 nennt als mögliche weitere Folgen bei direkten Engagements in der Ukraine und/oder in Russland Kapitalverkehrskontrollen, eingeschränkte Dividendenausschüttungsmöglichkeiten, eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten, Zahlungsschwierigkeiten und Enteignungen.

### **Zu Rz (14):**

Die Fachinformation des AFRAC zu den Auswirkungen der Ukraine-Krise auf die Unternehmensberichterstattung vom April 2022 führt als weitere branchenspezifische Auswirkungen die Reduktion von Investitionen und die Veränderung des Verbraucherverhaltens an. Situationsbedingt können sich in einzelnen Branchen auch positive Auswirkungen ergeben.