

COVID-19 und Einflüsse auf die Unternehmensbewertung

mit Stand vom 10. August 2020



HOHENDANNER & PARTNER

ADVISORY | HUMAN RESOURCES | REAL ESTATE

Wesentliche Fragen

Die COVID-19 Pandemie ist ein allgegenwärtiges Thema, welches seit April 2020 auch alle Medien dominiert. Die Gesundheitskrise betrifft die Menschheit weltweit und wirkt sich dabei, zunehmend stark auf die finanzielle und wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen aus. Im Prinzip sind alle Branchen und Industriezweige sowie institutionelle Einrichtungen von den auch wirtschaftlichen Herausforderungen im Zusammenhang mit COVID-19 konfrontiert.

Regierungsmaßnahmen und [Unterstützungsprogramme](#) wie der Corona-Nothilfefonds sowie der Corona-Härtefallfonds sollen durch Milliardenhohe Förderungen die am belastetsten Unternehmen unterstützen. Die Maßnahmen und Möglichkeiten zur Entlastung sind tatsächlich zahlreich und effektiv. Verlustvorträge von 2020 können bis 2019 oder sogar 2018 zurückgetragen und Steuerzahlungen zum Teil verschoben werden. Zuschüsse auf Fixkosten können beantragt und Dienstnehmer gefördert in die Kurzarbeitszeit gesendet werden, etc.

Allerdings sehen sich trotzdem zahlreiche Unternehmen und Industrien mit vielfältigen Herausforderungen konfrontiert, wie z.B. Lieferkettenprobleme, Personalauslastung, schwerwiegende Umsatzeinbußen und daraus resultierende Liquiditätsproblemen.

Wie wirkt sich dies auf das Thema Bewertung aus?

Im Folgenden haben wir zusammengefasst, welche Einflüsse durch COVID-19 entstehen und welche Gedanken und Maßnahmen für einen weiterhin korrekten Bewertungsansatz entscheidend sind.

Wir sehen eine allgemeine Erweiterung der Bewertungserfordernisse, insbesondere bei folgenden Themen:

- a) Bewertungen von Investitionen im Zusammenhang mit der Prüfung auf Wertminderungen (Impairment Testing) sowie der Bewertung/Prüfung eines bestehenden Firmenwerts (Goodwill),
- b) Kaupreisallokationen (Purchase Price Allocation) und sonstige Themen welche die Bewertung immateriellen Anlagevermögens beinhalten,
- c) Unternehmensbewertungen z.B. im Rahmen von Restrukturierungen sowie im Zuge von Transaktionsprozessen (z.B. Carve-Outs, Spin-Offs, Umstrukturierungen etc.)

Die wesentlichsten Fragen, die sich hierbei so gut wie immer stellen:

Inwieweit ist die Verwendung momentan vorhandener Plan- oder Ist-Zahlen noch valide? In welchem Ausmaß können externe Parameter zur Untermauerung getroffener Annahmen noch verlässlich herangezogen werden?

Kann ein historisches Jahresergebnis aus 2019 noch als eine realistische Ausgangsbasis für eine zukünftige Planung dienen, oder muss dieses normativiert werden?

Wie viel Gewicht kann einem bestehenden Budgetplan für das Geschäftsjahr 2020 beigemessen werden? Insbesondere unter Berücksichtigung der stufenweisen Lockerung bzw. Aufhebung von Abschottungsmaßnahmen und eines geschwächten Wirtschaftszyklus, getrieben von Nachfragerückgang, schwächelnder Kaufkraft und Unterbrechungen in Lieferketten?

Wie lange werden Unternehmen allgemein brauchen, um sich wieder auf den Weg zum "business as usual" zu machen? Oder wie wird "business as usual" mittel- bis langfristig überhaupt aussehen?

Gerade in Zeiten wie diesen erachten wir es für notwendig, auf professionelles Verständnis und Urteilsvermögen zu setzen, anstatt sich nur auf mathematische Formeln zu verlassen. Die Formeln sind zweifellos ein Schlüsselinstrument für die Bewertung, aber die Tiefe der Annahmen und Analysen - und ein Sinn für ausgewogenen Realismus - müssen unser professionelles Markenzeichen sein.

Die drei Säulen der Bewertung

Folgende drei Faktoren bilden in der Regel den wichtigsten Input bei der Durchführung einer ertragsbasierten Bewertung. Und zwar in dieser Reihenfolge, sortiert nach Wichtigkeit:

1. Zukünftige Cashflows
2. Diskontierungszinssätze
3. Externe Marktdaten

(1) Schätzungen zukünftiger Erträge und Cashflows

Die Schätzung der eigenen zukünftigen Erträge und Cashflows ist sowohl der wichtigste Bewertungsinput, als auch die größte

Herausforderung in Zeiten von Marktkrisen. Dies gilt insbesondere dann, wenn sowohl die Dauer als auch das verbundene Ausmaß der Krise derzeit kaum zu bestimmen sind.

Betreffend die Erstellung von vorausschauenden Cash-Flow-Schätzungen:

Die Verwendung zukunftsgerichteter Informationen ist bei der Beurteilung eines Unternehmens u.a. bei jeder Art von Impairment Test, PPA (Kaufpreisallokation), sowie bei jeder Art von Unternehmensbewertungen im Zuge von M&As, Transaktionen, Umstrukturierungen, Carve-Outs etc. allgegenwärtig.

Neue, bisher nie dagewesene Herausforderungen und Komplexitäten, die mit der Aufbereitung zukunftsgerichteter Informationen als Folge der Pandemie und des damit verbundenen wirtschaftlichen Abschwungs gegeben sind, betreffen u.a. folgende Punkte:

- Der Cash-Flow Impact infolge von COVID-19 ist schwer abschätzbar. Besonders groß ist die Unsicherheit über den endgültigen Verlauf der Pandemie sowie über den Weg und die Zeit, die für die Rückkehr zu einem "stabilen Zustand" erforderlich sind. Für Bewertungszwecke sollten Planungen deshalb gleich mehrere Szenarien inkludieren, welche eine krisenadaptierte Periode von z.B. 3, 6, 12, 18 Monate oder länger beinhalten, bevor die Planung wieder in einen "normalisierten Zustand" übergeht.
- Die Analyse verschiedener Szenarien dient auch dazu, Unternehmen im Vorfeld auf mögliche strukturelle Probleme vorzubereiten. Wie werden z.B. die Finanzkennzahlen durch eine längere Krisenzeit beeinflusst, wie sieht die Kapitalstruktur womöglich in einem Jahr aus, wann würden die Liquiditätsreserven im worst-case Szenario ausgehen?
- Ebenfalls zu beachten bzw. aktiv zu verfolgen sind auch makroökonomische Faktoren. Beispiele hierfür sind das Ausmaß, in dem Regierungen geschäftliche und persönliche Aktivitäten einschränken, der damit verbundene Grad der Befolgung durch die Bürger, der Grad, in dem die "Abflachung der Infektionskurve" erfolgreich ist, die Art und Wirksamkeit der staatlichen Hilfe und, hoffentlich, die letztendliche Entwicklung eines funktionierenden Impfstoffs.

Fragen, die sich Unternehmen stellen sollten, sowohl bei der Erstellung ihrer Cashflow-Schätzungen als auch zu Berichts- und Offenlegungszwecken:

- Wie hat sich COVID-19 bis jetzt auf Ihre finanzielle Lage und Ihr Betriebsergebnis ausgewirkt?
- Wie wird sich COVID-19 angesichts der sich verändernden Trends und der allgemeinen Wirtschaftsaussichten Ihrer Meinung nach auf Ihre zukünftigen Betriebsergebnisse und Ihre kurz- und langfristige Finanzlage auswirken?
- Erwarten Sie, dass sich COVID-19 in naher Zukunft anders auf das operative Geschäft auswirken wird als in der aktuellen Periode?
- Wie hat sich COVID-19 auf Ihr Kapital und Ihre finanziellen Ressourcen, einschließlich Ihrer allgemeinen Liquiditätslage und -aussichten, ausgewirkt? Haben sich Ihre Kosten von oder Ihr Zugang zu Kapital und Finanzierungsquellen, wie z.B. revolving Kreditfazilitäten oder andere Quellen, geändert, oder ist es wahrscheinlich, dass sie sich ändern werden?
- Insbesondere (aber nicht nur) im Rahmen der IFRS-Berichterstattung:
Rechnen Sie mit wesentlichen Wertminderungen (z.B. in Bezug auf einen bestehenden Firmenwert (Goodwill), auf immaterielle Vermögenswerte, langfristiges Anlagevermögen, Nutzungsrechte, Finanzanlagen)?
- Rechnen Sie mit Erhöhungen der Wertberichtigungen für Kreditverluste, mit Umstrukturierungskosten, mit anderen Ausgaben oder Änderungen von buchhalterischen Beurteilungen, welche einen wesentlichen Einfluss auf Ihre Jahresabschlüsse hatten oder wahrscheinlich haben werden?
- Sind Sie bei der Umsetzung Ihrer Pläne zur Betriebsfortführung auf Herausforderungen gestoßen, oder ist absehbar, dass Sie dafür wesentliche materielle Ausgaben benötigen? Sind Sie bei der Umsetzung dieser Pläne mit materiellen Ressourcenbeschränkungen konfrontiert?
- Werden Ihre Betriebsabläufe durch Einschränkungen oder andere Auswirkungen auf Ihre Personalressourcen und Ihre Produktivität erheblich beeinträchtigt werden?
- Ist zu erwarten, dass Reisebeschränkungen und Grenzschließungen einen wesentlichen Einfluss darauf haben ob sie Ihrer Geschäftstätigkeit

nachgehen und Ihre Geschäftsziele erreichen können?

Andere Überlegungen, die sich auf die Planung von Cashflow-Schätzungen auswirken können:

- Was sind die Möglichkeiten staatlicher Unterstützung?
- Wie hoch ist der Schaden auf die nationale Wirtschaft? Was sind aktuelle Expertenschätzungen zur weiteren Entwicklung? Bis wann wird eine Erholung erwartet?
- Ist bereits feststellbar, ob ein oder mehrere Geschäftszweige nicht mehr wirtschaftlich sinnvoll fortführbar sind? Ist eine Fortführung des Unternehmens noch gewährleistet?
- Geringere nationale Konsumgüterausgaben gepaart mit höherem Unternehmensrisiko führen zu einer Verschlechterung/Verteuerung von Kreditangeboten. Wie wirkt sich dies auf die kurz- und mittelfristige Cash-Flow Situation aus?
- Was tut sich bei den wichtigsten Kunden und Lieferanten?
- Welche Marktchancen gibt es? Sinkender Wettbewerb im Inland, neue Exportchancen ins Ausland, etc.)
- Wie sehen die Änderungen im Wettbewerb aus?
- Welche nachhaltigen Änderungen der Geschäftsmodelle könnte es geben? Z.B. aufgrund von Veränderungen der Kundenpräferenzen, der Gesundheitsstandards und des Kunden-/Lieferantenstamms? Dies ist insbesondere von entscheidender Bedeutung, da die Cashflow-Annahmen in der ewigen Rente oft ein signifikantes oder vorherrschendes Element des Geschäfts- oder Unternehmenswerts darstellen.
- Bestimmte Sektoren könnten sogar positiv profitieren (z.B. Pharmaindustrie, Gesundheitswesen, Lebensmittel, Logistik, Online-Bildung)

Kurz gesagt:

Im Rahmen von Bewertungen sollten alle Zukunftsprognosen noch eingehender überprüft und hinterfragt werden als bisher. Es gilt einerseits zu verstehen, welche Annahmen seitens des Managements der Planung zugrunde liegen,

andererseits gilt es zu prüfen, wie realistisch diese Annahmen unter Berücksichtigung interner Sicht (Unternehmen) und externer Sicht (Gesamtmarkt) tatsächlich sind.

Je ausführlicher die Faktoren hierbei berücksichtigt wurden desto belastbarer wird auch die resultierende Planung sein. Wichtig hierbei ist, dass immer sowohl die internen Faktoren des Unternehmens (Liquiditätsplanung, Finanzierungsoptionen, Fluktuationsraten, Umschlagshäufigkeiten, Ertragsaussichten,...) als auch externe Faktoren (makroökonomische Entwicklung, Wirtschaftslage, Situation in der Versorgungskette, Regierungsmaßnahmen,...) berücksichtigt werden.

Die Erstellung zuverlässiger vorausschauender Cash-Flow-Schätzungen wird zwar sehr herausfordernd aber absolut unverzichtbar sein, da die meisten bereits bestehenden Geschäftspläne oder historischen Leistungsdaten nicht mehr für Bewertungszwecke geeignet sind.

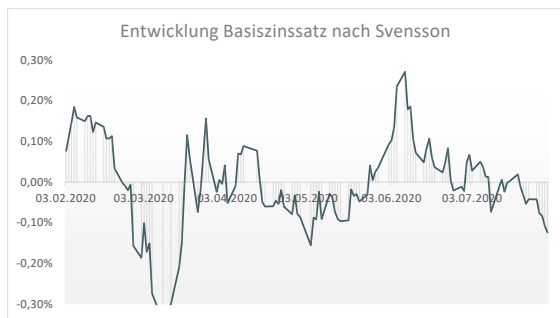
Es ist zu erwarten, dass Änderungen am Markt, am Wettbewerb sehr spontan und kurzfristig eintreten werden. Eine flexible Geschäftsplanung, die mehrere Szenarien und Variablen zulässt, wird ein Schlüsselement sein, um sich an diese Umstände rechtzeitig anzupassen.

(2) Diskontierungszinssatz

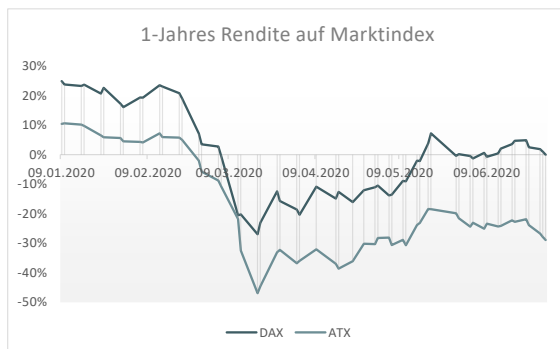
Eine strikte Befolgung des üblichen Ansatzes bei der Ableitung von Diskontierungszinssätzen für Bewertungszwecke ist im gegenwärtigen Fall absolut unzureichend.

Eigenkapitalkosten

Die Betrachtung von „üblichen“ Indikatoren zur Entwicklung der Eigenkapitalkosten zeigt ein irreführendes Bild. Wie aus den beiden nachstehenden Tabellen hervorgeht, würde die Entwicklung am Markt seit Anfang 2020 eigentlich eine Verringerung der Kapitalkosten indizieren.



Quelle: Deutsche Bundesbank



Quelle: www.finanzen.net

Diese Beobachtung ist wie gesagt irreführend da sie im Widerspruch zu den erhöhten Risikofaktoren steht, welche derzeit beobachtet werden können.

Gemäß einer Stellungnahme der KSW („*Fachliche Hinweise zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen*“) vom 15. April 2020, ist es aufgrund der beobachtbaren Marktvolatilität 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.

Unter Berücksichtigung der allgemein höheren Risikosituation würden wir empfehlen sich am oberen Ende dieser Bandbreite zu orientieren.

Fremdkapitalkosten

Die österreichische Regierung hat im Zuge von COVID-19 bestimmte Maßnahmen zur Unterstützung der österreichischen Wirtschaft ergriffen;

- Die Österreichische Kontrollbank (OeKB) gewährt Exportunternehmen [Überbrückungskredite](#) in Höhe bis zu 30% ihres

jährlichen Exportumsatzes (14% bei Tourismusbetrieben

- Kleine und mittlere Handels- und Industrieunternehmen sowie Personen oder Unternehmen, die einen selbständigen Beruf ausüben, können eine [Überbrückungsgarantie](#) über maximal 5 Jahre vom AWS in Höhe von 80% bis zu 100 % eines Kredits bis zu EUR 27,7 Mio. in Anspruch nehmen.
- Und weitere Förderungen werden laufend angekündigt.

Betreffend das Risiko höherer Fremdkapitalkosten ist zu erwarten, dass Kreditgeber vor der Vergabe neuer Kredite das Ausfall- und Gegenparteiisiko genauer prüfen werden. Des Weiteren sehen wir auch das Risiko, dass Banken bestehende Kreditverträge kündigen, z.B. aufgrund einer Verschlechterung oder Gefährdung der finanziellen Lage des Kreditnehmers.

Ein Anstieg der allgemeinen Zinslandschaft ist nicht vorhersehbar, jedoch könnten die Finanzratings von vielen Unternehmen in Folge der Corona Krise herabgestuft werden. Dies würde bei Neukreditvergaben zu höheren Zinsraten führen.

(3) Externe Marktdaten

Marktkurse und übliche Indikatoren wie Trading Multiples oder Margenvergleiche werden standardmäßig für Bewertungszwecke herangezogen. Es ist unter den gegenwärtigen Umständen allerdings immer öfter zu hinterfragen, ob dieser Ansatz zu sinnvollen Ergebnissen führt.

Anwendbarkeit von EBITDA und Marktkapitalisierungsdaten

Dass die meisten Beratungsunternehmen davon abraten, eine Bewertung anhand von historischen Multiples durchzuführen, liegt auf der Hand. Die meisten Branchen sind aktuell wirtschaftlich nicht mit 2019 zu vergleichen. Aber auch eine Bewertung basierend auf Prognosen für 2020 ist nicht ohne Tücken. Im Moment ist es entscheidend, sich daran zu erinnern, dass die Marktsätze von börsennotierten Unternehmen bereitgestellt werden und dass das Management dieser Unternehmen derzeit ihre Prognosen und Margenrichtlinien revidieren muss, um den Einflüssen von COVID-19 Rechnung zu tragen. Es ist insofern sorgfältig zu prüfen, ob die berichteten

Prognosen dem neuen wirtschaftlichen Umfeld Rechnung tragen.

Es sind derzeit in mehreren Branchen geradezu skurrile Entwicklungen in den abgeleiteten EBITDA-Multiples zu beobachten. Während gewisse Automobilhersteller beispielhaft in 2020 einen EBITDA-Rückgang von ca. 30% prognostizierten, sind die entsprechenden EBITDA-Multiples hingegen um ca. 30% gestiegen - was eine erhöhte Risikobereitschaft und Renditeerwartung der Anleger implizieren würde. Der Grund für diese schizophrene Entwicklung ist, dass in vielen Branchen die EBITDA-Prognosen für 2020 vergleichsweise viel stärker eingebrochen sind als die Marktkapitalisierung. Es wäre im gegebenen Fall vermutlich sinnvoller, die Multiple-Bewertung auf Prognosen für 2021 abzustellen, oder falls möglich, gleich eine Bewertung basierend auf einem Cash-Flow Modell durchzuführen.

Generelle Überlegungen zu Marktpreisen

- Sind historische Indikatoren überhaupt noch anwendbar?
- Müssen die Marktraten in Folge von COVID-19 angepasst werden? Und falls ja, wirklich in allen Branchen?
- Ist mit einer „konservativen Umsatzplanung“ das Risiko hinreichend eingepreist?
- Wird der Sektor an Investitionspräferenz gewinnen oder als zu riskant angesehen werden?

- Wird die Zukunft möglicherweise sogar viel besser sein als erwartet?
- Wann wird voraussichtlich eine Stabilisierung des Marktes absehbar sein und wann werden die Unternehmen ein Stadium der Normalisierung erreichen?
- Sind externe Vergleichswerte noch anwendbar? Wie verlässlich sind die sektoralen Schätzungen für langfristige Entwicklungen? Liefern diese einen Indikator für die Zunahme oder Abnahme des Markenwerts?

Leitfaden zu lokalen Bewertungsansätzen in Österreich

Die von der KSW veröffentlichten Bewertungsrichtlinien KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung sind nach wie vor gültig.

Insbesondere die Ergänzung E 4 der Bewertungsrichtlinie, die sich mit der Verwendung verschiedener Planungsphasen und dem Übergang zu einem nachhaltigen Niveau für Endwertberechnungen befassen, sowie die Ergänzung E 6, die sich mit dem Insolvenzrisiko befasst, werden in den kommenden Monaten oder Jahren an Bedeutung gewinnen.

Darüber hinaus ist zu beobachten, ob im Zuge der COVID-19 Krise neue Richtlinien oder Legislatur hinsichtlich Bewertungsmethodik veröffentlicht werden.

Zusammenfassung

Der Bewertungsprozess ist im Angesicht von COVID-19 definitiv komplexer geworden. Bei allen wichtigen Bewertungsparametern – insbesondere der Planung von **künftigen Cashflows**, der Ableitung von **Diskontierungszinssätzen** und bei der Verwendung von **externen Marktdaten** – gilt es zusätzliche Faktoren zu berücksichtigen.

Die inhaltliche Qualität der Unternehmensplanungen, insbesondere der zukünftigen Cash-Flow-Prognosen, wird ein Schlüsselfaktor für die Belastbarkeit von Bewertungen sein. Die Planung wird hierbei in Zukunft flexibler gestaltet werden müssen, um sich auf rasche Situationswechsel am Markt anpassen zu können. Hierbei wird vor allem der Einsatz von flexiblen Annahme-Parametern und die Berechnung mehrerer Entwicklungsszenarien wichtig sein.

Abweichend zu den aktuell gängigen Marktindikatoren ist im Rahmen des erhöhten Marktrisikos mit einem Anstieg der Kapitalkosten zu rechnen. Situationsbedingt wäre zu erwägen, ob eine Insolvenzrisikoprämie oder ein pauschaler Zuschlag für das erhöhte Risiko im Marktumfeld anzusetzen ist. Des Weiteren ist abzuwarten, ob Änderungen zu Empfehlungen und Regulierungen hinsichtlich der Kapitalkosten seitens der KSW (Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer) oder des IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland) veröffentlicht werden (siehe z.B. Empfehlung zur Marktrisikoprämie der KSW vom 15. April 2020).

Externe Marktdaten wie Trading Multiples oder Vergleichs-Margen sind mit besonderer Sorgfalt zu behandeln. Während die veröffentlichten Prognosen und Analyst Reports zwar mit der Zeit sicherlich treffsicherer werden, sind aktuelle Prognosen zum Teil ungenau, nicht vorhanden, oder führen aufgrund von gegenläufigen Entwicklungen bei der Marktkapitalisierung zu skurrilen Ergebnissen.

Auch die Anwendung von historischen oder branchenüblichen Benchmarks wird in nächster Zeit jedenfalls zu keiner sonderlich belastbaren Bewertung führen. Die Anwendung von unternehmensspezifischen Ansätzen, welche auf unabhängigen Parametern und Cashflow-Fähigkeiten basieren, ist zu bevorzugen.

Hohendanner & Partner Consulting bietet Beratung in den Bereichen M&A/Corporate Finance, Transaction Services, Valuation/Business Modelling, Restructuring Services, Real Estate Advisory sowie HR-Advisory an.

Mit unserem globalen Netzwerk erbringen wir nahtlose professionelle Dienstleistungen für lokale und multinationale Kunden.

Ansprechpartner in der Unternehmensbewertung

Alexander Hohendanner
Geschäftsführer
+43 664 847 7324
ah@hohendanner-partner.com

Ulrike Erdélyi
Geschäftsführer
+43 664 881 04513
ue@hohendanner-partner.com

Sebastian Wimmer
Manager
+43 664 850 1093
sw@hohendanner-partner.com

Disclaimer:

Die hier zum Ausdruck gebrachten Ansichten treffen möglicherweise nicht auf Ihr Unternehmen, Ihren Betrieb, Ihr Vermögen oder Ihre Umstände zu. Es sollte professioneller Rat eingeholt und ein unabhängiges Urteilsvermögen in Bezug auf den Auftragsumfang und damit verbundene Aspekte ausgeübt werden. Darüber hinaus sind die hierin zum Ausdruck gebrachten Optionen nicht zwingend ein Indikator für unsere Herangehensweise an einen bestimmten Bewertungsauftrag oder eine bestimmte Situation.

 **HOHENDANNER & PARTNER**
ADVISORY | HUMAN RESOURCES | REAL ESTATE