

UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN ZEITEN DES VIRUS

Hinweise zur Bewertung von Unternehmen in und nach der Corona-Krise

Krisen und Unternehmensbewertungen haben eine Gemeinsamkeit: Das Ende ist entscheidend! Der folgende Beitrag gibt Hinweise zu Unternehmensbewertungen in und nach der Corona-Krise.

1. BEWERTUNGSANLÄSSE UND BEWERTUNGSMETHODEN

«Il est urgent d'attendre» – so Talleyrand, und gerne würde man mit per se unsicheren Unternehmensbewertungen auf ruhigere Zeiten warten. Doch auch in der aktuellen Krise müssen Unternehmen bewertet werden, sei es im Rahmen von zeitlich gebundenen Transaktionen (Squeeze-out), hängigen Verfahren (Scheidung, Erbfall, Abfindungen) oder für Zwecke der Rechnungslegung und Besteuerung (Impairment). Auch zeichnen sich Notverkäufe und Gelegenheitskäufe ab, die Bewertungsüberlegungen erforderlich machen. Bewertungsanlässe gibt es also auch in und vor allem nach der Krise.

Die derzeit getrübtten Aussichten ändern nichts daran, dass nur ein Zukunftserfolgswert ein sachgerechter Unternehmenswert ist. DCF-Methoden werden also – mit gewissen Anpassungen – weiterhin Best Practice sein.

Das Praktikerverfahren gehört aufgrund seiner Vergangenheitsorientierung schon methodisch zur Risikogruppe und wird vermutlich dem Virus zum Opfer fallen: Dass die Vergangenheit nicht zwingend eine geeignete Referenz für die Zukunft sein muss, kritisiert die Theorie schon lange. Dass auch praktisch nur wenig so bleibt wie es war, erleben wir derzeit alle.

2. PLANUNG: HARKE, EBITBC UND EBITAC

Das Virus ist ein Stresstest für jedes Geschäftsmodell und jede Planung. Vor Corona erstellte Planungen sind wohl

kaum mehr zu gebrauchen. Wie geht es aber weiter? Populär sind verkürzende Annahmen über den weiteren Verlauf: «U»-Tal, «V»-Einschnitt oder «L»-Absturz. Die meisten Unternehmen sehen derzeit eine «Harke», also einen schnellen Abschwung und hoffen auf eine baldige Genesung. Ob diese auf ein Niveau vor der Krise führen kann, hängt – wie bei infizierten Patienten – von der Konstitution ab: den Margen, den Reserven, der Liquidität. Im Zeitvergleich werden wir die Zäsur deutlich sehen, das EBITBC wird ein anderes sein, als das EBITAC (EBIT before/after Corona).

Die der Planung zugrunde liegenden Annahmen müssen daher kritisch überprüft werden: Passt das Geschäftsmodell noch, mit welchem Umsatz und Gewinn bzw. Cashflow ist mittel- bis längerfristig zu rechnen, können und sollen die geplanten Investitionen durchgeführt werden, muss das Nettoumlaufvermögen einen Puffer haben, sind die Wertberichtigungen ausreichend und vor allem, wie ist es um die betriebsnotwendige Liquidität bestellt? Quarantäne und Social Distancing haben deutlich gezeigt, wie stark personenbezogen das Funktionieren eines Unternehmens ist.

Der Detailplanungszeitraum endet dann, wenn das Unternehmen seinen «eingeschwungenen» Zustand erreicht hat. Dies wird derzeit in vielen Fällen wohl mehr als die üblicherweise angenommenen drei bis fünf Jahre dauern. Zu empfehlen sind Detailplanungszeiträume von bis zu zehn Jahren oder mehr. Kurzfristige Hilfsprogramme dürfen zu keiner positiven Bewertung führen, wenn keine nachhaltige Ertragskraft vorhanden ist.



TOBIAS HÜTTICHE,
PROF. DR. RER. POL., CVA,
WIRTSCHAFTSPRÜFER,
STEUERBERATER (D),
LEITER INSTITUT
FÜR FINANZMANAGEMENT,
HOCHSCHULE FÜR
WIRTSCHAFT FHNW



FABIAN SCHMID,
DR. RER. POL., CVA,
GESCHÄFTSFÜHRER
UND MITGRÜNDER
DER WEVALUE AG,
DOZENT, HOCHSCHULE
FÜR WIRTSCHAFT FHNW

3. RESTWERT, WACHSTUM UND INSOLVENZWAHRSCHEINLICHKEIT

Im Lehrbuch geht man von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen aus und nimmt für den Restwert ein ewiges Wachstum an. Ein Virus ist im Lehrbuch jedoch nicht vorgesehen, diese Annahmen sind also kritisch zu prüfen: Alternativen zur ewigen Fortführung – Verkauf oder Liquidation – müssen im Restwert modelliert werden. Eine positive Wachstumsrate wird sicher ausführlicher begründet werden müssen als bis anhin. Auch die Berücksichtigung der Insolvenzwahrscheinlichkeit – beispielsweise in Form einer negativen Wachstumsrate oder über wahrscheinlichkeitsgewichtete Szenarien – kann in Betracht kommen.

4. KAPITALSTRUKTUR

Bei der Kapitalstruktur werden – je nach Bewertungsanlass – die aktuelle Situation des Bewertungsobjekts, geplante Verhältnisse oder die Werte einer Peergroup herangezogen. Letztere werden üblicherweise aus Marktwerten abgeleitet, die derzeit sehr volatil sind. Sinkende Aktienkurse und staatliche Hilfsprogramme werden zu hohen und im Zeitverlauf eher untypischen Verschuldungsgraden führen, die derzeit wohl keine geeignete Referenz sind.

Bei Unternehmen unter dem Rettungsschirm des Bundes ist die mit der Liquiditätshilfe verbundene Ausschüttungsbeschränkung zu beachten. Bewertungstechnisch kann zwar – wenn eine Rendite dieser Gelder zu den Kapitalkosten angenommen wird – eine Vollausschüttung unterstellt werden. Aber auch dies ist kritisch zu prüfen. Solange die Kapitalkosten nicht verdient werden können, muss die Liquidität und ihre Verwendung im Unternehmen jahrgenau modelliert werden.

Im Rahmen der Hilfsprogramme erhaltene Darlehen sind bewertungstechnisch Fremdkapital, auch wenn Kredite bis CHF 500 000 bei der Berechnung von Kapitalverlust und Überschuldung (Art. 725 Abs. 1 und 2 OR) nicht berücksichtigt werden (Art. 24 der Verordnung zur Gewährung von

Kredit und Solidarbürgschaften infolge des Coronavirus vom 25. März 2020).

5. KAPITALKOSTEN

Derzeit ist nicht erkennbar, dass Corona etwas an der Methodik zur Schätzung von Kapitalkosten ändert. Das CAPM wird auch weiterhin Best Practice sein. Individuelle Risiken sind bei der Planung der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen, systematische, marktweite Risiken bei den Kapitalkosten.

Über die Höhe der Kapitalkosten wird derzeit ausführlich diskutiert. Einig ist man sich wohl darin, dass die Eigenkapitalkosten derzeit sicher nicht niedriger sind als vor der Krise. Ansonsten sind die Autoren der Ansicht, dass die aktuellen Empfehlungen zu den Kapitalkosten ausreichend Spielraum lassen, um modellkonform auch der aktuellen Situation und dem Einzelfall Rechnung tragen zu können.

Bei der Befolgung weitergehender Vorschläge ist darauf zu achten, dass die eigene Bewertung auch weiterhin verteidigbar bleibt, Anpassungen also erklärbar sind und im gesamten Finanzmodell konsistent durchgezogen werden.

Hier wird es schnell technisch: Rechnet man bis anhin – was der Regelfall ist – mit einer konstanten Kapitalstruktur, unterstellt dies eine bestimmte (hier wertorientierte) Finanzierungspolitik, die wiederum Auswirkungen auf die Berechnung der Tax Shields [1] und das Levern sowie Unlevern des Betas hat. Wird die Kapitalstruktur nun jedoch periodenspezifisch geplant – weil bspw. Kredithilfen in Anspruch genommen wurden – ändert sich mit der angenommenen Finanzierungspolitik (hier jetzt autonom) auch der Formelapparat. Die Auswirkungen mögen nicht wesentlich sein. Um dies zu beurteilen, muss aber erst einmal gerechnet werden.

Wenn die Finanzierung bei der Transaktion ein wichtiges Thema ist, ist ohnehin zu überlegen, ob man statt des üblichen DCF-WACC-Verfahrens nicht den DCF-APV-Ansatz (Adjusted Present Value) wählt, bei dem das operative Geschäft getrennt vom Beitrag der Finanzierung bewertet wird.

Ein Hinweis noch zu den Fremdkapitalkosten: Bei der Bewertung von KMU konnte bis anhin angenommen werden, dass die vereinbarten Fremdkapitalzinsen marktgerecht sind. Nehmen Unternehmen am Kreditprogramm des Bundes teil und ist ein entsprechend niedriger Zins vereinbart, wird dieser – schon angesichts der Ausfallbürgschaft – nicht risikoadäquat sein. Bewertende müssen prüfen, ob im Einzelfall ein höherer Zins und allenfalls auch ein Debt Beta angesetzt werden muss.

6. STICHTAGSPRINZIP

Ist das Corona-Virus bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen? Es kommt – wie immer – darauf an, und zwar hier auf den Bewertungsstichtag. Eine ausserordentliche Lage ist spätestens mit den Entscheiden des Bundesrats vom 16. März 2020 eingetreten. Bei Bewertungen auf diesen oder einen späteren Zeitpunkt sind die Auswirkungen von Corona vollumfänglich zu berücksichtigen.

Bei vor dem 16. März 2020 liegenden Bewertungsstichtagen kommt es darauf an, ob Corona und die damit verbundenen Auswirkungen

«am Bewertungsstichtag ... mit angemessener Sorgfalt mit genügend grosser Wahrscheinlichkeit zu diesem Zeitpunkt erkennbar gewesen wären». [2] «Massstab für Umfang und Tiefe solcher Untersuchungen kann der Kenntnisstand sein, der mit einer auf den Bewertungsstichtag durchzuführenden Due Diligence erreichbar gewesen wäre» [3].

Ausgehend von diesem Grundsatz kommt es weiter auf den Bewertungszweck an: Bei einer «ungeregelten» Bewertung aufgrund unternehmerischer Initiativen – bspw. Kauf oder Verkauf – beenden die Preisverhandlungen jede dogmatische Diskussion. Ob und inwieweit Corona wertrelevant ist, entscheiden die Parteien.

Bei «geregelten», also rechtlich erforderlichen Bewertungen, bestimmt das Gesetz die Bewertungskonzeption: Geht es bspw. um die Ermittlung von (objektivierten) Verkehrswerten, unterstellt dies eine Veräusserung auf den Bewertungsstichtag. Eine Berücksichtigung von an diesem Tag nicht erkennbaren Veränderungen kommt nur in Betracht,

«wenn es sich um Ereignisse handelt, deren Wurzel bereits am Bewertungsstichtag gelegt war» [4]. Die Problematik dieser «Wurzeltheorie» liegt auf der Hand, denn auch Corona wäre ohne initiale Infektion von Tieren und dann Menschen nicht eingetreten. Daher sind «Ursache und Wirkung in diesen Fällen kritisch zu bewerten und plausibel zu begründen» [5].

Eine an die Autoren gerichtete Frage betraf die Bewertung von Beteiligungen in der Jahresrechnung 31.12.2019. Aus ihrer Sicht ist die ausserordentliche Lage ein am 31.12.2019 nicht vorhersehbares Ereignis, das bei rechtlich erforderlichen Bewertungen auf diesen – und einen früheren – Stichtag nicht berücksichtigt werden darf. Dass dies gerade bei erb- und güterrechtlichen Bewertungsanlässen zu Härten führen kann, ist absehbar; kann es doch sein, dass das Bewertungsobjekt zum Zeitpunkt der Bewertung schon insolvent ist.

Die Übersicht gilt es zu bewahren, wenn der technische und rechtliche Bewertungsstichtag auseinanderfallen, wie etwa bei Fusionen. Liegt der 16. März 2020 zwischen beiden Marken, ist der in normalen Zeiten vertretbare Weg – Bewertung auf den letzten Bilanzstichtag und anschliessende Aufzinsung – wohl nicht gangbar.

7. MIT FALSCHEN ZAHLEN RICHTIG RECHNEN?

Statistik – so auch Talleyrand – sei richtiges Rechnen mit falschen Zahlen. Wahrscheinlich wäre sein Verdikt zur Unternehmensbewertung in heutigen Zeiten genauso ausgefallen. Doch welche Zahlen und Erwartungen falsch sind, wissen wir erst im Nachhinein. Für Unternehmensbewertungen in Zeiten des Virus gilt:

→ Bewertende müssen mehr Zeit für Planung und Prognose einrechnen; → Bewertende bewerten und der Markt bepreist, auf diese Arbeitsteilung müssen Kunden gerade in diesen turbulenten Zeiten deutlich hingewiesen werden; → aktuelle Bewertungen haben eine kurze Halbwertszeit und können in wenigen Monaten schon überholt sein. Umso wichtiger ist die Dokumentation des heutigen Erkenntnisstands und der Überlegungen zum Bewertungsstichtag. ■

Anmerkungen: 1) Wert der Steuerersparnis aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen. 2) Expertisuisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren

Unternehmen (KMU), Rn. 35. 3) Hüttche, T., Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, S. 49. 4) Expertisuisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und

mittleren Unternehmen (KMU), Rn. 36. 5) Expertisuisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), Rn. 36.