

Bewertung von Unternehmen im internationalen Kontext

– Bewertungsansätze im Vergleich –

Inhaltsübersicht

- | | |
|--|-----------------------|
| I. Einleitung | V. Empirische Evidenz |
| II. Paritätentheorien als theoretische Grundlage | VI. Diskussion |
| III. Direkter und indirekter Bewertungsansatz | VII. Fazit |
| IV. Theoretische Bedingungen einer Wertidentität | |

I. Einleitung

Die Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung im internationalen Kontext wurden trotz zunehmender Internationalisierung deutscher Unternehmen oder deren Beteiligungen in der praxisnahen Fachliteratur und Rechtsprechung bisher kaum diskutiert. Dabei setzen immer mehr Unternehmen ihre Produkte oder Dienstleistungen im Ausland ab bzw. beziehen Rohstoffe oder Vorprodukte in Fremdwährung. In den letzten Jahren richteten sich wissenschaftliche Beiträge im Hinblick auf die Unternehmensbewertung bei grenzüberschreitenden Sachverhalten vor allem auf eine fachliche Diskussion zur Berücksichtigung von politischen oder anderen länderspezifischen Unsicherheiten in Form von Länderrisikoprämien in den Kapitalkosten.¹ Die grundlegende Diskussion um die eminentere Fragestellung, wie i. R. der Planungsrechnung und der eigentlichen Unternehmensbewertung mit der Wechselkursprognose zur Umrechnung der künftigen Fremdwährungszahlungsströme und dem inhärenten Risiko umzugehen ist, wurde bisher kaum problematisiert. Bislang liegen keine konkreten Empfehlungen zu einer möglichen Vorgehensweise seitens der Literatur und Praxis vor.

Hingegen herrscht häufig in der Bewertungspraxis der Irrglaube vor, eine Wechselkursprognose wäre bei einer Unternehmensbewertung anhand von in Fremdwährung denominierten Zukunftserfolgen über die sog. „direkte Methode“ nicht erforderlich, wonach die in Fremdwährung denominierten Zukunftseinnahmen und -ausgaben mit einem währungsäquivalenten (ausländischen) Kapitalisierungszins diskontiert und mit dem stichtagsgetreuen Kassakurs von Fremd- und inländischer Währung in die inländische Währung des Investors umgerechnet werden.

¹ *Kruschwitz/Löffler/Mandl*, WPg 2011, 167 ff.; *Kruschwitz/Löffler/Mandl*, BVR 2013, 75 ff.; *Ernst/Gleißner*, WPg 2012, 1252 ff.; *Zwirner/Kähler*, DB 2014, 2721 ff.; *Kruschwitz/Löffler/Mandl*, WPg 2014, 529; *Knoll*, DB 2015, 937 ff.

Aufgrund der vergleichsweise einfachen Berechnungsweise mag die Verwendung des direkten Ansatzes naheliegend erscheinen. Jedoch besteht die Frage, ob diese Vorgehensweise grundsätzlich unter der Anforderung eines in der Rechtsprechung häufig geforderten objektivierten Unternehmenswertes i. S. des IDW S 1 sachgerecht ist. Denn insbesondere im Konzept des objektivierten Unternehmenswertes gilt es, mögliche Wechselkursrisiken, – die vielerlei Natur sein können – aus Sicht des inländischen Investors adäquat i. R. der Bewertung von Unternehmen im internationalen Kontext zu berücksichtigen. Denn die direkte Bewertungsmethodik richtet sich vielmehr auf die Bewertung von Auslandsinvestitionen aus der Sicht eines dort ansässigen ausländischen Investors.² Diese wird z. B. zur Bewertung von Tochtergesellschaften beim Werthaltigkeitstest des Geschäfts- oder Firmenwertes nach den internationalen Rechnungslegungsstandards gemäß des International Accounting Standard 36 (IAS 36) postuliert. Der vorliegende Beitrag geht der Fragestellung nach, inwiefern diese Vorgehensweise auch für Zwecke der objektivierten Bewertung sachgerecht ist.

Hinzu kommt, dass in Lehrbüchern aus didaktischen Gründen regelmäßig suggeriert wird, eine Wertidentität zur alternativen „indirekten Methodik“ sei grundsätzlich gegeben.³ Nach der sog. „indirekten Methodik“ werden die zukünftigen Fremdwährungszahlungsströme mittels prognostizierter zukünftiger Kassawechselkursen in die Inlandswährung umgerechnet, um dann unter Verwendung des für den inländischen Investor relevanten Kapitalisierungssatzes den Unternehmenswert aus Sicht des inländischen Investors zu bestimmen.

Im Folgenden wird aufgezeigt, dass die Wertidentität dieser beiden Bewertungsansätze nur unter sehr restriktiven Annahmen vorliegen kann. Im Weiteren wird dargelegt, dass eine simplistische mathematische Umrechnung von Zahlungsströmen in die Heimatwährung ohne eine Plausibilisierung bzw. Korrektur durch eine sachgerechte Wechselkursprognose zu kurz greift und sich der Bewerter den Fragestellungen hinsichtlich sog. ökonomischer Wechselkursrisiken und eines nachhaltigen Wechselkurses im eingeschwungenen Zustand (sog. Gleichgewichtskurs) i. S. der Ewigen Rente (z. B. i. S. des IDW S 1)⁴ nicht entziehen kann.

2 Vgl. bspw. *Berk/DeMarzo*, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1093 ff.; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance, 12. Aufl. 2017, S. 720 ff.; *Copeland/Weston/Shastri*, Financial Theory and Corporate Policy, 4. Aufl. 2005, S. 849f.; *Koller/Goedhart/Wessels*, Valuation, 5. Aufl. 2010, S. 621 ff.

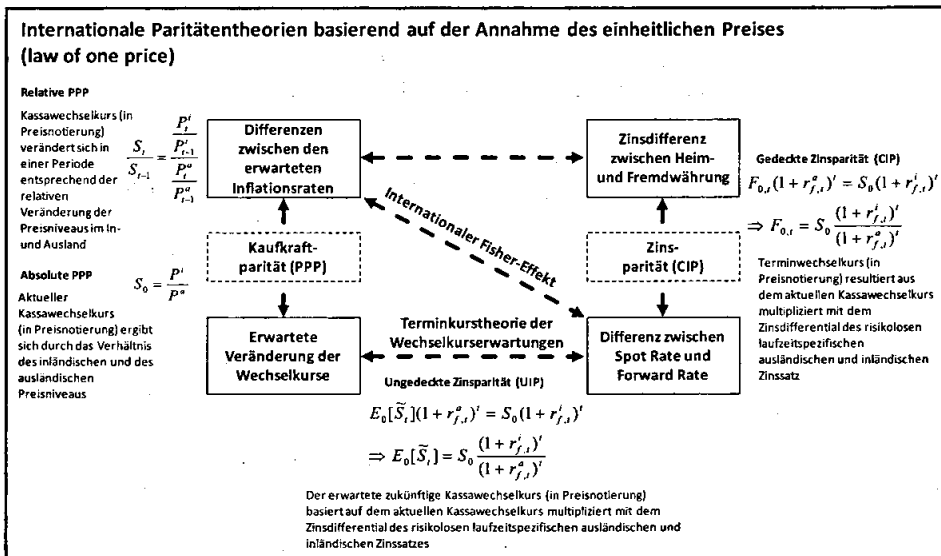
3 *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance, 12. Aufl. 2017, S. 719 f.; *Koller/Goedhart/Wessels*, Valuation, 5. Aufl. 2010, S. 607; *Copeland/Koller/Murrin*, Unternehmenswert, 3. Aufl. 2002, S. 409.

4 *IDW*, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008), Stand: 4.7.2016, Rz. 79, WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff., IDW Life 8/2016, 731 ff.

II. Paritätentheorien als theoretische Grundlage

Bei Bewertungen von Unternehmen oder Investitionsprojekten im Ausland, bei denen die Zukunftserfolge in Fremdwährung denominated sind, wird in Lehrbüchern häufig vereinfachend die Gültigkeit der internationalen Paritätsbeziehungen unterstellt.⁵ Diese Paritätentheorien stellen grundsätzlich monokausale Erklärungsansätze von Wechselkursentwicklungen dar, da sie auf die Erklärung einer makroökonomischen Größe abzielen. Die einzelnen Paritäten sind gemäß der jeweiligen Theorien miteinander eng verbunden, bedingen einander und sind in einem volkswirtschaftlichen Gleichgewicht im Einklang (vgl. Abb. 1). Sie basieren auf der Annahme, dass sich durch Arbitrageprozesse Angleichungen an die jeweiligen Marktgleichgewichte einstellen, die durch einheitliche Preise (Law of one Price; auch Loop) für einheitliche Güter bzw. Kapital über Grenzen hinweg gegeben sind.⁶

Nach der absoluten Kaufkraftparitätentheorie („Purchase Price Parity“; auch „PPP“) würden Wechselkursanpassungen auf dem Devisenmarkt dazu führen, dass ein identisches Gut oder ein vergleichbarer Warenkorb in unterschiedlichen Währungsräumen denselben Preis in einer einheitlichen Währung real betrachtet aufweist.⁷



Quelle: In Anlehnung an Eun/Resnick, *International financial management*, 7. Aufl. 2015, S. 158

Abb. 1: Internationale Paritätentheorien

5 Butler/O'Brien/Utete, *Journal of Applied Finance* 2013, 1.

6 Eun/Resnick, *International financial management*, 7. Aufl. 2015, S. 140 ff.

7 Rogoff, *Journal of Economic Literature* 1996, S. 647, 649; Krugman/Obstfeld/Melitz, *International economics*, 11. Aufl. 2018, S. 450 ff.

Während die absolute PPP auf den Vergleich der Preisniveaus in zwei Ländern abstellt, versucht die relative PPP die Veränderung des Preisniveaus im Zeitablauf sowie die Wirkungszusammenhänge auf den Wechselkurs zu erklären.⁸

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} = \frac{\frac{P_t^i}{P_{t-1}^i}}{\frac{P_t^a}{P_{t-1}^a}} p_t^i \quad (5).$$

Gemäß der relativen PPP verändert sich der Kassawechselkurs S (in Preisnotierung) in einer Periode entsprechend der relativen Veränderung der Preisniveaus im Inland (P^i) und Ausland (P^a). Die in- und ausländischen Inflationsraten spiegeln die prozentuale Veränderung der Preisniveaus wider.

Auf Basis der Inflationsunterschiede und der resultierenden künftigen Preisentwicklung ließe sich gemäß der Theorie auf künftige Veränderungen der Wechselkurse schließen.⁹ Voraussetzung für eine Prognose des Wechselkurses anhand der relativen PPP ist ein Aufsetzen auf einem gleichgewichtigen Wechselkursniveau, das nicht zwangsläufig dem aktuellen Kassawechselkurs entspricht. Andernfalls besteht die Gefahr, dass vorübergehende Abweichungen vom Gleichgewichtsniveau, die im aktuellen Kassawechselkurs bspw. durch reale Schocks am Gütermarkt enthalten sind, in die Zukunft fortgeschrieben werden. Dagegen ist zu erwarten, dass sich zunächst auf der Grundlage der absoluten PPP und den damit verbundenen Mechanismen ein Gleichgewichtsniveau einstellen wird und sodann weitere Veränderungen auf der Grundlage der relativen PPP erwartet werden können.¹⁰

Die Gültigkeit der relativen PPP kann auch dann gegeben sein, wenn die absolute PPP nicht erfüllt ist. Dies setzt aber voraus, dass die Faktoren, die für die Abweichung gegenüber der absoluten PPP ursächlich sind, im Zeitablauf stabil bleiben.¹¹ Insofern setzt die Anwendung der relativen PPP für die Wechselkursprognose voraus, dass auch die Angleichungsprozesse an den Gleichgewichtskurs prognostiziert werden.

Ähnlich wie die Kaufkraftparitätentheorie stellt die Zinsparitätentheorie (Interest Rate Parity) generell auf Anpassungsprozesse über sich einstellende Preise auf dem Kapitalmarkt, also auf (Real-)Zinsunterschiede ab, so dass keine risikolosen Arbitragemöglichkeiten für ökonomisch identische Anlagen vorliegen können.¹²

Die gedeckte Zinsparitätentheorie (Covered Interest Parity; auch CIP) bezieht sich auf abgesicherte Fremdwährungspositionen. Sie unterstellt, dass sich Wechselkurse aufgrund von risikolosen Arbitragemöglichkeiten zu einem Gleichgewicht hinbewegen, bei dem Arbitragegelegenheiten nicht existieren.¹³ Danach sollten zwei alternative, ökonomisch

8 Krugman/Obstfeld/Melitz, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 452 f.

9 Krugman/Obstfeld/Melitz, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 452 f.

10 Krugman/Obstfeld/Melitz, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 452.

11 Krugman/Obstfeld/Melitz, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 453; Cheung/Chinn/Pascual/Zhang, Working Paper Series ECB, Exchange rate prediction redux: new models, new data, new currencies, v. 2/2017, S. 16, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2018.en.pdf?4a7f5e47892951a024a3cedd13f9a459> (Abrufdatum: 27.12.2018).

12 Schultheiß/Schultze, WPg 24/2017, 1480; Krugman/Obstfeld/Melitz, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 411.

13 Eun/Resnick, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 140.

identische Anlagen nicht unterschiedlich bepreist sein. Beispielsweise sollte eine Anlage in Euro keine andere (risikofreie) Rendite liefern als eine Anlage in US\$, bei der US\$ heute zum Kassakurs gekauft, angelegt und gleichzeitig der US\$-Erlös aus der Anlage zum Terminwechsellkurs verkauft wird. Anderenfalls würden hieraus Arbitragemöglichkeiten resultieren, die sich risikolos ausnutzen ließen.¹⁴ Der Theorie liegen die Annahmen zugrunde, dass die Transaktionskosten einer Kapitaltransformation in Fremdwährung vernachlässigbar gering sind und es Investoren (unbegrenzt) möglich ist, in verschiedenen Währungen Kapital anzulegen und zu leihen.

Da die CIP im Nachgang für weitere Erläuterungen und Berechnungen benötigt wird, wird diese kurz formal dargestellt. Gemäß der gedeckten Zinsparitätentheorie wird unterstellt, dass in jedem beliebigen Zeitpunkt t eine Anlage mit Laufzeit m zum inländischen risikofreien Zinssatz $r_{f,t,m}^i$ einen identischen Rückfluss generiert wie ein Umtausch des Anlagebetrags in Fremdwährung zum aktuellen Kassawechsellkurs S_t und anschließender Investition zum ausländischen Zinssatz $r_{f,t,m}^a$ bei gleichzeitigem Abschluss eines Termingeschäfts mit Laufzeit m (vgl. Gleichung (6)).¹⁵ Durch den Abschluss des Termingeschäfts wird für den Zeitpunkt $t + m$ eine Umrechnung der Rückflüsse zum Terminwechsellkurs $F_{t,m}$ (Forward Rates) gewährleistet. Der Terminwechsellkurs $F_{t,m}$ in Preisnotierung für die Laufzeit m aus Sicht des Zeitpunkts t ergibt sich dann formal ausgedrückt aus dem aktuellen Kassawechsellkurs S_t multipliziert mit dem Zinsdifferential des risikolosen laufzeitspezifischen ausländischen Zinssatz $r_{f,t,m}^a$ und dessen inländischen Äquivalent $r_{f,t,m}^i$:¹⁶

$$(1 + r_{f,t,m}^i)^m = (1 + r_{f,t,m}^a)^m \times \frac{F_{t,m}}{S_t} \Rightarrow F_{t,m} = S_t \frac{(1 + r_{f,t,m}^i)^m}{(1 + r_{f,t,m}^a)^m} \quad (6)$$

$$F_{t,m} = S_t + S_t \left(\frac{(1 + r_{f,t,m}^i)^m}{(1 + r_{f,t,m}^a)^m} - 1 \right) \quad (7)$$

Anhand der umgestellten Gleichung (6) lässt sich formal der laufzeitspezifische Terminwechsellkurs auch mittels des aktuellen Kassawechsellkurses zuzüglich einer Prämie, die durch das Zinsdifferential bestimmt wird, beschreiben (vgl. Gleichung (7)).¹⁷

Im Gegensatz zur gedeckten Zinsparitätentheorie bezieht sich die ungedeckte Zinsparitätentheorie („Uncovered Interest Parity“; auch „UIP“) auf Fremdwährungspositionen, die ungesichert sind. Die Theorie stellt folglich nicht auf den Terminwechsellkurs ab, sondern auf den erwarteten zukünftigen (ex ante unsicheren) Kassawechsellkurs $E_t[\bar{S}_{t+m}]$, zu dem eine Fremdwährungsposition im Zeitpunkt $t + m$ umgerechnet wird. Marktteilnehmer bilden gemäß der Theorie im Zeitpunkt t rationale Erwartungen bezüglich des künftigen Kas-

14 *Isard*, Uncovered Interest Parity, IMF Working Paper, v. 1.4.2006, S. 3, abrufbar unter <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Uncovered-Interest-Parity-19096> (Abrufdatum: 27.12.2018).

15 *Isard*, Princeton Studies in International Finance No. 42/1978, S. 11 f., abrufbar unter https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S42.pdf (Abrufdatum: 27.12.2018).

16 *Isard*, Exchange Rates Economics, 1995, S. 75 f.

17 *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 141; *Berk/DeMarzo*, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1068.

sawechselkurs. Im Vergleich zur gedeckten Zinsparitätentheorie können die Marktteilnehmer jedoch keine risikolosen Gewinne aus einer Abweichung von der Paritätsrelation erzielen, sondern ausschließlich Gewinne aus Spekulationen auf den erwarteten, zukünftigen (unsicheren) Kassawechselkurs. Dementsprechend zielt die ungedeckte Zinsparitätentheorie nicht auf ein Arbitragegleichgewicht, sondern auf ein Spekulationsgleichgewicht ab.

Die ungedeckte Zinsparitätentheorie postuliert, dass eine Investition zum inländischen risikofreien Zinssatz $r_{f,t,m}^i$ einen identischen Rückfluss generiert wie ein Umtausch des Anlagebetrags in Fremdwährung zum aktuellen Kassawechselkurs $1/S_t$ und anschließende Investition im Ausland zum ausländischen risikofreien Zinssatz $r_{f,t,m}^a$ mit späterer Umrechnung zum erwarteten zukünftigen (unsicheren) Kassawechselkurs.¹⁸ Beide Anlagewege führen zu demselben erwarteten Rückfluss bei vorliegender Markteffizienz und falls die Investoren die Risiken der beiden Anlagealternativen als gleichwertig beurteilen, was bspw. bei Risikoneutralität der Akteure und vernachlässigbar geringen Transaktionskosten zu erwarten wäre.¹⁹ Sind diese Annahmen erfüllt, dann entspricht der zum Zeitpunkt t erwartete zukünftige Kassawechselkurs $E_t[\tilde{S}_{t+m}]$ dem Produkt aus aktuellem Kassawechselkurs und Zinsdifferential:²⁰

$$(1 + r_{f,t,m}^i)^m = (1 + r_{f,t,m}^a)^m \times \frac{E_t[\tilde{S}_{t+m}]}{S_t} \Rightarrow E_t[\tilde{S}_{t+m}] = S_t \frac{(1 + r_{f,t,m}^i)^m}{(1 + r_{f,t,m}^a)^m} \quad (8).$$

Den Zusammenhang zwischen dem in der Zukunft erwarteten unsicheren Kassawechselkurs $E_t[\tilde{S}_{t+m}]$ und dem im Zeitpunkt t für die Laufzeit m abschließbaren Terminwechselkurs $F_{t,m}$ stellt, wie in Abbildung 1 zu erkennen ist, die sog. Terminkurstheorie der Wechselkursenerwartungen (bzw. Erwartungstheorie) her. Nach dieser Theorie entsprechen die erwarteten Kassawechselkurse den Terminwechselkursen:²¹

$$E_t[\tilde{S}_{t+m}] = F_{t,m} \quad (9).$$

Eine weitere Paritätsbedingung stellt das *Fisher*-Theorem bzw. der sog. *Fisher*-Effekt dar, wonach ein Anstieg der erwarteten Inflation in einem Land einen entsprechenden proportionalen Anstieg der nominellen Zinsen auslöst; der reale Zins bleibt hingegen konstant.²² Der internationale *Fisher*-Effekt (im Nachfolgenden auch „IFE“) überträgt diese Abhängigkeiten auf den internationalen Kontext, wodurch die realen Zinsniveaus in sämtlichen

18 Vgl. bspw. *Flood/Rose*, IMF Staff Papers, Vol. 49/2002, 253; *Flood/Rose*, The Review of Economics and Statistics 78, No. 4/1996, 749; *Isard*, Exchange Rates Economics, 1995, S. 76 f.; *Alper/Ardic/Fendoglu*, Journal of Economic Surveys, Vol. 23/2009, 115.

19 *Alper/Ardic/Fendoglu*, Journal of Economic Surveys, Vol. 23/2009, 115.

20 *Isard*, Exchange Rates Economics, 1995, S. 76 f.; *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 158.

21 *Krugman/Obstfeld/Melitz*, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 412; *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 158–159.

22 *Krugman/Obstfeld/Melitz*, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 412 f.; *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 156.

Ländern identisch sein müssten.²³ Ein bspw. höheres erwartetes reales Zinsniveau im Ausland gegenüber dem Inland führt dazu, dass Investoren verstärkt ihr Kapital im Ausland anlegen und die ausländische Währung nachfragen. Das erhöhte Kapitalangebot im Ausland führt zu einem Rückgang des realen ausländischen Zinsniveaus, während das reale inländische Zinsniveau aufgrund von Kapitalmangel ansteigt. Gilt dieser Zusammenhang, so ergeben sich nominelle Zinsunterschiede rein aus den erwarteten Inflationsunterschieden. Damit stellt der IFE das Bindeglied zwischen der UIP und der PPP dar.²⁴

Gelten alle Paritätsbeziehungen gleichzeitig, d. h. ein Gleichgewichtsniveau der Währungen ist erreicht und verändert sich nur noch aufgrund von Inflationsunterschieden gemäß der relativen PPP, dann spiegeln Zinsunterschiede in den einzelnen Ländern die Inflationserwartungen und damit unmittelbar auch die erwarteten Wechselkursveränderungen wider. Dann – *und nur dann* – reflektieren Terminwechselkurse, die auf diesen Zinsunterschieden beruhen, auch die erwarteten zukünftigen Wechselkurse – wie von der UIP bzw. Erwartungstheorie proklamiert. Diese Zusammenhänge erklären damit die in der Terminurstheorie der Wechselkurserwartungen inhärente Logik, die theoretisch ansprechend, aber für eine praktische Anwendung ungeeignet ist, da das gleichzeitige Vorliegen aller Paritätsbeziehungen realiter nicht erfüllt ist.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die internationalen Paritätsbeziehungen als theoretische Grundlage der Erklärung von Wechselkursentwicklungen dienen und Relationen zu anderen endogenen Variablen (makroökonomische Größen) umschreiben. Obwohl sie häufig zur Wechselkursprognose herangezogen werden, stellen sie selbst keine Prognosemethoden dar. Aufgrund ihres monokausalen Bezugs auf jeweils eine makroökonomische Größe, wie dem Zins oder dem Preisniveau, sowie auf den Bezug lediglich der Beziehungen zwischen zwei Ländern in einer realen Welt, in der eine Vielzahl an sog. „Majors“ (häufigste gehandelte Währungspaare: mehr als 15) existiert, ist deren Erklärungsgehalt begrenzt.²⁵

III. Direkter und indirekter Bewertungsansatz

Für alle involvierten Anspruchsgruppen sind Bewertungen von Unternehmen im internationalen Kontext mit besonderen Herausforderungen verbunden. So stellen sich bspw. Fragen, in welcher Währung das Bewertungsobjekt bewertet werden soll, wie Volatilitäten von Fremdwährungszahlungsströmen oder weitere Risiken im Zusammenhang mit politischen oder anderen länderspezifischen Unsicherheiten Eingang in die Unternehmensbewertung finden können oder zwangsläufig müssen.

In internationalen Lehrbüchern wird häufig insbesondere der Einfluss von Wechselkursveränderung und das damit verbundene Wechselkursrisiko auf den Unternehmenswert vereinfachungshalber ausgeblendet oder nur sehr allgemein behandelt. Die Argumentation fußt dabei auf der Annahme, die Kapitalmärkte seien zunehmend international integriert. Der Integrationsgrad eines Kapitalmarktes wird allgemein darüber bestimmt, inwieweit

²³ Levi, *International Finance*, 5. Aufl. 2009, S. 125 f.

²⁴ Levi, *International Finance*, 5. Aufl. 2009, S. 125 f.

²⁵ *Bank for International Settlements*, Triennial Central Bank Survey 12/2016, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm> (Abrufdatum: 27.12.2018).

Investoren aus unterschiedlichen Ländern den Wert desselben Anlagetitels auch gleich bepreisen.²⁶ Sofern sie dem Anlagetitel real denselben Wert beimessen und es somit im Grunde egal ist, wo der Anlagetitel gehandelt wird, so sind die einzelnen Märkte als ein finanziell integrierter Gesamtmarkt anzusehen.²⁷ Demnach gilt das Gesetz des einheitlichen Preises bzw. Kaufkraftparität und Zinsparität. In einem segmentierten Markt würden hingegen demselben Titel in unterschiedlichen Ländern ein anderer Wert beigemessen.²⁸

Es wird in den Lehrbüchern in diesem Zuge argumentiert, es sei grundsätzlich egal, aus welcher Perspektive bzw. Währung – also aus ausländischer oder inländischer Sicht – das Unternehmen oder die Anlagemöglichkeit bewertet wird, da die Investoren dieselben künftigen Zukunftserfolge eines Unternehmens bzw. die Renditerückflüsse einer Anlage gleich bepreisen.²⁹ Schlussendlich sei der Wert des Unternehmens oder der Auslandsinvestition aus beiden Perspektiven identisch. Bedingung sei lediglich, dass die der Bewertung zugrunde gelegten Zahlungsströme konsistent, der Kassakurs sowie die prognostizierten zukünftigen Kassakurse im Gleichgewicht sowie der Kapitalisierungszins korrekt zwischen den Währungen konvertiert sind.³⁰

Dabei wird die Überführung der ermittelten Unternehmenswerte aus beiden Perspektiven meist anhand einer simplifizierten Gegenüberstellung der direkten und der indirekten Methode diskutiert.³¹ Gemäß der direkten Bewertungsmethode (ausländische Perspektive) werden die Fremdwährungszahlungen mit dem Kapitalisierungszinssatz des Fremdwährungslandes auf den Bewertungsstichtag diskontiert und der Barwert (hier US\$) in Fremdwährung zum aktuellen Kassawechselkurs in die Inlandswährung umgerechnet. Der ausländische Diskontierungssatz spiegelt dabei zwangsläufig die Anlageopportunitäten des ausländischen Investors wider, die hinsichtlich ihrer Risiken (Länderrisiken, Zins- und Wechselkursänderungsrisiken) nicht denen eines inländischen Investors entsprechen. Beide unterliegen unterschiedlichen Chancen/Risikoprofilen, insbesondere hinsichtlich Länder- und Wechselkursrisiken. Nicht zuletzt die Finanz- und Eurokrise ebenso wie die aktuelle politische Situation machen deutlich, dass Anleger unterschiedlicher Nationalitäten durchaus sehr unterschiedlichen Risiken ausgesetzt sind. Aus diesen Überlegungen heraus lässt sich bereits erkennen, dass eine Wertidentität bei Diskontierung der Zukunftserfolge mit unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätzen realiter nicht vorliegen kann.

26 Keck/Levengood/Longfield, *Journal of Applied Corporate Finance* 1998, 83; Berk/DeMarzo, *Corporate finance*, 4. Aufl. 2017, S. 1092 ff.; Eun/Resnick, *International financial management*, 7. Aufl. 2015, S. 433.

27 Karolyi/Stulz, *National Bureau of Economic Research* 2002, 1; Bodnar/Dumas/Marston, *National Bureau of Economic Research* 2003, 1 ff., 10, abrufbar unter <https://www.nber.org/papers/w10115> (Abrufdatum: 27.12.2018); Bekaert/Harvey, *Journal of Finance* 1995, 403 f.

28 Bekaert/Harvey, *Journal of Finance* 1995, 403 ff.; Solnik, *European Financial Management* 1997, 1 ff., 15.

29 Butler/O'Brien/Utete, *Journal of Applied Finance* 2013, 1–3.

30 Butler/O'Brien/Utete, *Journal of Applied Finance* 2013, 1, 3.

31 Vgl. exemplarisch Berk/DeMarzo, *Corporate finance*, 4. Aufl. 2017, S. 1093 ff.; Bekaert/Hodrick, *International Financial Management*, 2. Aufl. 2012, S. 561 ff.; Brealey/Myers/Allen, *Principles of corporate finance*, 12. Aufl. 2017, S. 720 f.; Emery/Finnerty/Stowe, *Corporate Financial Management*, 3. Aufl. 2007, S. 826 ff.; Koller/Goedhart/Wessels, *Valuation*, 5. Aufl. 2010, S. 621 ff.

Bewertung von Unternehmen im internationalen Kontext

Selbst unter Sicherheit, in der keine Risikozuschläge als mögliche geforderte Prämie für die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit vom Investor im Diskontsatz widerspiegeln, lässt sich nicht ohne Weiteres eine Wertidentität herstellen. Dies lässt sich anhand des nachfolgenden Rechenbeispiels zeigen (vgl. Abb. 2).

Lokale Sicht (Direkte Methode)	t=	0	1	2	3	4	5	ER
Annahme								
Risikoloser Zins (US)	rf (US)	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Zukunftserfolge	US\$	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Barwertfaktor ($1/(1+rf(US)^t)$)		0,97	0,94	0,92	0,89	0,86		28,75
Barwerte (US\$)	US\$	971	943	915	888	863		28.754
Summe der Barwerte (US)		33.333						
Kassakurs EUR zu 1 US\$		0,90						
Summe der Barwerte (EUR)								30.000

Abb. 2: Direkter (fremdwährungsbasierter) Bewertungsansatz unter Sicherheit³²

Bei Verwendung des direkten, fremdwährungsbasierten Bewertungsansatzes gelangt man in dem in Abb. 2 gewählten Beispiel bei einem ausländischen Kapitalisierungszinssatz von 3 % (unter Sicherheit der risikolose US-Zinssatz) und einer uniformen periodischen Zahlungsreihe von 1.000 US\$ über fünf Perioden und einer Ewigen Rente (ER) zu einem Fremdwährungsbarwert von 33.333 US\$. Diesen mit einem unterstellten Kassawechselkurs (Preisnotierung) von 0,90 € zu 1 US\$ umgerechnet ergibt einen Inlandsbarwert von 30.000 €. Bei einer Anwendung der direkten Methode bedarf es somit scheinbar zur Ermittlung eines Inlandsbarwertes in Euro keiner Wechselkursprognose. Mathematisch entspricht die Multiplikation des Barwerts von 33.333 US\$ mit 0,9 aber der Multiplikation aller erwarteter US\$-Cashflows mit 0,9, sodass damit alle Cashflows mit dem Kassawechselkurs umgerechnet werden.

Bei dem indirekten Bewertungsansatz (inländische Perspektive) werden hingegen zunächst die erwarteten Fremdwährungszukunftserfolge mit den erwarteten zukünftigen Wechselkursen in Inlandswährung umgerechnet und sodann mit dem inländischen Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Damit wird den Prinzipien der Währungsäquivalenz Rechnung getragen, wonach die künftigen Erfolgsgrößen bzw. Zahlungsströme eines Unternehmens und die heranzuziehende Anlagealternative in der Währung des inländischen Investors denominiert sein müssen.³³ Allein aus technischer Sicht bedarf es daher i. R. der indirekten Methode einer Prognose der künftigen Kassawechselkurse.

Entsprechend ist es letztlich bei Anwendung der indirekten Methode erforderlich, dass der Bewerter sich eine eigene Vorstellung über die zukünftigen Veränderung der Wechselkurse bildet, die einerseits die zukünftige, unsichere Wechselkursentwicklung treffen und andererseits auf einer nachvollziehbaren Methodik basieren sollte.³⁴ In der Literatur sowie

32 Im gewählten Beispiel wurde auf den Ansatz einer Wachstumsrate in der Ewigen Rente („ER“) aus Vereinfachungsgründen verzichtet.

33 Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2011, S. 84 f.

34 Die Anforderung der nachvollziehbaren Methodik gilt insbesondere i. R. der objektivierte Unternehmensbewertung bei der der Bewerter in Funktion eines neutralen Gutachters tätig ist. Vgl. IDW, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008), Stand:

in der Praxis herrscht jedoch bislang kein Konsens hinsichtlich einer allgemein anzuwendenden Wechselkursprognosemethode vor.³⁵

Inländische Sicht (Indirekte Methode)	t=	0	1	2	3	4	5	ER
Annahme								
Risikoloser Zins (US)	rf (US)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Zukunftserfolge	US\$	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Wechselkurserwartung	EUR zu 1 US\$	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Zukunftserfolge	EUR	900	900	900	900	900	900	900
Barwerte $(1/(1+rf(\text{EUR})+b*\text{MRP})^t)$		0,99	0,98	0,97	0,96	0,95		31,70
Barwerte (EUR)	EUR	891	882	874	865	856		28.544
Summe der Barwerte (EUR)								32.912

Abb. 3: Indirekte Methode bei Anwendung der Random-Walk-Methode zur Wechselkursprognose

In der Vergleichsrechnung zu unserem Beispiel, abgebildet in Abbildung 3, wurde als Wechselkursprognose für die indirekte Bewertungsmethode der Kassakurs, d. h. die Random-Walk Prognosemethode angewendet, die gemäß *Meese/Rogoff* (1983)³⁶ und in der übrigen Literatur als „Benchmark“ angesehen wird. Würde hierauf derselbe Kapitalisierungszinssatz verwendet, wie bei der direkten Methode von 3 %, dann ergäbe sich grundsätzlich derselbe Wert wie in Abb. 2, da mathematisch die Multiplikation mit dem Kassakurs vor oder nach Barwertbildung identisch ist. Sachgerecht kommt hier bei der indirekten Methode jedoch der Kapitalisierungszins des Inländers von 1 % zum Ansatz, sodass der resultierende Barwert 32.912 € beträgt.

Bei Anwendung der indirekten Methode unter Fortschreibung des Kassawechselkurses nach der Random-Walk-Methode ist aus inländischer Sicht der Unternehmenswert deutlich höher als der ermittelte „direkte“ Wert i. H. von 30.000 € (ca. +10 %). Wegen der unterschiedlichen Perspektiven inländischer und ausländischer Anleger gelangen die direkte und indirekte Methode regelmäßig nicht zu identischen Ergebnissen.

IV. Theoretische Bedingungen einer Wertidentität

Die wertmäßige Identität der direkten und indirekten Bewertungsmethode lässt sich nur unter restriktiven Bedingungen herstellen. Diese werden im Folgenden aufgezeigt und ihre Konsequenzen für die Wechselkursprognose diskutiert.

Eine Wertidentität lässt sich nur unter Sicherheit – unter der die künftigen Zahlungsströme nicht mit Risiko behaftet sind – und nur in einer idealisierten Welt (vollständige finanzielle Integration sämtlicher Kapitalmärkte), in der sämtliche Paritätentheorien eine gleichzeitige Gültigkeit aufweisen, herstellen.

4.7.2016, Rz. 1212, WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff., IDW Life 8/2016, 731 ff. Dabei ist letztlich entscheidend, dass eine von den individuellen Vorstellungen losgelöste Wechselkursprognose getroffen wird.

35 *Bankhofer/Rennhak*, Finanzmarkt und Portfolio Management 1998, S. 197 f.; *Taylor/Allen*, Journal of International Money and Finance 1992, 304 f.

36 *Meese/Rogoff*, Journal of International Economics 1983, 3 ff.

Bewertung von Unternehmen im internationalen Kontext

Dies lässt sich leicht formal zeigen. Unter der Annahme der Sicherheit werden bei der direkten Bewertung die sicheren Fremdwährungszahlungen CF_m^a mit dem risikolosen Zinssatz des Fremdwährungslands $r_{f,m}^a$ auf den Bewertungsstichtag diskontiert und der Unternehmenswert in Fremdwährung UW_j^a zum aktuellen Kassawechselkurs S_0 in die Inlandswährung umgerechnet:

$$UW_{direkt}^i = S_0 \times UW_j^a = S_0 \times \sum_m \frac{CF_m^a}{(1+r_{f,m}^a)^m} \quad (10).$$

Im Fall des indirekten fremdwährungs-basierten Bewertungsansatzes werden die sicheren Fremdwährungszahlungsströme CF_m^a mit den zukünftigen Kassawechselkursen $S_{0,m}$ umgerechnet und anschließend mit dem risikofreien Zinssatz aus Inländersicht $r_{f,m}^i$ diskontiert:

$$UW_{indirekt}^i = \sum_m \frac{CF_m^a \times S_{0,m}}{(1+r_{f,m}^i)^m} \quad (11).$$

Durch das Gleichsetzen der Gleichung (10) und (11) und Umstellung folgt unmittelbar die Identität der Ansätze, da der Unterschied in den risikofreien Zinssätzen sich exakt in den zukünftigen Kassawechselkursen widerspiegelt:³⁷

$$UW_{indirekt}^i = \sum_m \frac{CF_m^a \times S_{0,m}}{(1+r_{f,m}^i)^m} = S_0 \times \sum_m \frac{CF_m^a}{(1+r_{f,m}^a)^m} = UW_{direkt}^i \quad (12)$$

$$\sum_m \frac{S_{0,m}}{(1+r_{f,m}^i)^m} = S_0 \times \sum_m \frac{1}{(1+r_{f,m}^a)^m} \quad (13)$$

$$\Leftrightarrow S_{0,m} = S_0 \times \frac{(1+r_{f,m}^i)^m}{(1+r_{f,m}^a)^m} \forall m > 0 \quad (14).$$

Unter der Annahme von Sicherheit würden folglich immer bei der Verwendung der errechneten Terminwechselkurse der direkte und der indirekte fremdwährungs-basierte Bewertungsansatz mathematisch zu identischen Ergebnissen gelangen.

Zur Veranschaulichung wird im folgenden Beispiel (vgl. Abb. 4) die Wertidentität zum obigen Beispiel aus Abb. 2 dargestellt.³⁸

37 Das Ergebnis ist identisch mit der gemäß der in Gleichung (6) angewendeten UIP, wonach sich die erwarteten Terminwechselkurs für den Zeitpunkt t aus Sicht der Periode 0 aus dem aktuellen Kassawechselkurs S_0 multipliziert mit dem Zinsdifferential des risikolosen laufzeitspezifischen inländischen Zinses und ausländischen Zinses ergibt.

38 Zur rechnerischen Ableitung der Terminwechselkurse für das Beispiel in Abbildung 2 wird auf die Theorie der UIP zurückgegriffen, wonach die künftige Wechselkursveränderung sich auf die Zinsdifferenz zwischen zwei Währungsräumen zurückführen ließe (vgl. Abschn. II.). Die beschriebene simplifizierte Vorgehensweise zur Prognose der künftigen Wechselkurse und Herstellung der scheinbaren Wertidentität wäre bspw. auch denkbar unter Anwendung der relativen PPP, wonach die Wechselkurse sich anhand der Inflation entwickeln.

Unter Sicherheit und bei Gültigkeit der Paritätsbeziehungen dient der risikofreie Zins sowohl zur Herleitung der Terminwechselkurse als auch als Kapitalisierungszinssatz. Im gewählten Beispiel in Abb. 4 findet sich damit die Differenz des ausländischen und inländischen Kapitalisierungszinssatzes von 2,0 % exakt im Zinsdifferential zur Bestimmung der synthetisch berechneten Terminwechselkurse wieder.

Wechselkursprognose anhand der UIP	t=	0	1	2	3	4	5	ER
Annahme								
Risikoloser Zins (US)	rf (US)		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Risikoloser Zins (US)	rf (EUR)		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Kassakurs EUR zu 1 US\$		0,90						
Erwarteter Wechselkurs (UIP)			0,88	0,87	0,85	0,83	0,82	0,82

Inländische Sicht (Indirekte Methode)	t=	0	1	2	3	4	5	ER
Zukunftserfolge	US\$	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Wechselkurerwartung	EUR zu 1 US\$		0,88	0,87	0,85	0,83	0,82	0,82
Zukunftserfolge	EUR	882	865	849	832	816	816	816
Barwerte (1/(1+rf(EUR)^t))			0,99	0,98	0,97	0,96	0,95	31,72
Barwerte (EUR)	EUR		874	848	824	800	776	25.878
Summe der Barwerte (EUR)			30.000					

Abb. 4: Wertidentität unter Sicherheit und Gültigkeit der Paritätentheorien (UIP)

Die erwarteten künftigen Wechselkurse in Preisnotierung errechnen sich im gewählten Beispiel aus dem aktuellen Kassawechselkurs (Annahme im Beispiel bzw. in Preisnotierung Euro zu 1 US\$: 0,90) und dem Zinsdifferential aus inländischen und ausländischen Kapitalkosten, wie bereits in der Gleichung (8) dargestellt wurde:³⁹

$$E_0[\tilde{S}_{0+m}] = S_0 \frac{(1+r_f^i,0,m)^m}{(1+r_f^a,0,m)^m} \quad (15).$$

Werden in dem in Abb. 4 gezeigten Beispiel die in US\$ denominierten Zukunftserfolge zu den Terminwechselkursen in Euro umgerechnet, die sich aus dem Zinsdifferential aus inländischem und ausländischem Zinsniveau errechnen, und mit dem inländischen Kapitalisierungszinssatz von 1,0 % (risikoloser Euro-Zinssatz) diskontiert, so ergibt sich ebenfalls ein Barwert von 30.000 €.

Diese Gleichheit wird in Lehrbüchern gerne als allgemeingültig dargestellt. Jedoch sind die Bedingungen für eine Wertidentität realiter regelmäßig nicht gegeben. Gelten die Paritätentheorien aufgrund von bspw. externen Schocks am Kapital- oder Gütermarkt nicht und entwickelt sich der künftige Kassakurs nicht gemäß den errechneten Terminwechselkurse – was empirisch regelmäßig beobachtbar ist (siehe nachfolgend Abschnitt V.) – so kann folglich keine Wertidentität der beiden Methoden vorliegen.

³⁹ Berk/DeMarzo, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1093.

In der Bewertungspraxis werden gelegentlich Terminwechselkurse zur Wechselkursprognose verwendet. Aufgrund der vergleichsweise einfachen Verfügbarkeit von Terminwechselkursen mag deren Heranziehen für Prognosezwecke auf den ersten Blick sinnvoll erscheinen. So lassen sich die Terminwechselkurse zu jedem beliebigen Zeitpunkt und über lange Zeiträume über Datendienstleister abrufen oder eigenständig über die Verwendung der relevanten Zinsstrukturkurven und dem Kassawechselkurs bestimmen. Jedoch sind diese Terminwechselkurse nicht als ein Proxy für die künftige Kursentwicklung anzusehen. Ihre Verwendung lässt sich also weder als eine gute Annäherung an die indirekte Methodik noch wegen ihrer Übereinstimmung mit der direkten Methodik unter Sicherheit rechtfertigen.

In den diskutierten Beispielrechnungen und in der formalen Herleitung wurde bisher die Annahme von Sicherheit getroffen. Jedoch erfolgt generell die zukunftsorientierte Unternehmensbewertung unter Unsicherheit, da die künftigen Erfolgsgrößen des Unternehmens aufgrund der Ungewissheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden können.⁴⁰ Konzeptionell kann unter Unsicherheit der Risikozuschlag, der die von den Investoren geforderte Prämie für die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit reflektiert, nicht in die Herleitung der Terminwechselkurse bzw. die Wechselkursprognose einfließen. Damit ist eine Wertidentität der Methoden ebenfalls nicht zu erwarten und ergibt sich bestenfalls zufällig oder durch geschickte Wahl des Kapitalisierungszinssatzes bzw. der künftigen Wechselkurse.

In einigen Lehrbüchern werden aus didaktischen Gründen die Bewertungsparameter gerade so gewählt bzw. „in die ausländische Währung konvertiert“, dass die Bewertungsergebnisse auch unter Unsicherheit exakt übereinstimmen.⁴¹ *Copeland/Weston/Shastri* (2005) nehmen bspw. zufällig gewählte Risikoabschläge von den Cashflows vor, um eine Übereinstimmung der Ergebnisse der indirekten und direkten Bewertung zu erreichen.⁴² *Brealey/Myers/Allen* (2017) wählen hingegen die Kapitalisierungszinssätze so, dass das Differential der Inlands- und Auslandskapitalkosten gleich dem Differential der risikofreien Zinssätze im Inland und Ausland entsprechen und gelangen auf diese Weise zu einer Wertidentität.⁴³ Jedoch sind diese Vorgehensweisen nicht allgemeingültig und dienen lediglich Schulungszwecken.

Die Überleitung der direkten und indirekten Bewertungsmethode lässt sich unter Unsicherheit mathematisch auch darüber herstellen, dass bspw. die inländische Marktrisiko-Prämie ebenfalls um das Differential der inländischen und ausländischen risikofreien Zinssätze angepasst wird und unter der Annahme der Gültigkeit der Paritätentheorien als inflationsangepasste Marktrisiko-Prämie im direkten Bewertungsansatz Eingang findet. Die damit getroffene Annahme beruht auf der beschriebenen restriktiven Bedingung der

40 *IDW*, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008), Stand: 4.7.2016, Rz. 88, WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff., *IDW Life* 8/2016, 731 ff.

41 Vgl. z. B. *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance, 12. Aufl. 2017, S. 720 f.

42 *Copeland/Weston/Shastri*, Financial Theory and Corporate Policy, 4. Aufl. 2005, S. 849 f.

43 *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance, 12. Aufl. 2017, S. 721; *Berk/DeMarzo*, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1092–1093, zeigen diesen vereinfachten Sachverhalt ebenfalls anhand des Zinsdifferentials; *Harrington/Grabowski* in: *Pratt/Grabowski*, Cost of Capital, 5. Aufl. 2014, S. 1013, wählen zu Darstellungszwecken das Inflationsdifferential und weisen auf die damit verbundene Problematik hin.

Paritätentheorien (absolute PPP), dass die geforderte reale Rendite⁴⁴ für einheitliche Anlagetitel auf sämtlichen Kapitalmärkten weltweit gleich sei, was sich empirisch aber nicht bestätigen lässt.

Auch wenn der inländische Kapitalisierungszinssatz des Investors in die Fremdwährung anhand der Inflationserwartungen umgerechnet wird, so sind durch die vorgenommene „Translation“ weder Wechselkursrisiken noch die mit dem ausländische Investment verbundenen Renditeanforderungen aus Sicht des inländischen Investors in die Ableitung des Unternehmenswertes einbezogen worden. Letztere ergeben sich durch Marktperfektionen und stellen die unterschiedlichen Bedingungen dar, denen Anleger ausgesetzt sind.⁴⁵ Im Ergebnis setzt die Übereinstimmung der Ergebnisse der direkten und indirekten Methodik die Gültigkeit der restriktiven und in der Realität kaum haltbare Annahme voraus, dass alle Paritätsbeziehungen gelten und vollständig finanziell integrierte Märkte vorherrschen.⁴⁶

V. Empirische Evidenz

In der Realität bestehen erhebliche Abweichungen zu den für eine Wertidentität der indirekten und direkten Bewertung notwendigen Bedingungen.

Empirische Studien zeigen auf, dass die grundlegende Theorie des weltweit einheitlichen Preises für ein Gut (Loop) keine Allgemeingültigkeit aufweist.⁴⁷

Die absolute Form der PPP ist nicht problemlos auf die Realität anzuwenden, da inhomogene Preise für dieselben Güter in unterschiedlichen Ländern beobachtbar sind.⁴⁸ Abweichungen der Preise können dabei aus realen Schocks am Gütermarkt, Transportkosten, Zöllen, Steuern, verschiedensten Marktbarrieren sowie auf nationale Produktdifferenzierung zurückgeführt werden. Diese empirisch beobachtbaren Abweichungen der Preise bzw. Preisniveaus von Warenkörben führen dazu, dass die Kaufkraftparität in der kurzen bis mittleren Frist häufig verworfen werden muss.⁴⁹ Hingegen weisen neuere Studien darauf hin, dass insbesondere in der langen Frist die Preisniveaudifferenzen verursacht durch bspw. exogene Schocks sich sukzessive abbauen und die absolute PPP damit als guter Ankerpunkt für die langfristige Entwicklung von Wechselkursniveaus dienen kann.⁵⁰

Die Gültigkeit der gedeckten Zinsparität wird in der Empirie in aller Regel bestätigt.⁵¹ Empirische Untersuchungen zeigen dennoch, dass auftretende Arbitragegelegenheiten im

44 Der Realzins ergibt sich gemäß den Paritätentheorien unter Abzug der erwarteten künftigen Inflation vom nominellen Zinssatz im jeweiligen Land und ist damit in der Realität nicht beobachtbar.

45 Harrington/Grabowski in: Pratt/Grabowski, Cost of Capital, 5. Aufl. 2014, S. 1013.

46 Harrington/Grabowski in: Pratt/Grabowski, Cost of Capital, 5. Aufl. 2014, S. 1013; Berk/DeMarzo, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1099.

47 Krugman/Obstfeld/Melitz, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 459.

48 Sarno/Taylor, The economics of exchange rates, 2002, S. 52.

49 Isard, Exchange Rates Economics, 1995, S. 72.

50 Cheung/Chinn/Pascual/Zhang, Working Paper Series ECB, Exchange rate prediction redux: new models, new data, new currencies, v. 2/2017, S. 22; Ca'Zorzi/Muck/Rubaszek, Open Economies Review 2016, 589 ff.; Lothian, Journal of International Money and Finance 2016, 20; Rogoff, Review of World Economics 2009, 2 ff.

51 Sarno/Taylor, The economics of exchange rates, 8. Aufl. 2010, S. 9.

Allgemeinen kurze Zeit aufgrund von Transaktionskosten, Liquiditätsprämien, politischen Risiken und Kapitalkontrollen bestehen können, wie bspw. während bzw. nach der Finanzmarktkrise in 2008.⁵²

Gemäß den Paritätentheorien müssten unter rationalen Erwartungen der Investoren der Güter- und der Kapitalmarkt genug integriert sein, so dass die realen Zinsen in sämtlichen Ländern sich entsprechen müssten.⁵³ Dies wäre jedoch nur dann gegeben, sofern die UIP und die relative PPP gleichzeitig erfüllt bzw. der Güter- und Kapitalmarkt finanziell vollständig integriert wären.⁵⁴ Entgegen dieser Theorie zeigen empirische Untersuchungen auf, dass dieses Theorem insbesondere in der kurzen Frist nicht bestätigt werden kann.⁵⁵ Historisch betrachtet ist in der kurzen Frist selbst für die G7-Länder kein einheitlicher realer Zinssatz beobachtbar, lediglich eine langfristige Angleichung bzw. Konvergenz lässt sich erkennen. Auch die realen Zinssätze von AAA-„gerateten“ Ländern, wie den USA und Deutschland, entsprechen sich nicht. Deren Verläufe weisen zum Teil gegenläufige Tendenzen auf.⁵⁶ Dementsprechend kann nicht von einem weltweit einheitlichen realen risikolosen Basiszinssatz gesprochen werden, der lediglich zur Ableitung des nominalen risikolosen Zinssatzes um die Inflation angepasst werden müsste.

Zwar können die risikolosen Anlagen (Staatsanleihen) einiger Länder trotz vielerlei Barrieren, verursacht durch bspw. Kapitalmarkt- oder Devisenkontrollen, als international finanziell integriert angesehen werden.⁵⁷ Dies gilt jedoch nicht für Aktien von Unternehmen, wie bereits ältere Studien aufgezeigt haben.⁵⁸ Beispielsweise Informationsasymmetrien hinsichtlich ausländischer Unternehmen, Investitionsbeschränkungen oder Regularien zu Kapitalströmen führen dazu, dass den inländischen Investoren der Zugang zum ausländischen Kapitalmarkt erschwert wird.⁵⁹ Entsprechend fordern sie aufgrund des inhärenten höheren Risikos auch eine höhere Rendite für das Halten einer Aktie oder Bonds von ausländischen Unternehmen.⁶⁰ Je höher der Grad der Segmentierung des betrachteten Marktes dabei ist, je höher wird auch die Renditeforderung des ausländischen Investors

52 Vgl. bspw. *Krugman/Obstfeld/Melitz*, International economics, 11. Aufl. 2018, S. 412 f.; *Eaker/Fabozzi/Grant*, International Corporate Finance, 1996, S. 129; *Giddy*, Global Financial Markets, 1994, S. 63; *Levi*, International Finance, 5. Aufl. 2009, S. 130; *Dooley/Isard*, Journal of Political Economy 1980, 371; *Sarno/Taylor*, The economics of exchange rates, 8. Aufl. 2010, S. 6 ff.; *Berk/DeMarzo*, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1067; *Schultheiß/Schultze*, WPg 24/2017, 1480 f.

53 *Chang/Su*, Economic Modelling 2015, 299.

54 *Chang/Su*, Economic Modelling 2015, 299.

55 *Chang/Su*, Economic Modelling 2015, 299; *Mishkin*, Journal of Finance 1984, 1354 ff.

56 Vgl. bspw. detaillierte langfristige Analysen von *Dimson/Marsh/Staunton* in: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018, S. 32 ff.

57 *Berk/DeMarzo*, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1099 f.

58 Vgl. bspw. *Stulz*, Journal of Financial Economics 1984, 383 ff.; *Dumas/Solnik*, Journal of Finance 1995, 445 ff.; *Adler/Dumas*, Journal of Finance 1983, 925 ff.

59 *Arouri/Pukthuanthong*, Journal of Banking and Finance 2012, 2474; *Bekaert*, World Bank Economic Review 1995, 77, 95 ff. *Bekaert/Harvey*, Emerging Markets Review 2002, 432; *Adler/Dumas*, Journal of Finance 1983, 925, 964 f.

60 *Berk/DeMarzo*, Corporate finance, 4. Aufl. 2017, S. 1099 f.; *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 436.

sein.⁶¹ In segmentierten Kapitalmärkten bepreisen Investoren aus unterschiedlichen Ländern folglich die Zukunftserfolge derselben Anlage aufgrund des systematischen Risikos unterschiedlich.⁶² Dementsprechend kann der i. R. der direkten Bewertung ermittelte Risikozuschlag über den ausländischen Kapitalmarkt die Renditeanforderung des inländischen Investors nicht reflektieren. Auch eine reine Umrechnung bzw. Überführung der inländischen Renditeanforderung durch eine Adjustierung um das Zins – respektive Inflationsdifferential gemäß der Paritätentheorien – wie im vorangegangenen Abschnitt bereits diskutiert – greift zu kurz. Aufgrund von Marktimperfectionen und des damit verbundenen zusätzlichen Risikos, bspw. in Form von Wechselkursrisiken, wird der inländische Anleger eine höhere reale Renditeanforderung an das ausländische Invest im Vergleich zu einer inländischen Anlagealternative haben.⁶³

Der theoretisch abgeleitete Zusammenhang der UIP und der CIP, der in Gleichung (9) umschrieben wird, wird oft als Argument herangezogen, Terminwechselkurse würden die Erwartungen des Marktes bezüglich der künftigen Wechselkursentwicklung wiedergeben und stellen daher einen geeigneten unverzerrten Schätzer der Wechselkursentwicklung dar.⁶⁴ Darüber hinaus wird argumentiert, die über die Formel ermittelbaren Forward Rates seien am Markt beobachtbar und damit intersubjektiv nachprüfbar und folglich eine geeignete Wechselkursprognose.⁶⁵ Zudem seien sie aufgrund ihres Zukunftsbezugs als Prognosemethode besser geeignet als bspw. der Kassakurs, da aufgrund der Markteffizienz alle den Marktteilnehmern zur Verfügung stehenden Informationen in der Forward Rate enthalten seien und somit deren Erwartungen abbilde.⁶⁶

Der überwiegende Teil der empirischen Evidenz zeigt jedoch das Gegenteil.⁶⁷ Während gemäß Gleichung (8) zu erwarten wäre, dass die Währung eines Landes mit einem hohen Zinsniveau gegenüber einer Währung eines Landes mit einem niedrigeren Zinsniveau abwerten müsste, tendieren Währungen von Ländern mit einem hohen Zinsniveau dazu aufzuwerten. Dieses konträre Ergebnis wird in der Literatur als „Forward Rate Bias“ oder als „Forward Premium Puzzle“ bezeichnet.⁶⁸

Trotz dieser eindeutigen und umfassenden Ablehnung seitens der Empirie hat sich diese Erkenntnis in der Bewertungspraxis noch nicht allgemein verbreitet, während dies bei den Kapitalmarktakteuren Basiswissen darstellt. So sehen die Hauptakteure des Devisenmarkts selbst keinesfalls den Terminwechselkurs als über die weitere Kursentwicklung für aussagekräftig an. Dies zeigt eine jüngst durchgeführte repräsentative Expertenbefragung

61 *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 433; Detaillierte langfristige Analysen von *Dimson/Marsh/Staunton* in: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018, S. 32 ff.

62 *Eun/Resnick*, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 433.

63 *Adler/Dumas*, Journal of Finance 1983, 925 f.

64 *Schultheiß/Schultze*, WPg 24/2017, 1478.

65 *Schultheiß/Schultze*, WPg 24/2017, 1478.

66 *Schultheiß/Schultze*, WPg 24/2017, 1478.

67 *Schultheiß/Schultze*, WPg 24/2017, 1480; *Schultheiß/Schultze*, WPg 3/2018, 156 ff.

68 Vgl. z. B. *Boudoukh/Richardson/Whitelaw*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2016, 875 ff.; *Schultheiß/Schultze*, WPg 24/2017, 1478 f.

der im Devisenhandel führenden Banken, wonach diese die Forward Rates nicht als Prädiktor für künftige Wechselkursentwicklungen ansehen.⁶⁹ Vielmehr stellen diese für Prognosen auf gütermarktbezogene Bestimmungsfaktoren, vor allem Preisniveau bzw. Inflationsdifferential, das Produktivitätsdifferential, die Terms of Trade, den Verschuldungsgrad und den Leistungsbilanzsaldo der Währungsräume ab.⁷⁰ Diese Ergebnisse der Befragung bestätigen die in der Fachliteratur vorherrschende Erkenntnis, dass Wechselkurse in einem komplexen Geflecht aus vielen volkswirtschaftlichen Fundamentalgrößen stehen.⁷¹

Die befragten Experten wenden insbesondere bei der Prognose von Wechselkursen in der langen Frist, welche für die Ableitung der für die in der Unternehmensbewertung wichtigen Ewigen Rente eminent sind, überwiegend auf Modelle mit Bezug zum realen Preisniveau bzw. Gleichgewichtsmodelle an; Forward Rates hingegen sind von geringerer Bedeutung bzw. haben keine Relevanz.⁷²

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass insbesondere in der kurzen Frist die Paritätentheorien nicht bestätigt und damit keine perfekten bzw. vollintegrierten Märkte für Zwecke der Unternehmensbewertung unterstellt werden können. Zudem ist zu betonen, dass entgegen der teilweisen Darstellung in der Literatur oder in der Praxis im unterstellten Gleichgewicht der Paritätentheorien keine Überlegenheit (wie die der Forward Rates bzw. der UIP) der einen gegenüber einer anderen oder gar nur eine partielle Gültigkeit einer der aufgezeigten Theorien besteht.⁷³ Die internationalen Paritätentheorien sind im theoretischen Konstrukt nur dann konsistent, wenn alle Theorien annahmegemäß gleichzeitig erfüllt sind, was, wie dargestellt, eher in der langen Frist oder nur unter sehr restriktiven Annahmen vorliegen kann.⁷⁴

VI. Diskussion

Im Rahmen der Bewertung von ausländischen Unternehmen bzw. Investitionen ist die unmittelbare Frage zu klären, aus welcher Perspektive und bei welchen Bewertungsanlässen diese zu bewerten sind. Wie bereits dargestellt, können

- zum einen die erwarteten Zukunftserfolge der ausländischen Unternehmung aus der Sicht eines ausländischen Investors in Fremdwährung diskontiert werden. Um daraus einen Unternehmenswert in inländischer Währung zu erhalten, wird der in Fremdwährung lautende Barwert mit dem Stichtagskurs in die inländische Währung „transformiert“ (direkte Methode).
- Zum anderen können die in Fremdwährung denominierten Zukunftserfolge mit einer geeigneten Wechselkursprognose in die inländische Währung umgerechnet und sodann mit dem inländischen Kapitalisierungszins diskontiert werden (indirekte Methode), um

69 Schultheiß/Schultze, WPg 3/2018, 155 ff.; Boudoukh/Richardson/Whitelaw, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2016, 875 ff.; Schultheiß/Schultze, WPg 24/2017, 1479.

70 Schultheiß/Schultze, WPg 24/2017, 1479.

71 Schultheiß/Schultze, WPg 3/2018, 160 f.

72 Schultheiß/Schultze, WPg 3/2018, 157 ff.

73 Ruiz de Vargas, BewertungsPraktiker 2018, 49.

74 Emery/Finnerty/Stowe, Corporate Financial Management, 3. Aufl. 2007, S. 825.

den Unternehmenswert in inländischer Währung aus Sicht eines inländischen Investors zu erhalten.

Grundsätzlich ist bei der Wahl der Bewertungsperspektive die Frage zu klären, ob man die Währungsumrechnung bzw. die künftigen möglichen Wechselkursveränderungen als bewertungsrelevant ansehen muss oder ob man die Währungsumrechnung lediglich als einen „**Transformationsvorgang**“ betrachten kann. Damit entspricht die Wahl der Bewertungsmethode im Problem dem der Währungsumrechnung in der Bilanzierung, wonach entweder nach der Stichtagskurs- oder nach der Zeitbezugs-methode zu verfahren ist. Die international etablierte Lösung des Problems gemäß der „funktionalen Währung“ bietet sich auch im hier vorliegenden Fall an. Damit hängt die Beantwortung der Frage nach der Bewertungsmethodik im Grunde davon ab, ob durch potentielle unerwartete Wechselkursänderungen tatsächlich Werteffekte resultieren, oder ob diese faktisch nicht entstehen, da die Aktivitäten der ausländischen Unternehmung in sich abgeschlossen sind und sich damit die Effekte der Währungskursveränderungen untereinander aufheben.⁷⁵

Stellt bspw. eine unabhängige, selbstständig operierende Einheit, die sich in der ausländischen Währung finanziert, ihre Zahlungsströme realisiert und damit in sich gehedged ist, das Bewertungsobjekt dar, so bietet sich eine Bewertung nach der lokalen Perspektive, also mit der Fremdwährung als funktionaler Währung, und damit gemäß der direkten Methode an.

Mit der funktionalen Währung ist in diesem Zusammenhang die vorherrschende Währung des wirtschaftlichen Umfeldes gemeint, in der die Unternehmung ihre Geschäftstätigkeiten ausübt.⁷⁶ Durch die quasi reine Transformation des in Fremdwährung denominierten Unternehmenswertes in die inländische Währung mittels des Stichtagskurses bleibt die Struktur des Vermögens und der künftigen Erfolgsbestandteile der Unternehmung erhalten und es wird dem Investor – unter diesen Bedingungen – ein besserer Einblick in die Vermögens-, Finanz- und künftigen Ertragslage gewährt. Werteffekte aus Wechselkursveränderungen bzw. Wechselkursrisiken sind annahmegemäß in diesem Konstrukt nicht von Relevanz, weshalb eine Anwendung der direkten Methode vertretbar wäre.

Zudem erlaubt die ausländische Perspektive es dem Investor, Anlagealternativen im entsprechenden ausländischen Markt zu vergleichen. Diese Bewertungskonzeption wird bspw. auch i. R. des Werthaltigkeitstests des Geschäfts- oder Firmenwertes nach IAS 36 verfolgt.

Hierbei ist festzuhalten, dass auch die direkte Methode keinesfalls ohne jede Prognose der künftigen Kassawechselkurse auskommt. Bei ihr wird lediglich der aktuelle Kassakurs, wengleich nicht explizit, auf alle erwarteten künftigen Zahlungsströme angewendet, was letztlich der Anwendung der Random-Walk-Prognose entspricht. Der Unterschied zur indirekten Methodik besteht folglich primär in der Wahl der Perspektive bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinses.

Im Konzept der direkten Methode spiegelt weder der Risikozuschlag, bestimmt bspw. unter Anwendung eines Kapitalmarktpreisbildungsmodells (bspw. Capital Asset Pricing

⁷⁵ Coenenberg/Schultze, WiSt 2006, 646 f.

⁷⁶ Coenenberg/Schultze, WiSt 2006, 646, 648.

Model – CAPM) über die historischen Renditen des ausländischen Aktienmarktes als Portfoliosurrogat und einem wie auch gearteten Betafaktor, noch der risikofreie Zins die Perspektive eines typisierten inländischen Anlegers i. S. des IDW S 1⁷⁷ (Rz. 31 und Rz. 116; sowie IDW RS HFA 10, Rz. 4 und Rz. 6) wider. Diese Perspektive wird häufig für Anlässe in der Rechtsprechung bei i. R. der objektivierten Bewertung benötigt und entspricht der inländischen, d. h. indirekten Perspektive.⁷⁸ Demnach ist für diese Fälle bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinses zwingend auf die Opportunitäten des inländischen Eigentümers und damit insbesondere auf einen inländischen risikofreien Zins und eine Risikoprämie aus inländischer Sicht abzustellen.

Auch bei der Werthaltigkeitsprüfung einer (ausländischen) Beteiligung nach HGB gilt es, die inländische Perspektive einzunehmen und damit die indirekte Methode anzuwenden.⁷⁹ Diese Forderung erscheint sachlogisch, da häufig Beteiligungen bzw. Tochtergesellschaften Teileinheiten im Wertschöpfungsprozess des Konzerns darstellen und die funktionale Währung des Konzerns damit maßgeblich ist. Insofern ist die einzunehmende (indirekte) Perspektive für diese Bewertungszwecke konkret definiert und damit vorgegeben.

Des Weiteren lässt die direkte Perspektive konzeptionell keine Berücksichtigung eines potentiellen Wechselkursrisikos aus Wechselkursveränderungen bedingt durch Marktimperfectionen und damit Abweichungen von den Paritäten aus Sicht des inländischen Investors zu.⁸⁰ Sofern künftige Wechselkursveränderungen des Währungspaares der funktionalen und der inländischen Währung des Investors zu erwarten sind, ist die indirekte Bewertungsmethode vorzuzugwändig bzw. zwingend anzuwenden. Mittels einer geeigneten Wechselkursprognose gilt es dabei, die dem Investor zurechenbaren erwarteten Zukunftserfolge respektive Dividendenforderungen laufzeitäquivalent in die inländische Währung umzurechnen sowie zu diskontieren und über diese Vorgehensweise die möglichen Effekte aus der Wechselkursveränderung im Unternehmenswert zu reflektieren.

Darüber hinaus empfiehlt es sich, eine Fokussierung auf das Währungspaar der funktionalen Währung der ausländischen Unternehmung und der inländischen Währung des Investors zu vermeiden. Vielmehr bietet es sich an – auch im Zuge einer direkten Bewertung, sofern das Bewertungsobjekt auch in weiteren Währungen tätig oder investiert ist, – das ökonomische Risiko (und auch Chancen) aus unerwarteten künftigen Wechselkursveränderungen bei der Umrechnung der künftigen erwarteten Zukunftserfolge in die der Bewertung zugrunde liegende Währung einfließen zu lassen.

Erschwerend wirkt hierbei, dass sich sowohl in der Praxis als auch in der Literatur noch keine Wechselkursprognosemethode etabliert hat, anhand derer künftige Wechselkursent-

77 IDW, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008), Stand: 4.7.2016, Rz. 31 und 116, WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff., IDW Life 8/2016, 731 ff., sowie IDW RS HFA 10, Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke des handelsrechtlichen Jahresabschlusses, Stand: 29.11.2012, Rz. 4 und 6, WPg Supplement 1/2013, 132 ff.

78 Kengelbach, Unternehmensbewertung bei internationalen Transaktionen, 2000, S. 176.

79 IDW RS HFA 10, Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke des handelsrechtlichen Jahresabschlusses, Stand: 29.11.2012, Rz. 4 und 6, WPg Supplement 1/2013, 132 ff.

80 Harrington/Grabowski in: Pratt/Grabowski, Cost of Capital, 5. Aufl. 2014, S. 1013; Eun/Resnick, International financial management, 7. Aufl. 2015, S. 432.

wicklungen adäquat prognostiziert werden könnten. Die oben unter Abschnitt II. dargestellten Paritätentheorien, wie die UIP, oder auch weiterentwickelte Prognosemethoden liefern gemäß einer Vielzahl an empirischer Studien keine geeigneten Prognosen künftiger Wechselkursentwicklungen.⁸¹ Insbesondere in der kurzen und mittleren Frist, also im Zeitraum von ein bis drei Jahren, können Wechselkursprognosemodelle eine Fortschreibung des Stichtagskurses (sog. Random Walk) in der Prognosegüte systematisch nicht schlagen. In der langen Frist (drei bis fünf Jahre) und insbesondere in der Ewigen Rente erweisen sich in der Literatur anhand der vielzähligen Ergebnisse empirischer Studien, solche Modelle am geeignetsten, die auf Fundamental- bzw. Gleichgewichtsmodelle abstellen, die sich auf den Gütermarkt beziehen.⁸²

In der Gesamtschau ist festzustellen, dass sich eine Anwendung der direkten Bewertungsmethode nur für sehr spezifische Bewertungsanlässe empfiehlt, nämlich bei der Bewertung einer Unternehmung, die lediglich im heimischen Markt ohne mögliche Wechselkursrisiken operiert und der Investor eine Steuerung ebendieser in der funktionalen Währung bzw. einen Vergleich von Alternativenanlagen im Markt durchführen will. Bei einer objektivierten Unternehmensbewertung ist zwingend die indirekte Bewertungsmethode anzuwenden, auch für den Fall, dass die Unternehmung keinen Wechselkursrisiken aus dem operativen Geschäft heraus gegenübersteht. Grundsätzlich muss der Risikoäquivalenz Rechnung getragen werden, wonach sämtliche (Wechselkurs-)Risiken des inländischen Investors verbunden mit der Investition in die Unternehmung in die Bewertung einbezogen werden müssen. Für die zugrunde zu legende Wechselkursprognose bietet es sich aufgrund des aktuellen Wissensstands an, in der kurzen und mittleren Frist auf den Kassakurs zum Bewertungsstichtag (Random Walk) und in der langen Frist auf Prognosemodelle mit Bezug zum Gütermarkt abzustellen.

VII. Fazit

In der Bewertungspraxis herrscht häufig der Irrglaube vor, eine Wechselkursprognose sei bei einer Bewertung eines ausländischen Unternehmens unter Anwendung der direkten Methode nicht erforderlich, da mit dem zum Bewertungsstichtag gültigen Kassakurs der ausländische Barwert in den inländischen umgerechnet wird. Dies ist aber nur scheinbar der Fall, denn tatsächlich verwendet der Bewerter den aktuellen Kassakurs für alle künftigen Perioden, was letztlich der Random-Walk-Prognose entspricht. Zudem wird fälschlich argumentiert, dass der resultierende Unternehmenswert grundsätzlich identisch zu jenem sei, der sich bei Anwendung der indirekten Methode ergäbe. Wie aufgezeigt, lässt sich eine Wertidentität nur unter sehr restriktiven Annahmen herstellen, die realiter kaum haltbar sind.

81 Vgl. bspw. *Meese/Rogoff*, *Journal of International Economics* 1983, 3 ff.; *Dong/Nam*, *Journal of International Money and Finance* 2013, 612 ff.; *Cheung/Chinn/Pascual/Zhang*, Working Paper Series ECB, Exchange rate prediction redux: new models, new data, new currencies, v. 2/2017, S. 3 ff.; *Engel/Mark/West*, National Bureau of Economic Research 2007, 3 ff., abrufbar unter <https://www.nber.org/papers/w13318.pdf> (Abrufdatum: 27.12.2018).

82 *Bekaert/Hodrick*, *International Financial Management*, 2. Aufl. 2012, S. 333; *Moritz/Stadtmann*, *Monetäre Außenwirtschaft*, 2. Aufl. 2010, S. 129; *Schultheiß/Schultze*, *WPg* 3/2018, 157 ff.; *Dong/Nam*, *Journal of International Money and Finance* 2013, 612 ff.

Bewertung von Unternehmen im internationalen Kontext

Insbesondere wird eine Anwendung der direkten Methode den Anforderungen eines in der Rechtsprechung häufig geforderten objektivierten Unternehmenswertes i. S. des IDW S 1 nicht gerecht. Denn die Verwendung des ausländischen Kapitalisierungszinses spiegelt die Opportunitäten eines inländischen Anlegers nicht adäquat wider. Die direkte Bewertungsmethodik richtet sich nämlich auf die Bewertung von Auslandsinvestitionen aus der Sicht eines dort ansässigen ausländischen Investors und dient einem Vergleich von Anlagealternativen in einem spezifischen ausländischen Markt. Konzeptionell werden dabei auch Wechselkursrisiken aus unerwarteten Wechselkursveränderungen in den Wertüberlegungen der direkten Methode nicht berücksichtigt, denen sich in der Realität ein inländischer Investor bei einer Investition in eine in Fremdwährung denominierte Investition gegenüber sieht.

Über geeignete Prognosen gilt es, potentielle Wechselkursrisiken des Unternehmens und des inländischen Investors in den Zukunftserfolgen zu berücksichtigen, die sich aus Marktimperfectionen bzw. Abweichungen gegenüber den Paritätsbeziehungen ergeben können. Hierbei sollte bei der Wechselkursprognose und -plausibilisierung auf Fundamental- oder Gleichgewichtsmodelle abgestellt werden.