

Winter 2015/2016

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen auch mit dieser fünfzehnten Ausgabe unserer „Valuation News“ wieder aktuelle Themen der Unternehmensbewertung vorstellen zu können.

Zunächst fassen wir die Ergebnisse der in diesem Jahr zum zehnten Mal durchgeführten Kapitalkostenstudie zusammen, die in diesem Jahr unter dem Motto „Wertsteigerung im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko“ stand. Die Bedeutung der Studie für die Praxis spiegelt sich in der erneut hohen Teilnehmeranzahl wider: insgesamt 148 Unternehmen haben an der Studie teilgenommen, davon 22 der DAX-30-Unternehmen. Die Studie selbst finden Sie unter folgendem Link: <http://www.kpmg.de/kapitalkostenstudie>. Anschließend stellen wir den von KPMG entwickelten entscheidungsorientierten Ansatz CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) vor, der ein ‚Preisschild‘ an jede unternehmerische Entscheidung klebt und hierbei konsistent und praktikabel nicht nur die mit einer Entscheidung verbundenen Performanceveränderungen, sondern auch die Risikoveränderungen des Unternehmens berücksichtigt. Der dritte Artikel befasst sich mit einer zukunftsorientierten Schätzung der Marktrisikoprämie anhand von sogenannten impliziten Renditen aus Börsenkursen und Analystenschätzungen. Durch eine Synthese historisch und zukunftsorientiert ermittelter Größen beruht die Ermittlung der Marktrisikoprämie auf einer breiteren und damit belastbareren Schätzbasis. Abschließend beleuchten wir Immaterielle Werte im Spannungsfeld von Wertschöpfung und Wertsicherung und arbeiten heraus, wie bedeutend immaterielle Vermögenswerte für den nachhaltigen Unternehmenserfolg sind und warum und wie diese daher im Rahmen eines Strategie- und Risikomanagements regelmäßig bewertet werden sollten.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen. Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter: de-valuation-news@kpmg.com

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Marc Castedello
Partner

Stefan Schöniger
Partner

Inhalt

**Kapitalkostenstudie 2015:
Wertsteigerung im Spannungsfeld
zwischen Rendite und Risiko**
Seite 2

**Corporate Economic Decision
Assessment (CEDA) –
Ein KPMG-Ansatz als Antwort auf
aktuelle Marktherausforderungen**
Seite 6

**Paradigmenwechsel bei der Ableitung
der Marktrisikoprämie**
Seite 10

**Immaterielle Werte im Spannungsfeld
von Wertschöpfung und Wertsicherung**
Seite 13

Kapitalkostenstudie 2015: Wertsteigerung im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko

Anfang November wurde die zehnte Ausgabe der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Die Studie stellt aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung von Planungsrechnungen, der Ableitung von Kapitalkosten und der Relevanz von Ansätzen zur Analyse von Unternehmenswerten und deren Entwicklung dar. Im Fokus der diesjährigen Studie steht die sachgerechte Abbildung von Performance- und Risikotreibern in der Planungsrechnung und in den Kapitalkosten. Die erhebliche Relevanz der Studie für die Praxis wurde wieder einmal durch die hohe Teilnehmeranzahl bestätigt: Insgesamt 148 Unternehmen haben an der Studie teilgenommen, davon 22 der DAX-30-Unternehmen.



In unserer Jubiläumsausgabe beurteilen wir unternehmerische Entscheidungen vor dem Hintergrund der unverändert dynamischen Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds und der hohen Marktvolatilitäten. Die finanziellen Auswirkungen der vor diesem Hintergrund getroffenen Entscheidungen müssen sich transparent in der Rechnungslegung der Unternehmen widerspiegeln.

Unternehmerische Entscheidungen basieren heute vermehrt auf Bewertungskalkülen. Kern jeder Bewertung ist die sachgerechte Ableitung der Plan-Cashflows sowie die hierzu äquivalente Ableitung der Kapitalkosten. Wir haben daher an die gebotene Wertorientierung unternehmerischer Entscheidungen angeknüpft und die inhaltlichen Schwerpunkte in diesem Jahr auf weiterentwickelte Ansätze und Möglichkeiten zur quantitativen Beurteilung der Plan-Cashflows sowie auf die hierauf aufbauenden Überlegungen zur quantitativen Erfassung der korrespondierenden Risiken als in den Kapitalkosten zu vergütende Komponente gelegt.

Vor diesem Hintergrund haben wir die diesjährige Kapitalkostenstudie unter das Motto „Wertsteigerung im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko“ gestellt und beleuchten in unseren Schwerpunktthemen insbesondere die Berücksichtigung von Performance- und Risikotreibern in der Planungsrechnung und in den Kapitalkosten. In diesem Zusammenhang stellen wir auch Corporate Economic Decision Assessment (CEDA) – einen KPMG-Ansatz als Antwort auf aktuelle Herausforderungen an Planungsrechnungen – vor. Die Schwerpunktthemen lauten wie folgt:

- Vollständige Berücksichtigung relevanter Performance- und Risikotreiber in dynamischen Planungsrechnungen
- Stress-Testing in Zeiten hoher Volatilität und Disruption
- Quantifizierung operativer Risiken in den Kapitalkosten
- Auswirkungen der niedrigen Zinsen im Rahmen unternehmerischer Entscheidungsprozesse
- Paradigmenwechsel bei der Ableitung der Marktrisikoprämie
- Wertentwicklung als Entscheidungsmaßstab

Die Studie umfasst unverändert umfangreiche Analysen nach Branchen und Sektoren. Die wesentlichen Ergebnisse der Studie stellen wir im Folgenden kurz vor. Weitergehende Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Kapitalkosten, Planungsrechnung und Wertorientierung finden Sie in der vollständigen Kapitalkostenstudie 2015, die Sie über den [Link](#) herunterladen können.

[Hier](#) finden Sie anschaulich dargestellt sowohl die Kapitalkostenparameter aus unserer aktuellen Studie als auch die Ergebnisse unserer Kapitalkostenstudien der letzten Jahre. Darüber hinaus können Sie ab diesem Jahr Ihre individuelle und interaktive Datenauswertung auf unserer Homepage vornehmen. Anhand Ihrer eigenen Suchkriterien können Sie die für Sie relevanten Daten generieren und so die Werte und Entwicklungen der für Sie relevanten Kapitalkostenparameter nachvollziehen.

Wesentliche Ergebnisse der aktuellen Studie im Überblick

- **Planungsunsicherheit:** Die anhaltende Volatilität und unsichere Zukunftsaussichten stellen Planer und Bewerter unverändert vor große Herausforderungen.
- **WACC:** Die durchschnittlich angesetzten, gewichteten Kapitalkosten nach Unternehmensteuern und vor Wachstumsabschlag (WACC, Weighted Average Cost of Capital) sind von 7,8 Prozent im Vorjahr auf 7,1 Prozent gesunken. Die höchsten WACCs sind in den Bereichen Media & Telecommunications (8,0 Prozent) und Automotive (7,9 Prozent), der niedrigste WACC im Bereich Health Care (5,7 Prozent) zu beobachten.
- **Basiszinssatz und Marktrisikoprämie:** Der Basiszinssatz hat mit 1,8 Prozent einen historischen Tiefstand erreicht. Die in Deutschland und Österreich auf 6,3 Prozent bzw. 6,4 Prozent gestiegene Marktrisikoprämie kann den gesunkenen Basiszinssatz nur teilweise kompensieren.
- **Fremdkapitalkosten:** Die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten betragen nur noch 3,4 Prozent. Damit war die Fremdkapitalaufnahme für die teilnehmenden Unternehmen so günstig wie nie zuvor.
- **Wertminderungen:** Die Anzahl der Unternehmen, die eine Wertminderung auf Goodwill oder Assets durchgeführt haben, liegt auf dem Niveau des Vorjahres.
- **Investitionen:** Investitionsentscheidungen werden sowohl an der Strategie als auch an wertorientierten Zielsetzungen ausgerichtet.
- **Kapitalmarktcommunication:** Der Großteil der Unternehmen verwendet die ermittelten Unternehmenswerte und deren Veränderung im Zeitablauf nicht in der Kapitalmarktcommunication.
- **Steuerung:** Die Wertentwicklung des eigenen Unternehmens ist ein zentrales Entscheidungs- und Steuerungsinstrument.

Im Folgenden möchten wir auf die Themengebiete „WACC nach Branchen“, „Befaktoren“ und „Monitoring von Wertentwicklungen“ detaillierter eingehen:

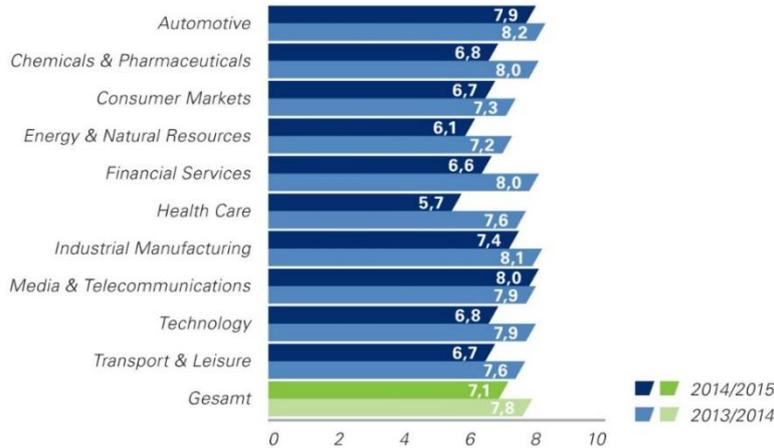
WACC nach Branchen

Der von den Teilnehmern der Studie angegebene durchschnittliche WACC hat mit 7,1 Prozent im Erhebungszeitraum deutlich unter dem Niveau der Vorjahre gelegen. Nachdem der WACC in den Jahren 2005/06 bis 2013/14 mit leicht abnehmender Tendenz zwischen 8,2 Prozent und 7,7 Prozent lag, ist er nunmehr deutlich gesunken. Ursache hierfür ist vor allem der deutliche Rückgang des Basiszinssatzes von 2,6 Prozent auf 1,8 Prozent, der durch den leichten Anstieg der durchschnittlich angesetzten Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent auf 6,1 Prozent nur teilweise kompensiert werden konnte.

Durchschnittlich verwendeter WACC nach Branchen

(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



Die geringsten durchschnittlichen WACCs im Branchenvergleich weisen die Unternehmen der Branchen Health Care (5,7 Prozent) und Energy & Natural Resources (6,1 Prozent) auf, während die Unternehmen aus den Branchen Media & Telecommunications (8,0 Prozent) und Automotive (7,9 Prozent) durchschnittlich die höchsten WACCs ansetzen. In den einzelnen Branchen ist der im Mittel angesetzte WACC insbesondere in den Branchen Health Care (-1,9 Prozentpunkte), Financial Services (-1,4 Prozentpunkte), Chemicals & Pharmaceuticals (-1,2 Prozentpunkte), Energy & Natural Resources (-1,1 Prozentpunkte) und Technology (-1,1 Prozentpunkte) gesunken.

Betafaktoren

Die Schwierigkeit bei der Ermittlung des künftigen Betafaktors ergibt sich aus zwei Aspekten: Zum einen werden in der Praxis Betafaktoren in der Regel auf Grundlage historischer Renditen ermittelt, aus denen dann der zukunftsorientierte Betafaktor für Bewertungszwecke abzuleiten ist. Zum anderen gibt es bereits bei der Erhebung der historischen Betafaktoren verschiedene Hürden – zum Beispiel dadurch, dass Cash Generating Units (CGUs) als zu bewertende Einheiten im Rahmen des Impairment Tests grundsätzlich nicht börsennotiert sind.

Das systematische operative Risiko wird bei der Kapitalkostenbestimmung mittels des unverschuldeten Betafaktors abgebildet. Der durchschnittlich angesetzte unverschuldete Betafaktor betrug nahezu unverändert 0,84 (Vorjahr: 0,83).

Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren nach Branchen

Quelle: KPMG



Innerhalb der Branchen war der stärkste Anstieg in der Branche Energy & Natural Resources zu verzeichnen. Getrieben von deutschen Unternehmen hat sich hier der unverschuldete Betafaktor um 0,13 erhöht. Diese Entwicklung dürfte in erster Linie den anhaltenden Unsicherheiten und den schwierigen Marktbedingungen auf dem Energiemarkt geschuldet sein. In den Branchen Automotive und Chemicals & Pharmaceuticals konnte dagegen ein deutlicher Rückgang beobachtet werden. Für diese Branchen war ein Rückgang auf 1,08 (Vorjahr: 1,16) bzw. 0,82 (Vorjahr: 0,93) zu verzeichnen. Dennoch wurde insbesondere in der Branche Automotive das mit Abstand höchste operative Risiko gesehen.

Monitoring der Wertentwicklung

Im Nachgang einer Investitions- respektive Transaktionsentscheidung und ihrer Umsetzung gilt es, die Wertentwicklung des betroffenen Geschäftsbereichs laufend zu überwachen. Hierzu sollten fundierte Performance- und Risikotreiber beobachtet werden, um Entwicklungen transparent zu machen und ihre Auswirkungen auf das Gesamtunternehmen aufzuzeigen. So können Fehlentwicklungen frühzeitig erkannt und Gegenmaßnahmen getroffen werden. Außerdem können die gewonnenen Erkenntnisse auf zukünftige Projekte und Investitionsvorhaben übertragen und somit die Entscheidungsgrundlagen verbessert werden. Das Ergebnis unserer Befragung zeigt, dass dieser Aspekt unter den befragten Unternehmen einen hohen Stellenwert einnimmt:

Monitoring der Wertentwicklung

Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



59 Prozent der Unternehmen erachten das Monitoring der Wertentwicklung als sehr wichtig und nutzen dieses Instrument insbesondere für Entscheidungs- und Steuerungszwecke. Nur für 26 Prozent der befragten Unternehmen spielt das Monitoring der Wertentwicklung eine weniger wichtige oder gar keine Rolle. Dieser Anteil lässt sich zum Großteil auf Unternehmen zurückführen, die primär strategische und weniger wertorientierte Zielsetzungen bei einer Investitions- bzw. Transaktionsentscheidung betrachten.

Corporate Economic Decision Assessment (CEDA) – Ein KPMG-Ansatz als Antwort auf aktuelle Marktherausforderungen

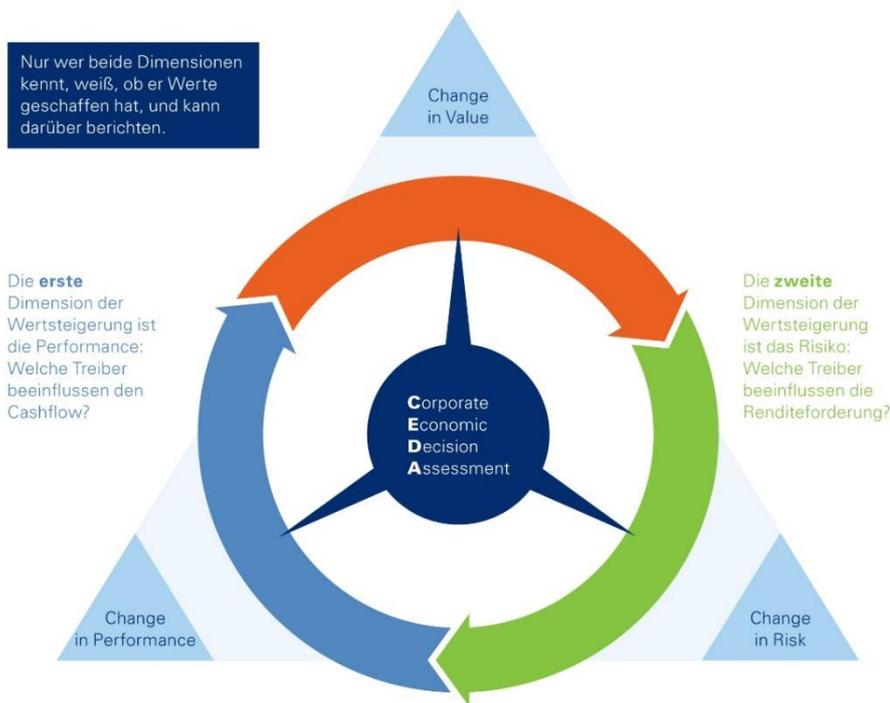
Der von KPMG entwickelte entscheidungsorientierte Ansatz CEDA berücksichtigt konsistent und praktikabel nicht nur die mit einer Entscheidung verbundenen Performanceveränderungen, sondern auch die Risikoveränderungen des Unternehmens. Die hierdurch operationalisierbare Orientierung auf die tatsächliche Wertentwicklung eines Unternehmens und auf die ihr zu Grunde liegenden Performance- und Risikotreiber schließt die Lücke zwischen der oft qualitativ geprägten, stark aggregierten strategischen Orientierung eines Unternehmens und der geforderten Orientierung an einer quantifizierbaren Wertentwicklung im Sinne der Stakeholder.



Bereits in unserem letzten Valuation Newsletter Herbst 2015 haben wir anhand von drei Themenstellungen aus den aktuell einem starken Wandel unterliegenden Branchen Automotive, Retail und Telecommunications einen konkreten Einblick in unterschiedlichste Einsatzmöglichkeiten des von KPMG entwickelten wertorientierten Entscheidungsansatzes CEDA gegeben. Nachfolgend wollen wir unseren Ansatz ganzheitlich vorstellen.

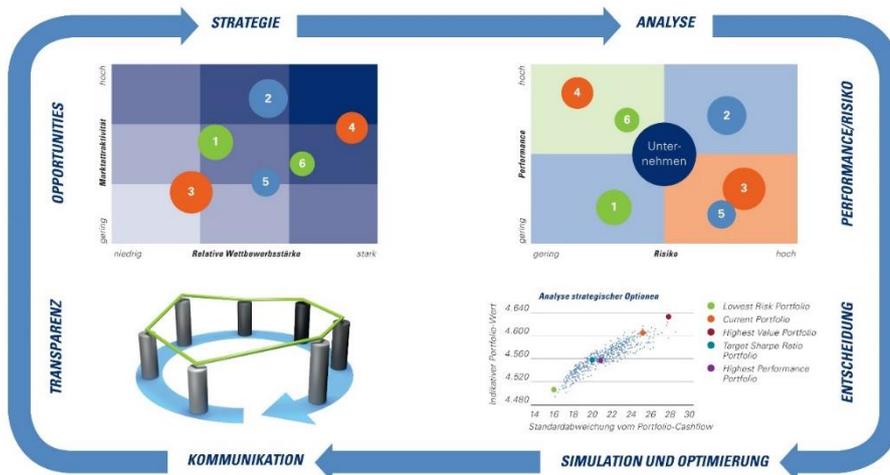
Unternehmen stehen vor dem Hintergrund der unverändert hohen branchenunabhängigen Dynamik ihres wirtschaftlichen Umfelds und der hohen Marktvolatilitäten jeden Tag vor zunehmend komplexer werdenden Entscheidungen. Sich häufende temporäre Marktverzerrungen sowie das verstärkte Auftreten disruptiver Effekte können ganze Geschäftsmodelle bedrohen. Mehr denn je stehen Unternehmen vor der Aufgabe, zukünftige Trends frühzeitig zu erkennen und auf sie zu reagieren. Fehlentscheidungen können das nachhaltige Überleben selbst großer Marktplayer gefährden. Nicht nur nimmt die Anzahl potenziell bedeutsamer Unternehmensentscheidungen signifikant zu, sondern gleichzeitig nimmt der Zeitraum zur Vorbereitung und Umsetzung der Entscheidung signifikant ab.

Als mögliche Antwort auf die wachsende Komplexität von Entscheidungsprozessen in Unternehmen haben wir einen simulationsbasierten wertorientierten Entscheidungsansatz entwickelt, der Unternehmen in die Lage versetzt, ihre Entscheidungen standardisiert, konsistent, in hohem Maße skalierbar und transparent zu treffen. Ziel ist dabei, Handlungsalternativen auf der Basis ihrer maßgeblichen Werttreiber zu vergleichen und einheitlich zu beurteilen sowie die Entscheidungen unter Berücksichtigung der mit ihnen einhergehenden Performance- und Risikoveränderungen zu treffen und zu dokumentieren. Messlatte für jede Entscheidung muss der durch sie geschaffene (Mehr-)Wert für das Unternehmen sein.



Im (Mehr-)Wert verdichten sich alle zukünftigen Erwartungen an die Entwicklung einer zu beurteilenden Handlungsoption. Der hier vorgestellte Ansatz bewertet den fortlaufenden strategischen Entwicklungsprozess von Unternehmen und die hiermit einhergehenden Entscheidungen im Hinblick auf die resultierenden Performance- und Risikoveränderungen kontinuierlich. Zusätzlich muss der Entscheidungsprozess aufgrund der oft hohen Komplexität der zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Sachverhalte mit einer hohen Transparenz der Entscheidungsgrundlagen einhergehen. Denn nur derjenige, der die mit einer Entscheidung einhergehenden Performance- und Risikoveränderungen insgesamt und klar vor Augen hat, hat auch Transparenz über den mit seiner Entscheidung verbundenen Wert.

Bereits im strategischen Auswahlprozess von Handlungsalternativen sollte der Fokus auf die relevanten Performance- und Risikotreiber gelegt werden; sowohl bei der Analyse des aktuellen Unternehmens und seiner Bestandteile als auch bei der Validierung der zukünftigen Optionen. Bereits in dieser Phase beginnt der zunächst qualitative Auswahlprozess der relevanten Treiber. In der sich anschließenden Analysephase gilt es unter Anwendung dynamischer und integrierter Planungsmodelle, die qualitativen Elemente des vorangegangenen strategischen Auswahlprozesses zu quantifizieren und die relevanten Performance- und Risikotreiber und denkbaren Szenarien in Bandbreiten und Erwartungen zu transformieren. Basierend auf Simulations- und Szenariorechnungen erfolgen die Beurteilung der Handlungsalternativen anhand ihrer Performance- und Risikomaße sowie die Quantifizierung der jeweiligen Performance-, Risiko- und Diversifikationsbeiträge.



Ist die mit der Handlungsoption verbundene Performance- und Risikoveränderung bekannt, lässt sich in der nachfolgenden Entscheidungsphase die Wertauswirkung einer konkreten Handlungsoption konsistent berechnen, indem für jede Option die unterschiedliche Performance und das jeweilige spezifische Risiko berücksichtigt werden. Durch die Auswahl der besten Handlungsalternative(n) gelingt die Zusammenstellung eines optimalen Sets an Entscheidungen auf Basis des optimalen Performance-/Risikoverhältnisses sowie die Maximierung des Unternehmenswerts. Die Ergänzung dieser Vorgehensweise um zusätzliche Ansätze und Analysen zum Erkennen und Nutzen disruptiver exogener Extremsituationen (Black Swans) unterstützt die Unternehmen bei der Entscheidung, welche Handlungsalternative auch unter exogenen Extremszenarien erfolgreich ist. Im Rahmen dieses zweistufigen Entscheidungsprozesses bleibt die Orientierung an der Performance (was ist die vielversprechendste Strategie) und am Risiko (was ist die robusteste Strategie) und somit am hiermit verbundenen Wertbeitrag auch bei der Beurteilung extremer Szenarien konsequent erhalten.

Werden Strategie, Analyse und Optimierungsphase konsequent miteinander verbunden, lässt sich die Auswahl der jeweiligen Handlungsoption gegenüber internen wie externen Adressaten transparent und lückenlos kommunizieren. Im Ergebnis resultiert ein standardisierter Entscheidungsprozess, der alle Handlungsoptionen gleichermaßen anhand ihres Wertbeitrages für das Unternehmen beurteilt und kontinuierlich die Wertentwicklung des Unternehmens monitort. Die Ermittlung der tatsächlichen Wertsteigerung/Wertvernichtung einer Handlungsoption gelingt durch die fortlaufende Transparenz des Unternehmenswertes und seiner Veränderung im Zeitablauf.

Der richtige Unternehmenswert lässt sich jedoch nur dann ermitteln, wenn die der jeweiligen Entscheidung zurechenbaren Plan-Cashflows und die zur Wertableitung verwendeten Kapitalkosten zueinander äquivalent sind. Da nahezu jede Entscheidung sowohl die Performance als auch das Risiko eines Unternehmens beeinflussen, bleiben die zu verdienenden Kapitalkosten und die in ihnen reflektierten Risiken hiervon regelmäßig nicht unberührt. Für die Erfassung und Berücksichtigung des unternehmensspezifischen Ansatzes herrscht in der heutigen Bewertungspraxis jedoch ein eher pragmatisches Vorgehen anhand der Orientierung an Peer Groups vor, welches die Gefahr von strategischen Fehlbewertungen in sich birgt. Aktuelle Markttrends zeigen, dass Unternehmen zunehmend Wettbewerbsvorteile gerade dadurch zu erzielen suchen, indem sie sich strategisch verändern, um sich – im Vergleich zu ihrer bisherigen Peer Group – gerade „anders“ aufzustellen. Damit findet sich das vergleichbare Risikoprofil häufig gerade nicht mehr in derselben Branche oder den bisherigen Wettbewerbern, sondern es müssen neue Ansätze und Methoden gefunden werden.

Im Rahmen unseres wertorientierten Entscheidungsansatzes werden zum einen die bewertungsrelevanten Plan-Cashflows einer zu beurteilenden Entscheidung auf der Basis dynamischer und integrierter Planungsmodelle simulationsbasiert abgeleitet. Zum anderen werden die in den Plan-Cashflows enthaltenen inhärenten Risiken ermittelt und einheitlich quantifiziert. Plan-Cashflows und Kapitalkosten werden folglich äquivalent und auf der Basis eines einheitlichen Datensets von unternehmensindividuellen Performance- und Risikotreibern abgeleitet. Dadurch wird die sich zunehmend vergrößernde Lücke zwischen zum Teil „angenommener“ und der tatsächlich gesuchten „herzustellenden“ Risiko-äquivalenz geschlossen und die maßgeblichen zu verdienenden Kapitalkosten konsistent abgeleitet. Hierdurch werden bestehende Ansätze ergänzt und neue Lösungsmöglichkeiten in einer Welt, die zunehmend unvergleichbar wird, implementiert.

Der klare Mehrwert, der hierdurch geschaffen wird, besteht im transparenten und standardisierten Vergleich von Entscheidungsalternativen anhand der tatsächlich erwarteten Wertveränderung. Die wertrelevanten Performance- und Risiko-Veränderungen einer Entscheidung werden auf der Basis eines konzeptionell geschlossenen skalierbaren Ansatzes konsistent im Entscheidungskalkül berücksichtigt. Die in der Vergangenheit und im Sinne des „in die Jahre gekommenen“ Shareholder-Value-Gedankens geforderte Orientierung an der Wertentwicklung eines Unternehmens lässt sich unmittelbar auf die Performance- und Risikotreiber zurückführen, die von Unternehmen beeinflusst werden können, und auf solche, die zwar gegebenenfalls nicht beeinflussbar sind, auf deren Veränderung Unternehmen jedoch vorbereitet sein sollten. Ansätze wie CEDA schlagen hierbei nicht nur die Brücke zwischen Strategie und Wertorientierung, sondern binden auf der Basis der bekannten Unternehmensbewertungsansätze auch jährlich wiederkehrende Bewertungen, zum Beispiel für Zwecke eines Impairment Tests, konsistent in den beschriebenen Entscheidungsprozess mit ein, was nicht zuletzt zu entsprechenden Effizienzvorteilen führen kann.

Paradigmenwechsel bei der Ableitung der Marktrisikoprämie

Bisher wurde die Marktrisikoprämie in der deutschen Bewertungspraxis regelmäßig anhand von Studien zu in der Vergangenheit erzielten Renditen abgeleitet. Ausgehend von diesen historisch beobachteten Renditen wurde dann die für eine Unternehmensbewertung relevante zukünftige Rendite im Allgemeinen bzw. die zukünftige Marktrisikoprämie im Speziellen geschätzt. Die technischen Möglichkeiten sowie die breite Verfügbarkeit benötigter Kapitalmarktdaten lässt nunmehr auch eine zukunftsorientierte Schätzung der Marktrisikoprämie anhand von sogenannten impliziten Renditen aus Börsenkursen und Analystenschätzungen zu. Durch die Synthese der Ansätze können die Stärken beider kombiniert und deren individuelle Schwächen abgemildert werden. Die Marktrisikoprämie basiert so auf einer breiteren und damit belastbareren Schätzbasis.



Das aufgrund der zwei fundamentalen Krisensituationen in den letzten Jahren volatile Kapitalmarktumfeld hat dazu geführt, dass zuletzt kaum ein Kapitalkostenparameter so kontrovers diskutiert wurde wie die Marktrisikoprämie (siehe auch unsere Newsletters Winter 2012 und Sommer/Herbst 2013). Die Diskussionen betrafen dabei sowohl die Höhe der Marktrisikoprämie als auch die Art und Weise ihrer Ableitung. Häufig geriet in diesen Diskussionen jedoch in Vergessenheit, dass die Marktrisikoprämie kein empirisch direkt beobachtbarer Parameter ist, sondern – gemäß dem in der Praxis vorherrschenden Kapitalmarktpreisbildungsmodell CAPM – lediglich die Differenz zwischen den empirisch beobachtbaren Parametern Marktrendite und Basiszinssatz darstellt. Das CAPM zerlegt als Modell die empirisch beobachtbare Marktrendite in ihre Bestandteile. Es ist daher gerade kein Modell, um aus einem Basiszinssatz und einer „frei gegriffenen“ Marktrisikoprämie eine Rendite zusammensetzen, die mit den an den Kapitalmärkten beobachtbaren Renditen nichts mehr gemein hat. Folglich sollte daher die Marktrendite insgesamt im Fokus der Analyse stehen. Die Frage ist damit nicht, was ist die „richtige“ Marktrisikoprämie, sondern was ist die „richtige“ Marktrendite. Hieraus resultiert nach Abzug des „richtigen“ Basiszinssatzes im Ergebnis die „richtige“ Marktrisikoprämie.

In unserem Newsletter Winter 2012 haben wir aufgezeigt, wie eine belastbare Ableitung der Marktrisikoprämie – ausgehend von der Annahme weitgehend stabiler (Real-)Renditeerwartungen – auch in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise gelingen kann. Basis hierfür waren Analysen zu historischen Renditen, wie sie auch für viele andere Studien zur Marktrisikoprämie Verwendung fanden. Diese basieren auf der Annahme einer im Zeitablauf weitgehend konstanten Risikoprämie. Daneben haben sich in der Wissenschaft bereits seit Längerem und in der Bewertungspraxis in jüngerer Zeit Modelle zur Ableitung impliziter Renditen etabliert. Sie ermöglichen eine zukunftsorientierte Ableitung von Renditen anhand von aktuellen Kapitalmarktinformationen (vgl. hierzu auch den Newsletter Sommer/Herbst 2013). Hierbei werden Risikoprämien berücksichtigt, die sich im Zeitablauf ändern können, was die tatsächlichen Begebenheiten an den Kapitalmärkten realistischer abbildet. Hierfür wird im Kern die bekannte Bewertungs-gleichung

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Cashflow} / \text{Kapitalkosten}$$

umgestellt zu

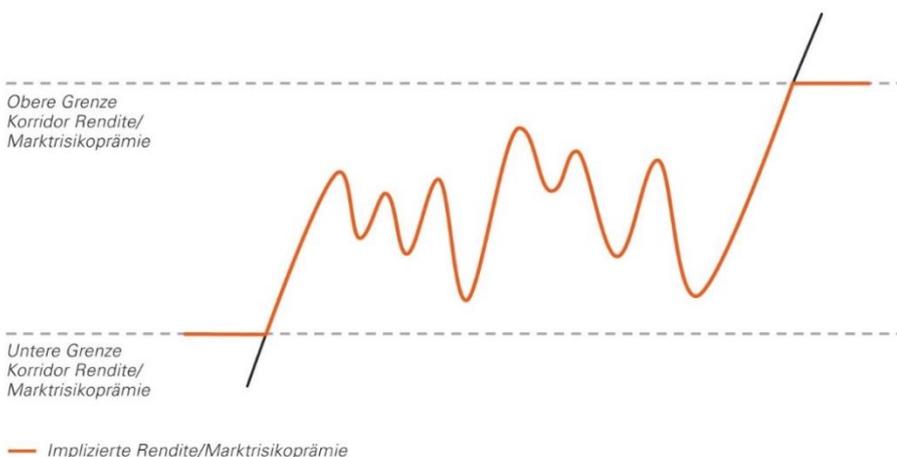
$$\text{Kapitalkosten} = \text{Cashflow} / \text{Unternehmenswert}.$$

Für die Prognose der Cashflows finden Analystenschätzungen Anwendung, die mit zunehmender Kapitalmarkttransparenz in immer breiterem Umfang für eine Vielzahl von Unternehmen verfügbar sind und somit in Kombination mit der heute verfügbaren Rechenleistung die standardisierte Anwendung von Modellen zur Ableitung impliziter Renditen auf breiter Basis ermöglichen. Für den Unternehmenswert werden die beobachtbaren Börsenpreise zugrunde gelegt. So lassen sich sowohl für einzelne Unternehmen als auch insbesondere für ganze Indizes implizite Renditen und damit implizite Kapitalkosten für spezifische Märkte ableiten.

Sowohl die Verwendung von historischen Renditen als auch die von impliziten Renditen weist jeweils Stärken und Schwächen sowie Spielräume bei der Festlegung einzelner Parameter auf, weswegen beide Ansätze wiederkehrend berechtigter Kritik ausgesetzt sind. Ein diesen beiden Ansätzen überlegener Ansatz konnte bisher nicht identifiziert werden. Gerade das macht es unseres Erachtens notwendig, sich nicht nur auf einen der beiden Ansätze zu fokussieren, sondern beide Ansätze für die Ableitung der Marktrisikoprämie in der Bewertungspraxis zugrunde zu legen, um sich ihre jeweiligen Vorteile zunutze zu machen. Diese Vorteile liegen bei den historischen Renditen in der verlässlichen Schätzung eines stabilen Korridors von Renditen und Risikoprämien. Bei den impliziten Renditen liegt ein Vorteil in der Möglichkeit der stichtagsbezogenen Schätzung und der Feststellung von kurzfristigen Veränderungen der erwarteten Renditen im Zeitablauf. Ein weiterer Vorteil der zunehmenden Bedeutung impliziter und damit zukunftsorientierter Renditen liegt darin, dass die Kapitalkostenparameter Basiszinssatz und Marktrisikoprämie nicht beziehungslos nebeneinander, sondern wieder in einem zunehmenden Maße schlüssig zueinander abgeleitet werden. Denn der Basiszinssatz wird bereits seit einigen Jahren stichtagsbezogen und zukunftsorientiert anhand von aktuellen Renditen sowie Zinsstrukturdaten abgeleitet. Die geschilderte Kombination von historischen und impliziten Renditen ermöglicht es, zukunftsorientierte Renditen und ihre Veränderung im Zeitablauf zu schätzen und dabei Einflüsse eventueller Über- bzw. Untertreibungsphasen an den Kapitalmärkten auf die Renditen durch die gleichzeitige Betrachtung langfristig historischer (Real-)Renditekorridore wirksam auszuschließen.

Renditekorridor

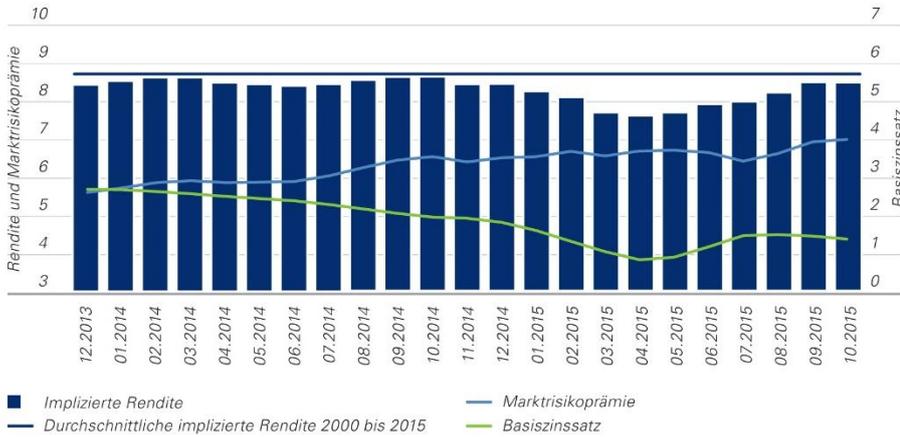
Quelle: KPMG



Wie stellt sich nun die Entwicklung impliziter Renditen dar? Nach dem krisenbedingten Anstieg der erwarteten Renditen in den Jahren 2011 und 2012 trat ab dem Jahr 2013 eine Normalisierung in Richtung des langfristigen Durchschnitts von nominal circa 9 Prozent pro Jahr (bzw. real circa 7 Prozent pro Jahr) ein. Dieses Niveau zeigte sich dann im gesamten Jahresverlauf 2014 als recht stabil. Mit Beginn des Jahres 2015 begann dann jedoch ein merklicher Rückgang der Renditen – nominal wie auch real. Erst die im zweiten Halbjahr 2015 einsetzenden Turbulenzen auf den Kapitalmärkten in China und die Erwartung einer baldigen Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank führten wieder zu einem Anstieg der Renditen. Die bisher verwendete These der weitgehend stabilen Renditeerwartung war damit im Jahr 2015 kritisch zu hinterfragen, sodass sich auf Basis der vorstehenden Überlegungen mit Beginn des Jahres 2015 zunächst eine weitgehend konstante Marktrisikoprämie von 6,75 Prozent bei im Trend rückläufigem Basiszinssatz und rückläufiger Markttrendite als sachgerecht ergab, bis dann im zweiten Halbjahr durch den Anstieg der Renditen bei weitgehend konstantem Basiszinssatz die Marktrisikoprämie auf den auch derzeit aktuellen Wert von 7 Prozent anstieg. Die nachfolgende Abbildung zeigt die impliziten Renditen des DAX seit Ende 2013:

Veränderung der erwarteten Renditen im Zeitablauf
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG-Analyse auf Basis von Daten von S&P Capital IQ



Die Renditen haben damit wieder das Niveau des Jahres 2014 erreicht. Der zwischenzeitliche Rückgang der Renditen zu Beginn des Jahres 2015 hat sich als derzeit nicht nachhaltig erwiesen. Im Falle der Annahme nachhaltig rückläufiger Renditen ist zu beachten, dass die Auswirkungen hieraus auf die Planungsrechnungen und die Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse für Zwecke der Unternehmensbewertung kritisch zu analysieren und gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen sind.

Immaterielle Werte im Spannungsfeld von Wertschöpfung und Wertsicherung

Unternehmenslenker sehen sich in jüngerer Zeit mit einer gestiegenen Veränderungsdynamik und Komplexität in ihrem Umfeld konfrontiert – mit nicht unerheblichen Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg. Immaterielle Werte wie Marken, industrielle Schutzrechte oder Technologien tragen regelmäßig wesentlich zu der Ertragskraft und dem nachhaltigen Erfolg eines Unternehmens bei. Ein zielgerichtetes Management dieser immateriellen Ressourcen sichert und steigert Unternehmenswerte, indem es den Nutzen für die Unternehmenskunden in den Mittelpunkt stellt. Grundlage hierfür sind regelmäßige Bewertungen der immateriellen Ressourcen. Einer konsistenten Berücksichtigung der mit den immateriellen Werten des Unternehmens verbundenen Erfolgs- und Risikofaktoren, wie es der von KPMG entwickelte Ansatz CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) ermöglicht, kommt dabei eine besondere Rolle zu. Bewertungen bringen zugleich Transparenz in die gesamte Wertschöpfungskette. Dadurch können die immateriellen Ressourcen, die einen erheblichen Beitrag zum Erfolg des Unternehmens leisten, identifiziert und anschließend besonders abgesichert und geschützt werden.



Laut dem von KPMG veröffentlichten „CEO Outlook 2015“ ([Deutscher CEO Outlook 2015](#)) blicken die Top-Entscheider in Unternehmen mit Zuversicht in die Zukunft. Sie wollen in einer prosperierenden Weltwirtschaft mit ihren Unternehmen wachsen und das nicht nur organisch, sondern auch durch Zukäufe. Zugleich sehen sie sich mit größeren Unsicherheiten in Bezug auf ihr Unternehmen konfrontiert. Die Unsicherheiten ergeben sich aus der volatilen Dynamik des Umfelds, den vielfältigen technologischen Entwicklungen und einem sich verändernden Kundenverhalten. Insbesondere neue Technologien oder die Verknüpfung bestehender Technologien stellen bisherige Wertschöpfungsketten in Frage. Nicht nur etablierte Wettbewerber, sondern zunehmend auch Marktneulinge bedrohen bestehende Geschäftsmodelle. Marktposition und Positionierung des eigenen Unternehmens können sich dadurch grundlegend verändern. Im Ergebnis erwarten die Top-Entscheidungsträger erhebliche Veränderungen in dem Geschäftsmodell ihres Unternehmens. Etwa zwei Drittel der teilnehmenden CEOs zweifeln sogar an der Attraktivität der eigenen Produkte und Dienstleistungen; fast 90 Prozent sorgen sich um die Loyalität der Kunden ihres Unternehmens.

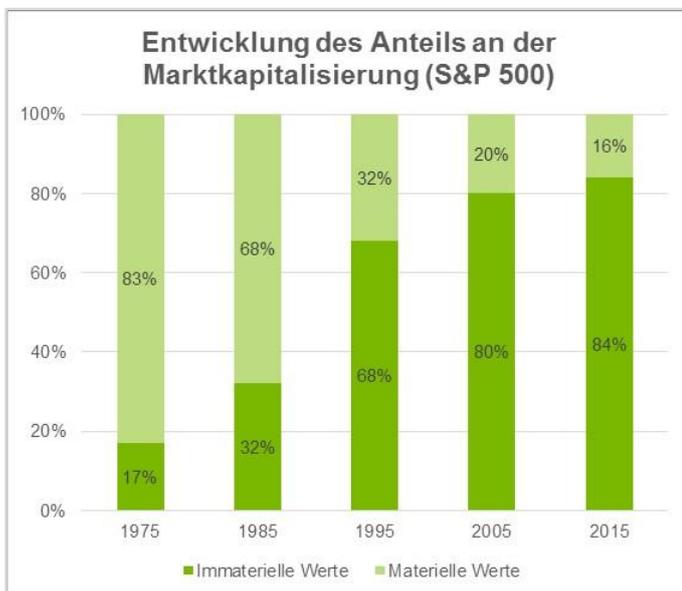
Aus der Sicht der Rechnungslegung stellt sich in diesem Zusammenhang zwangsläufig die Frage nach der Werthaltigkeit von bilanzierten – nicht nur – immateriellen Vermögenswerten wie Technologien, Marken, Kundenbeziehungen sowie des Geschäfts- und Firmenwerts. Dabei muss sich die Situation für ein Unternehmen sicherlich nicht so extrem darstellen, wie bei der von Microsoft vorgenommenen Abschreibung von etwa 7 Milliarden USD auf das erst ein Jahr zuvor erworbene Nokia-Handset-Geschäft. Dennoch scheint es geboten, kritisch zu prüfen, ob zum Beispiel Markenwerte oder Kundenbeziehungen mit einer mittel- oder langfristigen Restnutzungsdauer angesichts des sich ändernden Verhaltens und der Loyalität der Kunden überbewertet sind. Gleiches gilt für Technologien, die zwar weiterhin unverändert eingesetzt werden, weil sie

„funktionieren“, aber mittlerweile keinen Wettbewerbsvorteil mehr darstellen, da alternative Technologien dasselbe können.

Aus der strategischen Perspektive stellt sich die wesentlich grundlegendere Frage, wie Kunden weiterhin langfristig an die Leistungen des eigenen Unternehmens gebunden werden können. Kunden werden sich bei ihrer Kaufentscheidung zu dem Unternehmen hinwenden, von dem sie sich das Produkt oder die Dienstleistung mit dem höchsten Nutzen versprechen. Vor diesem Hintergrund müssen das Geschäftsmodell und die wesentlichen Unternehmensressourcen mit Blick auf den Kundennutzen regelmäßig fortentwickelt und gleichzeitig vor Wettbewerbern geschützt werden. Tragende Säulen eines solchen Geschäftsmodells sind die immateriellen Ressourcen – ob bilanziert oder nicht –, mit denen sich Wettbewerbsvorteile schaffen und ausbauen lassen. Als zentrale Faktoren der Wertschöpfung eines Unternehmens sind daher die immateriellen Ressourcen aktiv zu managen. Dem prägnanten Zitat des US-Ökonomen Peter Drucker „wenn es nicht messbar ist, kann es auch nicht gelenkt werden“ folgend setzt das Ressourcen-Management die Bewertung dieser immateriellen Wertschöpfungsfaktoren voraus. In erfolgreichen Unternehmen ist die fortlaufende Bewertung von immateriellen Werten Teil des Strategie- und Risikomanagements.

Immaterielle Ressourcen im Mittelpunkt der Unternehmensstrategie

Fristeten immaterielle Ressourcen vor 40 Jahren noch ein Schattendasein, zählen sie mittlerweile zu den wichtigsten Produktionsfaktoren eines Unternehmens (siehe Grafik). Sie sind die Hauptquelle für die Ertragskraft eines Unternehmens. Durch sie und mit ihnen differenzieren sich Unternehmen; immaterielle Ressourcen machen Unternehmen besonders, für eine gewisse Zeit vielleicht sogar einzigartig.



Quelle: Ocean Tomo

Immaterielle Ressourcen umfassen neben den „harten“ Rechten wie gewerblichen Schutz- und Urheberrechten auch „weiche“ Schutzrechte wie Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse, Datenbanken sowie in Mitarbeitern gebundenes Know-how; Ressourcen, die nachstehend vereinfachend unter dem Begriff IP („Intellectual Property“) zusammengefasst werden. Der Unternehmenswert liegt zu einem ganz wesentlichen Umfang in diesen Ressourcen begründet. Diese Beobachtung trifft nicht nur für Unternehmen im Technologie-Umfeld zu, sondern unter anderem auch für Hotelgruppen, Automobilhersteller, Pharmaunternehmen, Fluggesellschaften, Logistiker, Software- und Medienunternehmen. Apple,

Expeditors, Qualcomm, Starwood-Hotels sind einige Namen, die ihr Geschäftsmodell fast ausschließlich auf immaterielle Ressourcen stützen, das heißt „asset-light“ (weitgehend ohne eigene materielle Vermögenswerte tätig) sind.

Mit IP-Bewertung Transparenz in Wertschöpfungsketten bringen

Ausgangsbasis der Ermittlung des Werts von IP ist die Analyse des Zusammenhangs zwischen dem Bewertungsobjekt IP und der Funktion, die das Bewertungsobjekt für das Unternehmen erfüllt, sowie dem zukünftigen wirtschaftlichen Nutzen, der diesem zugeordnet werden kann. Aus Letzterem lässt sich anschließend der Wert ableiten. Eine solche Funktions- und Wirkungsanalyse ist erforderlich, da sich der Wert von IP in aller Regel nicht direkt, sondern über indirekte Folgewirkungen ergibt. Somit ist zu beleuchten, wie das IP konkret eingesetzt wird; zum Beispiel nutzt das Unternehmen eine Technologie ausschließlich selbst zur Erschließung von Märkten oder räumt es einem anderen Unternehmen die Möglichkeit ein, die Technologie zu nutzen, mit dem Ziel einen neuen Markt für die eigenen Produkte oder Dienstleistungen schneller zu erschließen oder um einen Standard durchzusetzen. In diesem Beispiel sind die Auswirkungen des gewählten IP-Einsatzes „Markterschließung“ durch Eigennutzung und/oder Fremdnutzung auf die künftige Marktstruktur, die Schaffung möglicher Eintrittsbarrieren und konkreter Wettbewerbsvorteile zu analysieren.

Wirkungs- und Wertschöpfungszusammenhänge – illustrative Darstellung

Quelle: KPMG



Gewerbliche Schutzrechte können eine Reihe von Funktionen erfüllen, indem sie zum Schutz, zur Blockierung, als Verhandlungsmittel oder zur Nutzungseineräumung eingesetzt werden. Einige Schutzrechte lassen sich auch für Zwecke eines späteren Einsatzes vorbehalten. Entscheidend ist, den Zusammenhang zum Nutzen des Kunden herzustellen, der sich durch den Einsatz des immateriellen Werts ergibt. Ein weiteres Beispiel soll dies verdeutlichen: Der Schutz einer bestimmten Produkteigenschaft ist geboten, wenn der Kunden diese schätzt; ist der Kunden andererseits nicht bereit für die Eigenschaft zu zahlen, ist dem Schutzrecht keine Wirkung zuzuschreiben und kein Wert beizumessen.

Ergebnis einer solchen Funktions- und Wirkungsanalyse ist ein spezifisches Ertrags- und Risikoprofil für die immaterielle Ressource. Das Geschäftsmodell des Unternehmens legt dabei fest, wie die erwarteten Erträge realisiert und internalisiert werden sollen. Dieses kann grundsätzlich im Wege der Eigennutzung mit oder ohne Differenzierung von Leistungen, im Wege der Fremdnutzung, zum Beispiel durch Lizenzierung oder Bildung von Allianzen, der Freigabe zur Standardisierung oder Mischformen hieraus erfolgen.

Mit dem Fokus auf eine immaterielle Ressource für Zwecke der Veranschaulichung abstrahiert die obige Darstellung zwangsläufig von der Komplexität einer IP-Bewertung. Immaterielle Ressourcen wirken in der Regel zusammen mit anderen immateriellen und materiellen Werten. Damit ist nicht nur die Wirkung, die das einzelne IP entfaltet, sondern das Zusammenspiel zwischen

den (immateriellen) Ressourcen zu durchdringen. Wird IP effektiv miteinander kombiniert, entstehen Synergieeffekte, die sich nicht mehr auf eine einzelne Ressource zurückverfolgen lassen. Eine aussagekräftige Bewertung der immateriellen Ressourcen liefert somit nicht nur einfach einen Wert, sie gibt auch wertvolle Einsichten für die Unternehmensstrategie. Ein Ansatz wie CEDA kann hierbei aufgrund seiner stringenten Ausrichtung an dem Erfolg und Risiko einer strategischen Entscheidung und den hinter dieser liegenden gesamtunternehmerischen Interdependenzen einen besonderen Mehrwert generieren. Durch die Schaffung von Transparenz über Wirkungs- und Wertzusammenhänge in unterschiedlichen Unternehmenssituationen ist die IP-Bewertung Basis für die unternehmerische Gestaltung.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Redaktion

Dr. Marc Castedello (V. i. S. d. P.)

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

Stefan Schöniger

Ludwig-Erhard-Straße 11-17
20459 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International Cooperative („KPMG International“).