KPMG

Kapitalkosten-studie 2015

Deal Advisory, Valuation
Wertsteigerung im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko

kpmg.ch

INHALT

Grußwort **3**

Zusammenfassung der Ergebnisse **6**

1 Überblick **8**

2 Ableitung der Plan-Cashflows **14**
2.1 Erstellung der Planungsrechnung 16
2.2 Wachstumserwartungen 21
2.3 Ableitung von Erwartungswerten 22
2.4 Festlegung des nachhaltigen Jahres 22

3 Ableitung der Kapitalkostenparameter **24**
3.1 Gesamtübersicht WACC 27
3.2 Risikoloser Basiszinssatz 28
3.3 Marktrisikoprämie 33
3.4 Betafaktor 36
3.5 Eigenkapitalkosten 39
3.6 Weitere Risikozuschläge 40
3.7 Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalquote 42
3.8 Nachhaltige Wachstumsrate 45
3.9 Kapitalkosten außerhalb Europas 46

4 Impairment Test **48**
4.1 Anlass und Ergebnis 49
4.2 Bestimmung des Recoverable Amount 50
4.3 Plausibilisierung 50

5 Ableitung der Werte und Wertentwicklung **52**
5.1 Kriterien bei der Investitionsentscheidung 55
5.2 Monitoring der Wertentwicklung 56
5.3 Die Rolle der Kapitalkosten in der Kapitalmarktkommunikation 57

6 Branchenauswertungen **58**
6.1 Automotive 60
6.2 Chemicals & Pharmaceuticals 61
6.3 Consumer Markets 62
6.4 Energy & Natural Resources 63
6.5 Financial Services 64
6.6 Health Care 65
6.7 Industrial Manufacturing 66
6.8 Media & Telecommunications 67
6.9 Technology 68
6.10 Transport & Leisure 69

Abkürzungsverzeichnis **70**

Ihre Ansprechpartner **72**

Hinweis: Bei der vorliegenden Studie handelt es sich um eine empirische Untersuchung, deren Ziel die Darstellung der Unternehmenspraxis ist. Die Informationen und Erläuterungen sind nicht dazu geeignet, ein vollumfängliches Bild über eine sachgerechte Ableitung von Planungsrechnungen und Kapitalkosten sowie eine sachgerechte Handhabung oder Interpretation der Vorschriften zum Impairment Test oder über andere Fragen zur Rechnungslegung und Bewertung zu erlangen.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

GRUSSWORT

Die nunmehr zehnte Ausgabe unserer Kapitalkostenstudie markiert auch für uns einen Meilenstein, den wir ohne Ihre Teilnahme nicht erreicht hätten.

Die nachhaltig hohen Teilnahmezahlen und das positive Feedback aus den vergangenen Jahren zeigen uns, dass unsere Kapitalkostenstudie mittlerweile sowohl ein fester Bestandteil der praktischen Bewertungsarbeit als auch ein willkommener Denkanstoß für die Weiterentwicklung von Bewertungsansätzen ist.

Für die Teilnahme an unserer Studie sowie die zahlreichen interessanten Diskussionen möchten wir uns an dieser Stelle ganz herzlich bei Ihnen bedanken!

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen die Ergebnisse der zehnten Ausgabe unserer Kapitalkostenstudie zu präsentieren.

In unserer „Jubiläumsausgabe" beurteilen wir unternehmerische Entscheidungen vor dem Hintergrund der unverändert dynamischen Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds und der hohen Marktvolatilitäten. Die hieraus resultierenden finanziellen Auswirkungen der 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 knüpfen daher an die gebotene Wertorientierung unternehmerischer Entscheidungen an und legen 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.

Vor diesem Hintergrund haben wir für die diesjährige Kapitalkostenstudie das Motto „Wertsteigerung im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko" gewählt. Zudem stellen wir Corporate Economic Decision Assessment – einen KPMG-Ansatz als Antwort auf aktuelle Marktherausforderungen – vor.

Diesem Motto folgen auch unsere diesjährigen Schwerpunktthemen:

- Berücksichtigung von Performance- und Risikotreibern
- Stresstesting in Zeiten hoher Volatilität
- Quantifizierung operativer Risiken
- Auswirkungen der Niedrigzinsphase
- Paradigmenwechsel bei der Ableitung der Marktrisikoprämie
- Wertentwicklung als Entscheidungsmaßstab

Neben der inhaltlichen Fortentwicklung der Studie haben wir auch die Aufbereitung der Ergebnisse modernisiert. Dies zeigt sich nicht nur im neuen Layout, sondern auch in individuellen, interaktiven Auswertungsmöglichkeiten zu der Studie auf unserer Homepage.

Wir würden uns freuen, wenn auch die diesjährige Studie auf Ihr Interesse trifft. Gern diskutieren wir die Ergebnisse im Rahmen eines persönlichen Termins mit Ihnen und stehen Ihnen natürlich für Fragen und Anregungen zur Verfügung.

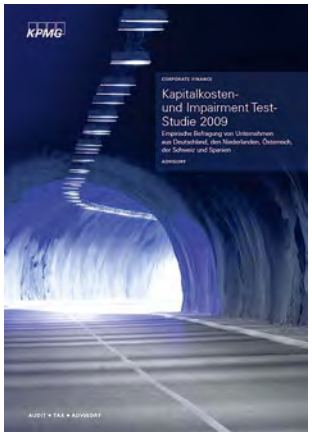
Mit herzlichen Grüßen

Dr. Marc Castedello
Partner,
Deal Advisory, Valuation
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Stefan Schöniger
Partner,
Deal Advisory, Valuation
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

10 JAHRE KAPITALKOSTENSTUDIE VON KPMG

´06	´07	´08	´09	´10
				

NEUERUNGEN IN DER STUDIE

- Soll-Ist-Vergleich zur Umsetzung des Impairment Test nach IFRS und US-GAAP in deutschen Unternehmen
- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus der Schweiz und Österreich, zusätzlich zu Deutschland
- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus Großbritannien und den Niederlanden
- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus Spanien
- Auswertung branchenspezifischer Besonderheiten
- Erstmals Abfrage des Ausblicks auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung

SCHWERPUNKTTHEMEN DER STUDIE

- Thematisierung der Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Bilanzierungs- und Bewertungspraxis
- Fokus auf Zukunftsprognosen in einem schwierigen Marktumfeld

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

´11

- Fokus auf Entwicklungen in volatilen Märkten
- Thematisierung der Auswirkungen des weiterhin schwierigen Marktumfelds auf die Bewertungspraxis, insbesondere auf die Kapitalkosten

´12

- Erstmalige Abfrage des Transaktionsverhaltens und der Transaktionsabsicht von Unternehmen
- Fokus auf Unternehmenssteuerung in der Unsicherheit

´13

- Erstmalig ausführliche Branchenauswertungen
- Abbildung von Volatilitäten in Planungen
- Zusammenspiel von Basiszinssatz und Marktrisikoprämie
- Weitere Risikozuschläge
- Nachhaltige Wachstumsrate

´14

- Detaillierte Auswertungen für alle Branchen
- Risikoberücksichtigung bei der Cashflow-Ableitung
- Risikoäquivalenz bei der Kapitalkostenbestimmung
- Small Cap Premium
- Debt Beta: Risikoteilung zwischen Kapitalgebern

´15

- Gestaltung der Studie im Tablet-freundlichen Querformat
- Möglichkeit zur individuellen Auswertung und Datenabfrage über eine Internetplattform
- Corporate Economic Decision Assessment
- Berücksichtigung von Performance- und Risikotreibern
- Stresstesting in Zeiten hoher Volatilität
- Quantifizierung operativer Risiken
- Auswirkungen der Niedrigzinsphase
- Paradigmenwechsel bei der Ableitung der Marktrisikoprämie
- Wertentwicklung als Entscheidungsmaßstab

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Ableitung der Plan-Cashflows

Planungsunsicherheit

Die ***anhaltende Volatilität*** und die nach wie vor ***unsicheren Zukunftsaussichten*** stellen Planer und Bewerter unverändert vor ***große Herausforderungen***.

Nachhaltiges Wachstum

Die nachhaltigen ***Wachstumserwartungen*** der Studienteilnehmer blieben insgesamt ***unverändert***.

Kapitalkosten

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*** WACC sind in den Bereichen Media & Telecommunications mit ***8,0 Prozent*** und Automotive mit ***7,9 Prozent***, die ***niedrigsten*** im Bereich Health Care mit ***5,7 Prozent*** zu beobachten.

Basiszinssatz

Der Basiszinssatz hat mit ***1,8 Prozent*** einen ***historischen Tiefststand*** erreicht.

Marktrisikoprämie

Die in ***Deutschland und Österreich*** auf ***6,3 Prozent*** beziehungsweise ***6,4 Prozent*** gestiegene Marktrisikoprämie kann den gesunkenen Basiszinssatz nur teilweise kompensieren.

Betafaktoren

Insbesondere im Bereich Energy & Natural Resources haben die Teilnehmer ***ein im Vergleich zum Vorjahr höheres operatives Risiko*** angesetzt. In den Bereichen Chemicals & Pharmaceuticals und Automotive sehen die Teilnehmer dagegen ein ***niedrigeres operatives Risiko***.

Fremdkapitalkosten

Die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten betragen nur noch ***3,4 Prozent***. Damit ist die Fremdkapitalaufnahme für die teilnehmenden Unternehmen ***so günstig wie nie zuvor***.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Impairment Test

Wertminderung

Die Anzahl der Unternehmen, die eine ***Wertminderung*** auf Goodwill oder Assets durchgeführt haben, liegt auf dem ***Niveau des Vorjahres***.

Werte und Wertentwicklung

Investitionsentscheidung

Investitionsentscheidungen werden sowohl an der ***Strategie*** als auch an ***wertorientierten Zielsetzungen*** ausgerichtet.

Kapitalmarktkommunikation

Der Großteil der Unternehmen verwendet die ermittelten ***Unternehmenswerte*** und deren Veränderung im Zeitablauf ***nicht in der Kapitalmarktkommunikation***.

Steuerung

Die ***Wertentwicklung*** des eigenen Unternehmens ist ein sehr ***wichtiges Entscheidungs- und Steuerungsinstrument***.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

1 ÜBERBLICK

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

STUDIENTEILNEHMER

In diesem Jahr haben 148 Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz an der Studie teilgenommen (2013/2014: 130). Davon entfielen 102 auf Deutschland, 17 auf Österreich und 29 auf die Schweiz.

Mit 73 Prozent lag die Beteiligung der DAX-30-Unternehmen an der Studie unverändert hoch. Außerdem haben sich 34 Prozent der MDAX-Unternehmen an unserer diesjährigen Studie beteiligt (Vorjahr: 32 Prozent).

BEFRAGUNGSZEITRAUM

Die Befragung der Unternehmen erfolgte zwischen März und Juli 2015. Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlussstichtage lagen zwischen dem 30. Juni 2014 und dem 31. März 2015.

BRANCHENAUSWERTUNG

Analog zur Vorgehensweise in den Vorjahren war die Einordnung der Unternehmen in mehr als nur eine Branche möglich. Für Branchen mit einem Rücklauf von mindestens fünf Teilnehmern wurden separate Auswertungen vorgenommen.

Die branchenspezifischen Auswertungen haben wir auf die wesentlichen Kapitalkostenparameter konzentriert. In Kapitel 6 dieser Studie zeigen wir Ihnen die Entwicklung dieser kritischen Parameter im Zeitablauf auf. Zudem geben unsere Branchenspezialisten Einblicke in aktuelle Entwicklungen, Trends und einen Ausblick auf erwartete Entwicklungen für die einzelnen Branchen.

INDIVIDUELLE AUSWERTUNGEN

Ergänzend möchten wir auf unsere Kapitalkosten-Homepage hinweisen:

Unter www.kpmg.de/kapitalkosten finden Sie in anschaulicher Darstellungsweise sowohl die Kapitalkostenparameter aus unserer aktuellen Studie als auch die Ergebnisse unserer Kapitalkostenstudien der letzten Jahre. Darüber hinaus ermöglichen wir Ihnen ab diesem Jahr eine individuelle und interaktive Datenauswertung auf unserer Homepage. Anhand Ihrer eigenen Suchkriterien können Sie die für Sie relevanten Daten generieren und so die Werte und Entwicklungen der für Sie relevanten Kapitalkostenparameter nachvollziehen.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

CORPORATE ECONOMIC DECISION ASSESSMENT (CEDA) – EIN KPMG-ANSATZ ALS ANTWORT AUF AKTUELLE MARKTHERAUSFORDERUNGEN

Bereits in den vergangenen beiden Kapitalkostenstudien lag unser Fokus auf den künftigen marktseitigen Herausforderungen und ihrer Abbildung in den Planungsrechnungen der Unternehmen. Hierzu haben wir unter anderem erfragt, inwieweit Unternehmen auf die bevorstehenden Anforderungen an ihre Planungsrechnungen vorbereitet waren, und Hinweise zu eigenentwickelten Ansätzen und Methoden gegeben.

Als wesentliche Ursache für die sich weiterhin verschärfenden Herausforderungen zeigt sich die hohe branchenunabhängige Dynamik auf nahezu allen Märkten, verbunden mit sich häufenden, temporären Marktverzerrungen sowie dem zunehmenden Auftreten disruptiver Effekte, die ganze Geschäftsmodelle bedrohen können. Unternehmen stehen heute mehr denn je vor der Aufgabe, zukünftige Trends zu erkennen und auf sie zu reagieren. Diese Entwicklung spiegelt sich auch im aktuellen CEO Outlook von KPMG (Transformation ist Chefsache) wider (www.kpmg.de/globalceooutlook2015). Fehlentscheidungen in diesem Zusammenhang können das nachhaltige Überleben selbst großer Marktplayer gefährden. Materiell bedeutsame Unternehmensentscheidungen nehmen nicht nur signifikant zu, der Zeitraum zur Vorbereitung und Umsetzung der Entscheidung nimmt zudem signifikant ab.

Als mögliche Antwort auf die wachsende Komplexität der Unternehmensumwelt haben wir den Ausbau der etablierten Planungsmethoden und -systeme zu Lösungsansätzen empfohlen, die in der Lage sind, die Werttreiber eines Unternehmens strukturiert und vollständig zu erfassen und um mehrwertige strategische Planungsszenarien zu erweitern. Viele Unternehmen haben die Notwendigkeit zum Ausbau ihrer strategischen Planungssysteme erkannt und wollen verstärkt in diesen wichtigen Steuerungsbereich investieren. Sowohl die letztjährige als auch die aktuelle Kapitalkostenstudie zeigen jedoch, dass sich hierfür notwendige Implementierungsprozesse noch immer in einem frühen Stadium befinden.

Das haben wir zum Anlass genommen, die von uns zur Plausibilisierung und Analyse mehrwertiger Planungsrechnungen regelmäßig verwendeten dynamischen und integrierten Planungsansätze weiterzuentwickeln. Mit Corporate Economic Decision Assessment (CEDA) haben wir einen wertorientierten und simulationsbasierten Entscheidungsansatz entworfen, der Unternehmen in die Lage versetzt, ihre maßgeblichen Werttreiber zu identifizieren, Handlungsalternativen zu vergleichen und einheitlich zu beurteilen sowie ihre Unternehmensentscheidungen konsistent und unter Berücksichtigung der mit ihnen einhergehenden Performance- und Risikoveränderungen zu treffen und zu dokumentieren. (Abbildung 1, Seite 11)

Im Vordergrund steht hierbei der durch die Entscheidung geschaffene (Mehr-)Wert für das Unternehmen. Dieser (Mehr-)Wert lässt sich jedoch nur dann richtig ermitteln, wenn die der jeweiligen Entscheidung zurechenbaren Plan-Cashflows und die zur Wertableitung verwendeten Kapitalkosten zueinander äquivalent sind. Das gilt insbesondere für die sowohl in den Plan-Cashflows enthaltenen als auch in den Kapitalkosten korrespondierend zu berücksichtigenden Risiken.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

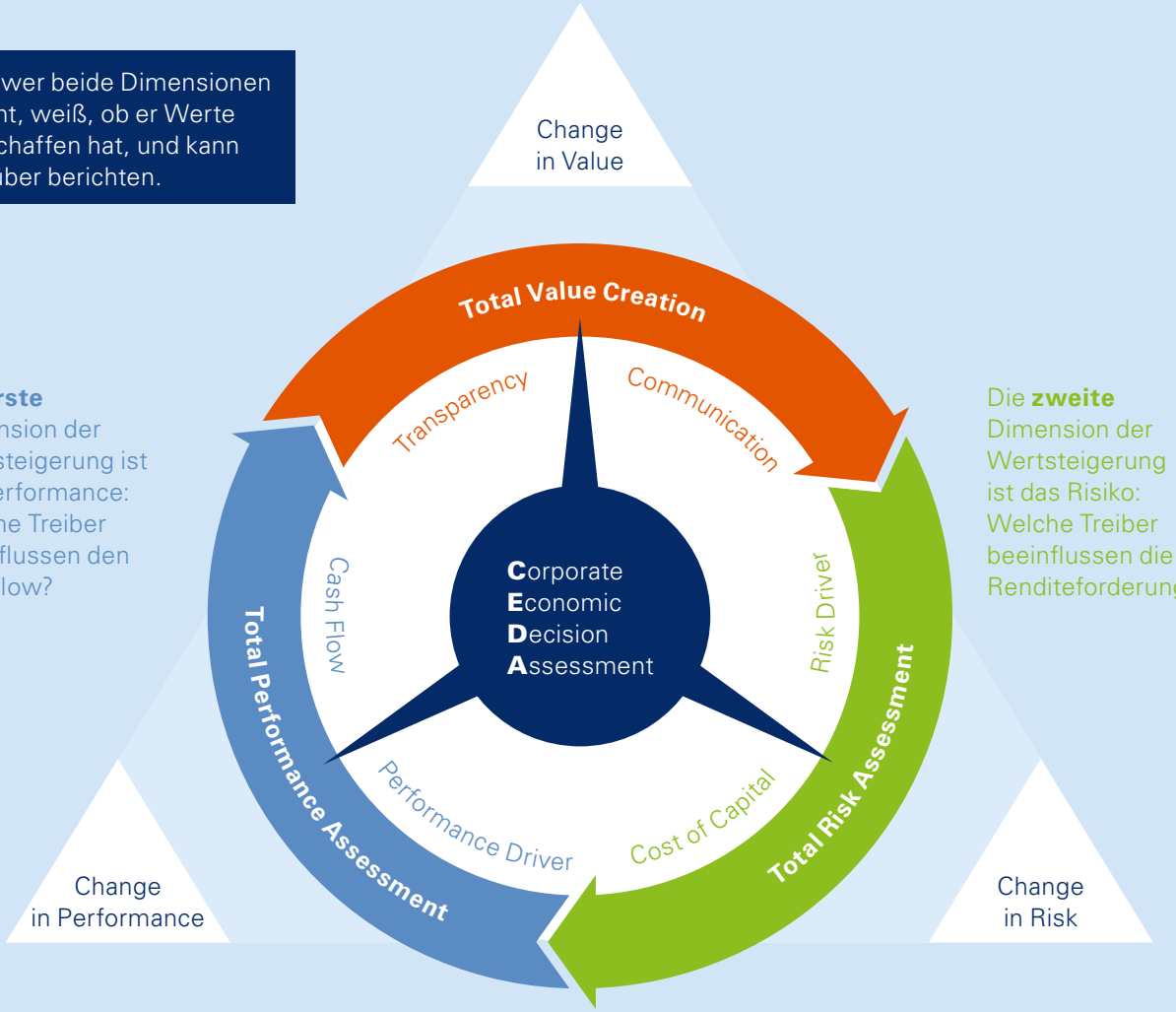
1 ***CEDA – Corporate Economic Decision Assessment***

Quelle: KPMG

Nur wer beide Dimensionen kennt, weiß, ob er Werte geschaffen hat, und kann darüber berichten.

Die **erste** Dimension der Wertsteigerung ist die Performance: Welche Treiber beeinflussen den Cashflow?

Die **zweite** Dimension der Wertsteigerung ist das Risiko: Welche Treiber beeinflussen die Renditeforderung?



Dr. Marc Castedello
Partner

„Der von KPMG entwickelte entscheidungsorientierte Ansatz CEDA klebt ein ‚Preisschild' an jede unternehmerische Entscheidung und berücksichtigt hierbei konsistent und praktikabel nicht nur die mit der Entscheidung verbundenen Performance-veränderungen, sondern auch die Risikoveränderungen des Unternehmens."

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

In den letztjährigen Schwerpunktthemen haben wir darauf hingewiesen, dass in der Bewertungspraxis regelmäßig ein eher pragmatisches Vorgehen zur Risikoerfassung und -berücksichtigung bei der Bewertung präferiert wird. Unter der oft rein qualitativ begründeten Annahme, das Risikoprofil einer Peer Group sei mit dem des Bewertungsobjekts vergleichbar, wird der Betafaktor der Peer Group als Maß des unternehmensspezifischen Risikos auf das Bewertungsobjekt übertragen. Hierin besteht die Gefahr von Fehlbewertungen umso mehr, je weniger die herangezogenen Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt und untereinander tatsächlich vergleichbar sind. Zunehmend beobachtbar im aktuellen dynamischen Marktumfeld ist der Trend, Wettbewerbsvorteile gerade dadurch zu erzielen, dass Unternehmen sich strategisch verändern, um sich – im Vergleich zu ihrer bisherigen Peer Group – gerade „anders" aufzustellen. Als Beispiel sind Integrationsbestrebungen oder die Orientierung auf Märkte jenseits der bisherigen Kernbranche zu nennen. Beides zielt regelmäßig auf die Veränderung der bisherigen Unternehmensperformance, flankiert durch eine Veränderung des entsprechenden Risikoprofils des Unternehmens. Fehlt es zukünftig jedoch am „Vergleichsmaßstab", wird das bisher gültige „Bewerten heißt Vergleichen" nachhaltig erschwert und muss um Ansätze und Methoden ergänzt werden, die über eine rein an der Peer Group orientierten Risikoerfassung hinausgehen.

Genau an dieser Stelle setzt CEDA an und schließt die sich zunehmend vergrößernde Lücke zwischen zum Teil „angenommener" und der tatsächlich gesuchten „herzustellenden" Risikoäquivalenz. Denn CEDA leitet zum einen die bewertungsrelevanten Plan-Cashflows einer zu beurteilenden Entscheidung auf der Basis dynamischer und integrierter Planungsmodelle simulationsbasiert ab. Zum anderen erfasst CEDA simultan die in den Plan-Cashflows enthaltenen inhärenten Risiken und quantifiziert sie einheitlich. Plan-Cashflows und Kapitalkosten werden äquivalent und auf der Basis eines einheitlichen Datensets von unternehmensindividuellen Performance- und Risikotreibern abgeleitet. Unterschiedliche Handlungsalternativen können somit standardisiert und unter Berücksichtigung eines konsistenten Ansatzes bewertet und miteinander in einer Performance/Risiko-Matrix verglichen werden. (Abbildung 2, Seite 13)

Hierauf aufbauend lassen sich mit CEDA in einem zweiten Schritt weiterführende Risikokomponenten bei der Ableitung entscheidungsindividueller Kapitalkosten ebenso transparent und separat berücksichtigen wie einzelne disruptive und extreme Zukunftsszenarien.

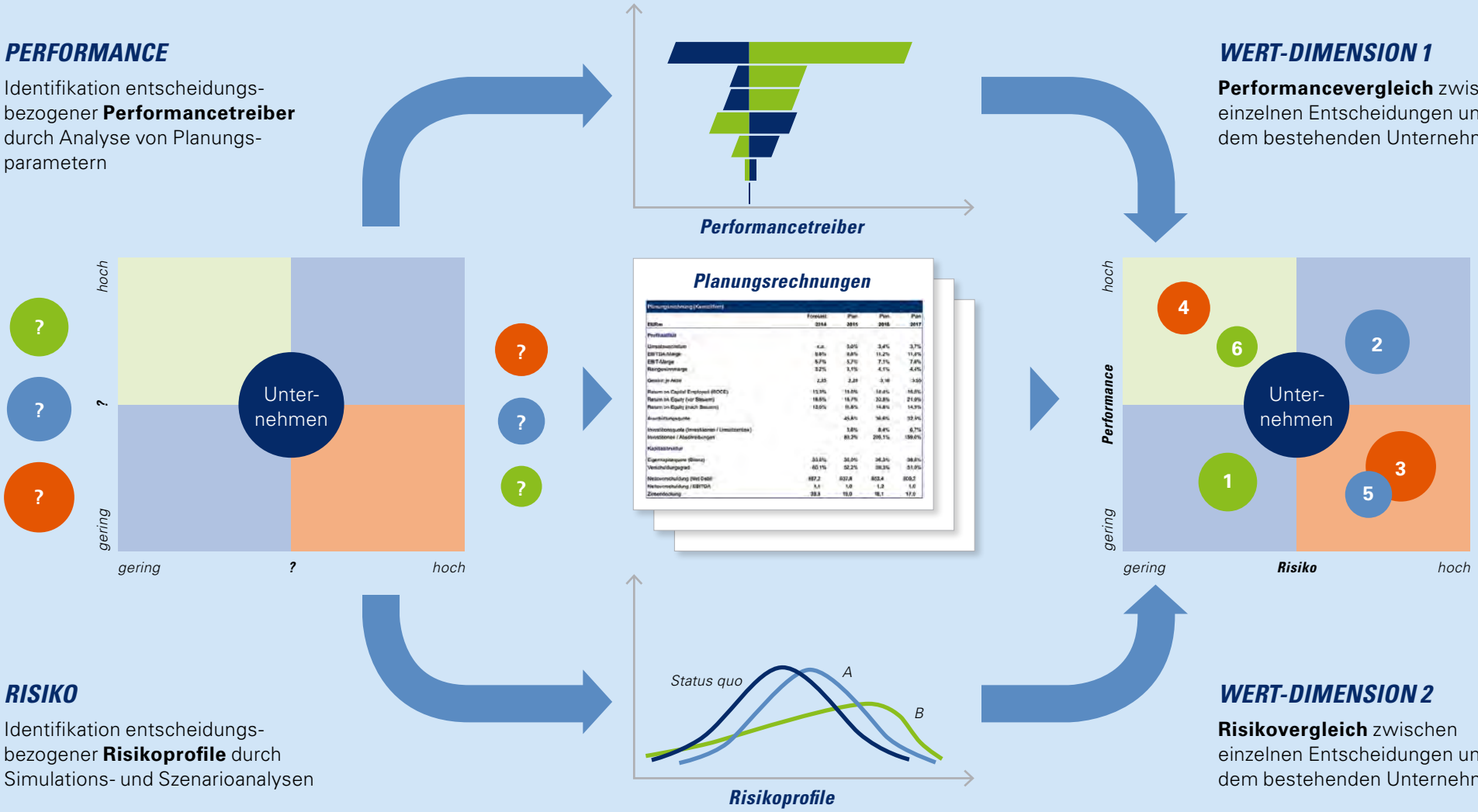
Zwar sind extreme Szenarien, wenngleich naturbedingt mit sehr geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, im Entscheidungskalkül regelmäßig berücksichtigt. Unternehmen sollten jedoch entscheiden, inwieweit sie vorbereitet sein wollen, wenn ein recht unwahrscheinliches Ereignis dennoch eintritt. Hierfür sind die Auswirkungen solcher Szenarien isoliert zu beurteilen und zusätzlich in die Entscheidung einzubeziehen.

Somit setzt CEDA genau dort an, wo bisherige Ansätze und Methoden die gestiegenen Anforderungen an strategische Planungsrechnungen und die notwendige Quantifizierung der in ihnen enthaltenen Risiken aufgrund zunehmender Komplexität der Unternehmensumwelt nur noch eingeschränkt erfüllen können, und ergänzt diese Ansätze, ohne die bisherigen Methoden aufzugeben. CEDA berücksichtigt auf der Basis eines konzeptionell geschlossenen Ansatzes die wertrelevanten Performance- und Risikotreiber einer Entscheidung konsistent im Entscheidungskalkül. Der klare Mehrwert, der hierdurch geschaffen wird, besteht in der Transparenz und dem Vergleich von Alternativen anhand der tatsächlich erwarteten Wertveränderung.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

2 ***Wert-Dimensionen: Performance und Risiko***

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

2 ABLEITUNG DER PLAN-CASHFLOWS

© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die mit KPMG International Cooperative ("KPMG International") verbunden sind, eine Genossenschaft nach schweizerischem Recht. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Marken von KPMG International.

VOLLSTÄNDIGE BERÜCKSICHTIGUNG RELEVANTER PERFORMANCE- UND RISIKOTREIBER IN DYNAMISCHEN PLANUNGSRECHNUNGEN

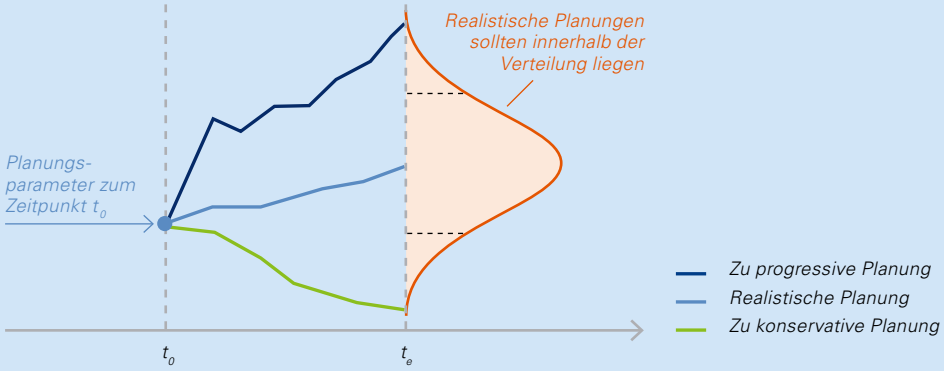
Aufgrund der hohen Anzahl zukünftig denkbarer Unternehmensszenarien ist davon auszugehen, dass der für Bewertungszwecke gesuchte Erwartungswert nicht ohne Weiteres auf der Basis von lediglich einwertigen Planungsschätzungen sachgerecht ableitbar ist. Sie reflektieren vielmehr häufig ein wahrscheinliches Szenario, aber keinen Erwartungswert. (Abbildung 3)

Zudem lassen sich die mit einem Geschäftsmodell verbundenen Risiken mittels einwertiger Planungsrechnungen nicht erfassen. Eine einwertige Planungsrechnung kann zwar grundsätzlich den gesuchten Erwartungswert reflektieren, ohne die Kenntnis der Verteilung der erwarteten Cashflows kann jedoch keine Aussage über die in ihnen inhärent enthaltenen Risiken getroffen werden.

Neben der notwendigen, rein technischen Basis eines integrierten Planungsmodells, das in der Lage sein muss, unterschiedlichste Ausprägungen der Parameter simulativ zu verarbeiten, sind die Werttreiber eines Unternehmens möglichst vollständig und transparent zu erfassen. Hierfür empfehlen wir, sämtliche relevante Werttreiber auf den unterschiedlichen Treiberebenen mittels detaillierter Einzelanalysen zu erheben. Hierzu zählen die Abhängigkeiten des jeweiligen Geschäftsmodells von den Gesamtmärkten gleichermaßen wie die Beurteilung der Geschäftsmodelle an den Kapitalmärkten. Untersucht werden sollten zum Beispiel branchenspezifische Diversifikationseffekte oder unmittelbare Beeinflussungen des eigenen Geschäftsmodells durch direkte Wettbewerber. Das unmittelbare Benchmarking mit einer Peer Group kann wertvolle Hinweise auf relevante Werttreiber des Unternehmens liefern. Zusätzlich sollte ein Augenmerk auf außergewöhnliche externe Effekte und disruptive Szenarien gelegt werden. Die Plan-Cashflows werden hierbei in Abhängigkeit vom jeweiligen Geschäftsmodell in unterschiedlicher Intensität von Treibern beeinflusst, die regelmäßig zwischen makroökonomischen Gesamtmarktparametern (zum Beispiel BIP-Entwicklung) und mikroökonomischen Einflussfaktoren (unter anderem unternehmensindividuelle Kostenstrukturen) liegen. (Abbildung 4)

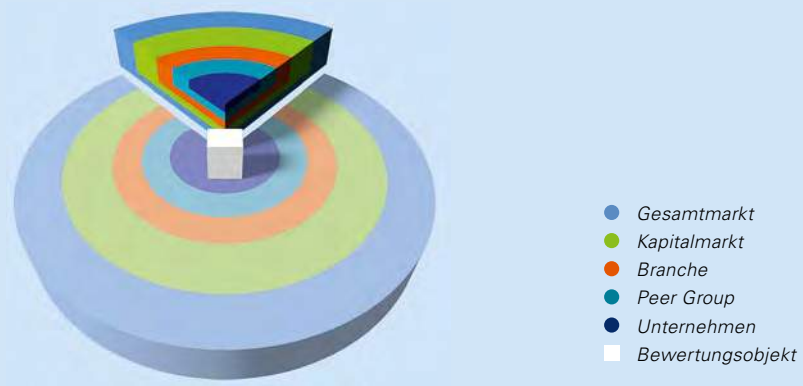
3 ***Mehrwertige Planungsrechnungen***

Quelle: KPMG



4 ***Treiberebenen***

Quelle: KPMG



© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International"), einer juristischen Person nach schweizerischem Recht, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Die Operationalisierung der relevanten Performance- und Risikotreiber, das heißt die Beurteilung ihres tatsächlichen Einflusses auf den mit der Entscheidung verbundenen Plan-Cashflow, erfolgt mittels Analysen, die eine Relevanzreihenfolge der jeweiligen Treiber abbilden. Unter Berücksichtigung der Risikoprofile der Plan-Cashflows lassen sich die zu beurteilenden Handlungsalternativen in einer Performance/Risiko-Matrix abbilden, um zu beurteilen, welche Performanceveränderung mit welcher Risikoveränderung einhergeht (siehe Seite 13). In einem letzten Schritt ist dann die sachgerechte Diskontierung der Plan-Cashflows mit den risikoäquivalenten Kapitalkosten zur Ermittlung des mit der jeweiligen Entscheidung verbundenen Wertbeitrags möglich (siehe Seite 54).

Eine dezidierte Unternehmensanalyse im Rahmen der Gewinnung der Plan-Cashflows vervollständigt die Analyse der relevanten Performance- und Risikotreiber und zeigt insbesondere auch auf, inwieweit das eigene Geschäftsmodell anfällig gegen extreme Szenarien und disruptive Effekte ist. Die im Rahmen der genannten Einzelanalysen erhaltenen Informationen zu Bandbreiten und Verteilungen relevanter Werttreiber bilden die Basis für den Übergang von lediglich einwertigen Planungsrechnungen hin zu mehrwertigen, simulationsorientierten Planungsinstrumentarien.

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

„Die Performance- und Risikotreiber, die die Plan-Cashflows beeinflussen, müssen systematisch, vollständig und widerspruchsfrei in den Planungsrechnungen und auch in den Kapitalkosten reflektiert sein.“

Vor diesem Hintergrund dient die transparente Verdichtung der künftig denkbaren Szenarien der Ableitung des gesuchten Erwartungswerts der Plan-Cashflows. Simultan hierzu liefern Breite und Verlauf der Verteilungsfunktion (Volatilität) der Plan-Cashflows zusätzlich quantifizierbare Informationen zum Risikogehalt der Plan-Cashflows. Hierdurch gelingt die konsistente Beurteilung unterschiedlichster Handlungsalternativen anhand der durch sie erwarteten Performanceveränderung unter Berücksichtigung der hiermit einhergehenden Risikoveränderung. Fehlentscheidungen auf der Basis einer rein performanceorientierten Sichtweise können vermieden und Risiken transparent im Entscheidungsprozess berücksichtigt werden.

Die durch CEDA verfolgte transparente Unterscheidung zwischen Performance- und Risikoeffekten lässt final eine rein wertorientierte Entscheidungsfindung zu.

2.1 ERSTELLUNG DER PLANUNGSRECHNUNG

Die Planungsrechnung ist im Rahmen von Unternehmensbewertungen – für jegliche Anlässe – von zentraler Bedeutung, da sie die erwartete Entwicklung der betrieblichen Performance- und Risikotreiber vollständig abbilden muss. Um eben diese systematisch korrekt zu erfassen, bedarf es integrierter und flexibler Planungsmodelle. Sie bilden auch die Grundlage für mehrwertige strategische Planungsszenarien und Simulationen.

Bei den diesjährigen Studienteilnehmern hat der Detaillierungsgrad der Planungsrechnung erneut deutlich zugenommen. Von den Befragten gaben 61 Prozent an, ihrer Planungsrechnung eine vollständig integrierte Planung zugrunde zu legen (Vorjahr: 41 Prozent). Damit ergeben sich die bewertungsrelevanten Cashflows bei der Mehrheit der befragten Unternehmen aus dem Zusammenspiel der Planzahlen in den einzelnen Planungsbestandteilen (Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung und Kapitalflussrechnung).

Auch der Anteil der Studienteilnehmer, bei denen eine integrierte Planung ausgewählter Posten verwendet wurde, ist gegenüber dem Vorjahr angestiegen (2014/2015: 23 Prozent; 2013/2014: 21 Prozent). Damit legen nun rund 84 Prozent der Unternehmen eine aus unserer Sicht geeignete Planungssystematik zur Ableitung der Plan-Cashflows zugrunde. Zudem bestätigen die Umfrageergebnisse den von uns erwarteten Trend zum fortgesetzten Ausbau der Steuerungssysteme der Unternehmen. (Abbildung 5, Seite 17)

© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Auffällig ist insbesondere, dass Unternehmen aus dem Bereich Financial Services verhältnismäßig selten eine vollständig integrierte Planung verwenden (24 Prozent). Es ist branchentypisch, dass Banken und Versicherungen in der Regel eine Plan-Gewinn-und-Verlust-Rechnung (Plan-GuV) auf Basis ihres vorhandenen bestands- und vertriebsseitig geplanten Neugeschäfts erstellen. Anstelle einer Planbilanz werden üblicherweise nur die aufsichtsrechtlich relevanten Posten wie Kredit- und Wertpapiervolumina, Kapitalanlagen, versicherungstechnische Rückstellungen und Eigenkapital mitgeführt, um die planerische Einhaltung von Kapital- und Solvabilitätsquoten sicherzustellen.

Die Wahl der Länge des Planungshorizonts bewegt sich in einem Spannungsfeld: Ein längerer Planungshorizont bedeutet – insbesondere bei den derzeit beobachtbaren deutlich dynamischeren Marktgegebenheiten – eine höhere Planungsunsicherheit, wenn der Planungszeitraum nicht mit zusätzlichen Szenario- und Simulationsanalysen einhergeht.

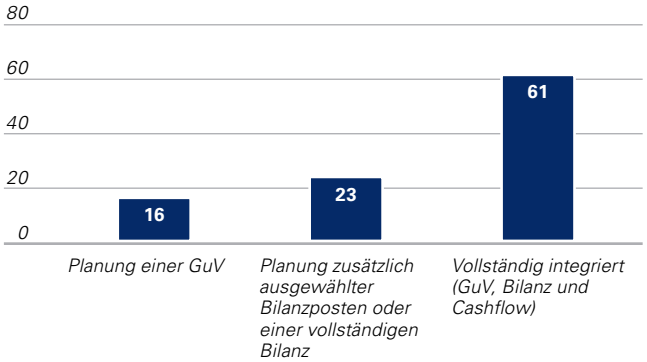
Ein (sehr) kurzer Planungshorizont führt wiederum dazu, dass Investitions- und Produktlebenszyklen sowie langfristige Branchenentwicklungen nicht vollständig in der Planung abgebildet werden und damit zu fehlerhaften Bewertungsergebnissen und in ihrer Folge zu Fehlentscheidungen führen können.

Im Rahmen von Impairment Tests sind – zumindest bei Anwendung des Value in Use-Konzepts – zudem die Regelungen des IAS 36.33 (b) zu beachten, wonach Planungsrechnungen einen Betrachtungszeitraum von fünf Planjahren grundsätzlich nicht überschreiten sollen; es sei denn, dass ein längerer Planungszeitraum – zum Beispiel aufgrund von Produktions- oder Investitionszyklen – gerechtfertigt werden kann.

5 ***Detaillierungsgrad der Planungsrechnung***

Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



Nach wie vor stellt die Mehrzahl der befragten Unternehmen auf einen Planungshorizont von drei bis fünf Jahren ab, wobei es gegenüber dem Vorjahr zu einer leichten Verschiebung hin zu kürzeren Planungshorizonten gekommen ist. Insbesondere in den Branchen Consumer Markets (24 Prozent), Technology (20 Prozent) und Media & Telecommunications (14 Prozent) gaben die teilnehmenden Unternehmen an, dass lediglich ein Budgetjahr geplant wurde. Diese Entwicklung kann unseres Erachtens darin begründet sein, dass die Unternehmen auf die zunehmende Volatilität ihrer Geschäftsmodelle derzeit mit einer Verkürzung des Planungshorizonts reagieren, da ohne entsprechende Planungsinstrumentarien zur Simulation zukünftiger Trends sowie ohne entsprechende Szenarioanalysen die Planungsunsicherheit mit zunehmendem Planungshorizont zunimmt. Hierdurch kann zwar einerseits erreicht werden, dass die Planungsgüte beim Fokus auf die nahe Zukunft verbessert wird, andererseits besteht aber die zunehmende Gefahr, dass mittelfristige Trends zu spät Eingang in die Planungsrechnungen erhalten. (Abbildung 6, Seite 18)

Eine Planung, die über den Detailplanungszeitraum hinausgeht (strategische Planung), existiert mit ebenfalls rückläufigem Trend bei 38 Prozent der Studienteilnehmer (Vorjahr: 42 Prozent). Eine strategische Planung wurde insbesondere von Unternehmen der Branchen Energy & Natural Resources (56 Prozent), Technology (56 Prozent) sowie Transport & Leisure (64 Prozent) weit überdurchschnittlich häufig erstellt. Das kann darin begründet sein, dass in diesen Branchen die Nachhaltigkeit bestehender Volatilitäten sowie dynamische Veränderungen der bisherigen Geschäftsmodelle bereits breit akzeptiert sind. Allerdings zeigt die KPMG-Studie „Survival of the Smart-

est“ (http://www.kpmg.com/DE/de/Documents/studie-survival-of-the-smartest-copy-sec.pdf), dass letztendlich alle Branchen vom Trend einer immer höher werdenden Veränderungsgeschwindigkeit bestehender Geschäftsmodelle erfasst werden. Zudem ist zu berücksichtigen, dass sogenannte strategische Planungen oftmals einen wesentlich höheren Aggregationslevel als integrierte und flexible Planungssysteme aufweisen.

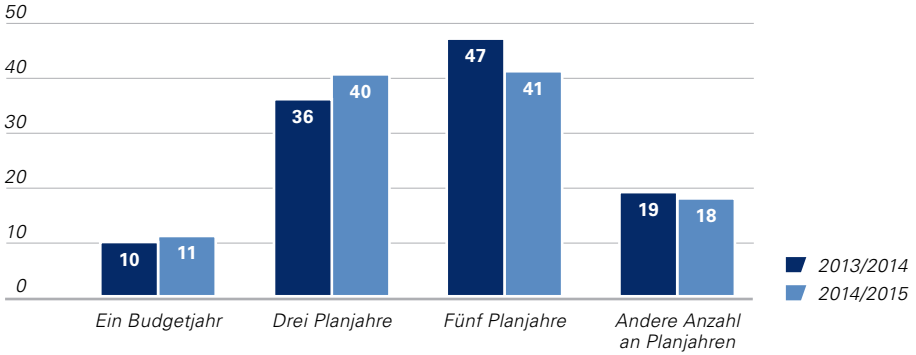
Ziel muss es daher sein, zukünftige Trends konsistent in integrierten und dynamischen Planungsrechnungen zu erfassen, die hiermit verbundenen Planungsunsicherheiten zu reduzieren und die resultierenden Performance- und Risikoeffekte sachgerecht im Bewertungskalkül zu berücksichtigen.

Dr. Klaus Mittermair
Partner

„Sofern sich das Bewertungsobjekt nach der Detailplanungsphase noch nicht in einem Gleichgewichtszustand befindet, sollte eine Grobplanungsphase ergänzt werden. Für die Rentenphase kann eine Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens unter Berücksichtigung von Konvergenzprozessen erfolgen. Dies erfordert eine eingehende Analyse mit der strategischen Ausrichtung und Positionierung des Unternehmens sowie den Konvergenzprozessen.“

6 ***Planungshorizont im Jahresvergleich***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



STRESSTESTING IN ZEITEN HOHER VOLATILITÄT UND DISRUPTION

Die konsistente Analyse des Einflusses exogener Effekte und disruptiver Ereignisse spielt eine wichtige Rolle im Rahmen der unternehmerischen Entscheidungsfindung und der ihr zugrunde liegenden strategischen Planungsrechnung.

Robuste Strategien trotz erhöhter Volatilität

Exogene Faktoren wie Währungskurse, Zinsentwicklungen oder politische Spannungen führen auf zunehmend globalisierten Märkten zu signifikanten Beeinflussungen lokaler Volkswirtschaften – in immer größeren Dimensionen und in immer kürzeren Abständen. Aktuelle Marktgegebenheiten ändern sich deutlich dynamischer. Hiermit einhergehend werden Unternehmen in immer kürzeren Abständen mit bisher undenkbaren, extremen Ereignissen konfrontiert. Beinahe jede Industrie kennt sie, die sogenannten „schwarzen Schwäne“. Sie bedrohen schleichend oder sehr plötzlich etablierte und bisher erfolgreiche Geschäftsmodelle. Das Züchten schwarzer Schwäne ist selbst zu einem Geschäftsmodell geworden, das Investoren enorm anzieht. Bei Erfolg kann sich der Investitionsbetrag vervielfachen, was wiederum die Innovations- und Disruptionsspirale noch weiter beschleunigt. Hieraus folgt, dass sich die Halbwertszeit von erfolgreichen, etablierten Geschäftsmodellen rapide reduzieren kann.

© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Wie sollen Unternehmenslenker reagieren?

Vor dem Hintergrund der beschriebenen, extremen Dynamik stehen Unternehmen zunehmend vor der Aufgabe, ihre bestehenden Geschäftsmodelle Stresstests zu unterziehen, die insbesondere auch ihre Robustheit gegenüber bislang undenkbaren und disruptiven exogenen Einflüssen messen.

In der Praxis werden die Annahmen, die in der Strategie in Bezug auf die exogene Zukunft getroffen werden, sowie insbesondere die Interdependenzen zwischen diesen Annahmen – wenn überhaupt – oft nur rudimentär plausibilisiert. Häufig fehlt den Unternehmen hierzu das Instrumentarium. Von dem sogenannten Prämissenset werden oft nur einzelne Einflussfaktoren – und auch sie nur singulär – variiert, zum Beispiel Ölpreis 200 US-Dollar, 100 US-Dollar oder 50 US-Dollar, was in einen „Best Case", „Worst Case" und „Realistic Case" mündet. So werden nicht nur undenkbare Entwicklungen ignoriert oder als zu unwahrscheinlich im Plausibilisierungsprozess vernachlässigt, auch die denkbaren Alternativen und insbesondere die zwischen den einzelnen exogenen Einflussfaktoren bestehenden Korrelationen werden oft nicht vollständig und methodisch nicht sauber sowie nicht verlässlich einbezogen. Diese bisherige Unternehmenspraxis ist unserer Ansicht nach nicht mehr geeignet, um erfolgreich auf die immer dynamischere und sprunghaftere Unternehmensumwelt zu reagieren.

Wie handeln erfolgreiche Unternehmen in einer volatilen Umwelt?

Die in einer volatilen Umwelt erfolgreichen Unternehmen sind, neben ihrer Fähigkeit, zukünftige Umweltszenarien möglichst vollständig zu erfassen und zu verarbeiten, insbesondere auf möglichst viele unterschiedliche, auch extreme Ausprägungen der Zukunft vorbereitet. Sie sind in der Lage, ihre strategischen Überlegungen vor der Umsetzung in einen realitätsnahen Windkanal zu stellen und sie damit auch gegen Orkanböen „stresszutesten". Sie kennen den Einfluss auch des „Undenkbaren" bzw. „Unwahrscheinlichen" und simulieren die Unternehmensperformance ihrer Strategie in mehreren exogenen Extremszenarien. Das erfordert, wie in Kapitel 2 beschrieben, eine zusätzliche Flexibilität und Agilität in der strategischen Unternehmensplanung. Die Gretchenfrage nach der Erfassung der zukünftigen Umweltszenarien lautet also: Was wäre wenn? Insbesondere im Zusammenhang mit extremen exogenen Effekten und disruptiven Ereignissen ist von besonderer Bedeutung, welche Varianten einer solchen extremen Zukunft in sich konsistent möglich sind, welche Kombination externer Einflussfaktoren überhaupt sinnvoll ist und wie sich das Unternehmen mit der beabsichtigten Strategie in jeder dieser extremen Wetterlagen verhält? Unternehmen, die genau diese zusätzlichen Antworten zu der sachgerechten Messung ihrer Performance und ihres Risikoprofils geben können, werden auf Dauer Erfolg haben, da sie besser auf einen unerwarteten Orkan vorbereitet sind.

Üblicherweise ist von nicht mehr als vier bis fünf wirklich unterschiedlichen, extremen Zukunftsszenarien auszugehen. Für jedes dieser wesentlichen Szenarien ist die Unternehmensperformance bei der gewählten oder beabsichtigten Strategie zu simulieren. Zur Erfassung extremer Effekte und disruptiver Ereignisse empfehlen wir den Aufbau einer entsprechenden Szenario/Strategie-Matrix, die Risiken und Chancen gleichermaßen transparent macht. (Abbildung 7)

7 Szenario/Strategie-Matrix

Quelle: KPMG

Szenario/ Strategie-Matrix	*Szenario 1*	*Szenario 2*	*Szenario 3*
Strategie A	●	●	●
Strategie B	●	●	●
Strategie C	●	●	●
Strategie D	●	●	●

- ● *Sehr erfolgreich, gemessen am Risikoprofil (EBIT, FCF)*
- ● *Erfolgreich, gemessen am Risikoprofil (EBIT, FCF)*
- ● *Nicht erfolgreich, gemessen am Risikoprofil (EBIT, FCF)*

Darüber hinaus sollte den Entscheidern stets präsent sein, welche exogenen Einflussfaktoren bisher einen signifikanten Einfluss auf das eigene Geschäftsmodell hatten und welche extremen Ausprägungen hier grundsätzlich denkbar wären. Für die Erfassung extremer und disruptiver Zukunftsszenarien ist zu simulieren, was passiert, wenn diese treibenden exogenen Einflussfaktoren zum Beispiel nicht mehr vorhanden sind, sie sich verändern oder sich ins Gegenteil umkehren. Ziel ist es, gerade das Unwahrscheinliche zu greifen und Annahmen wie „das hat es ja noch nie gegeben" oder „das ist doch vollkommen unwahrscheinlich" zu neutralisieren. Nur durch diesen Prozess können Entscheider erkennen, aus welcher Richtung schwarze Schwäne das eigene Geschäftsmodell angreifen können, was also mögliche Einfallstore für Disruptoren sind. Aus diesem, das eigene Geschäftsmodell sezierenden Ansatz entstehen auch und insbesondere Erkenntnisse, wie gegebenenfalls neue eigene Geschäftsmodelle aussehen könnten, die das bisherige Geschäftsmodell ergänzen, absichern oder auch in die Geschäftsmodelle von Wettbewerbern eindringen können.

Was ist der Mehrwert?

Die Ergänzung der wertorientierten, simulationsbasierten strategischen Unternehmensplanung für alle denkbaren Wetterlagen um zusätzliche Ansätze und Analysen zum Erkennen und Nutzen disruptiver exogener Extremsituationen unterstützt Unternehmenslenker bei ihrer Entscheidung, welche Strategie auch unter exogenen Extremszenarien erfolgreich ist. Im Rahmen dieses zweistufigen Entscheidungsprozesses von CEDA 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. Das Unternehmen ist in der Folge auf alle Wetterlagen, auch auf die unwahrscheinlichen, die im Falle des Eintritts jedoch die größten Spuren hinterlassen, vorbereitet. Unternehmen, die heute über die relevanten Werkzeuge und Ansätze verfügen und neben einer ordentlichen Teststrecke auch einen Windkanal zum Simulieren extremer Situationen besitzen und seine Bedienung beherrschen, werden auch einmalige Chancen und disruptive Risiken früher erkennen, Investitionen erfolgreicher und treffsicherer vornehmen, strategische Risiken minimieren und verlässlichere Ergebnisse liefern. Sie werden hierdurch ein Stück weiter unabhängig von einer sich dynamisch und teilweise in Sprüngen verändernden Umwelt. Das werden sowohl die Kapitalmärkte honorieren als auch Entscheider und Aufsichtsräte, die dadurch in die Lage versetzt werden, Strategien und die damit verbundenen Investitionsmittel sicherer und bewusster einzusetzen bzw. freizugeben.

Dr. Andreas Bonnard
Partner

„Entscheidend für langfristigen Erfolg ist, nicht nur das Wetter vorhersagen zu können, sondern auch adäquat gekleidet zu sein und ‚für Notfälle' ein Survival Kit dabeizuhaben."

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

2.2 WACHSTUMSERWARTUNGEN

Die Annahmen bezüglich der erwarteten Umsatzsteigerungen sowie der künftig erzielbaren Ergebnisse – wie zum Beispiel dem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) oder dem EBIT – sind zentrale Parameter bei der Erstellung einer Planungsrechnung.

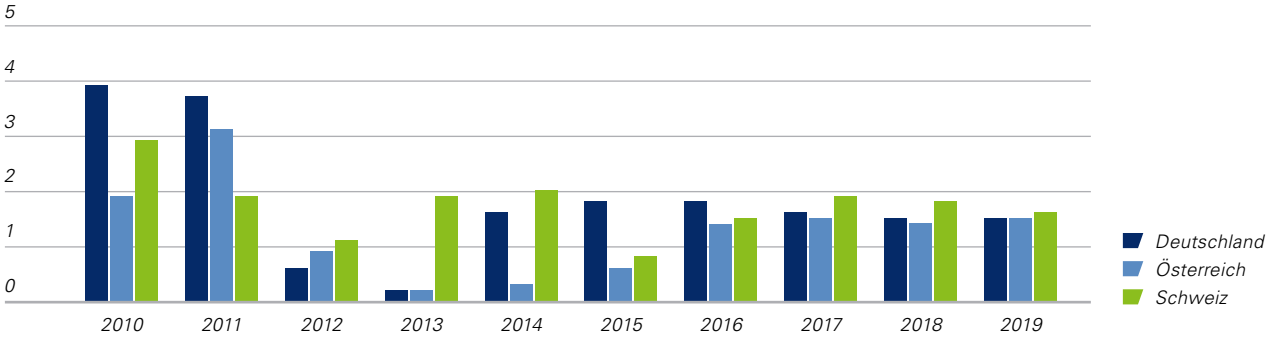
Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht werden die künftig erzielbaren Ergebnisse auch von der zukünftigen makroökonomischen Gesamtentwicklung beeinflusst. Grundsätzlich gehen derzeit die Konjunkturprognosen für die folgenden Jahre für Deutschland, Österreich und die Schweiz von einem weitgehend stabilen, positiven Wachstum aus. (Abbildung 8)

Mit durchschnittlich 4,9 Prozent ist die zugrunde gelegte Wachstumserwartung bei den Umsatzerlösen niedriger als in den beiden vorangegangenen Jahren (2013/2014: 6,1 Prozent; 2012/2013: 5,5 Prozent). (Abbildung 9)

Die teilnehmenden Unternehmen gehen jedoch davon aus, dass das EBIT überproportional zum Umsatz mit 10,9 Prozent ansteigen wird. Der ermittelte Durchschnittswert liegt zwar auch hier deutlich unter dem Vorjahreswert (12,2 Prozent), übertrifft das erwartete Umsatzwachstum aber wiederum deutlich. Somit sehen die Unternehmen weiterhin die Möglichkeit, ihre Profitabilität zu steigern. (Abbildung 10)

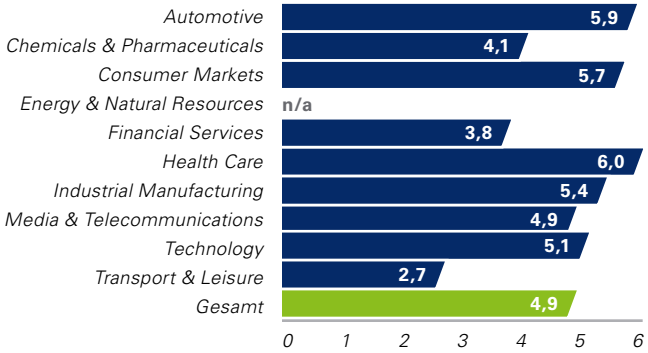
8 ***Konjunkturprognose zum realen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG-Analysen auf Basis von Daten von The Economist Intelligence Unit Limited, Stand 31. August 2015



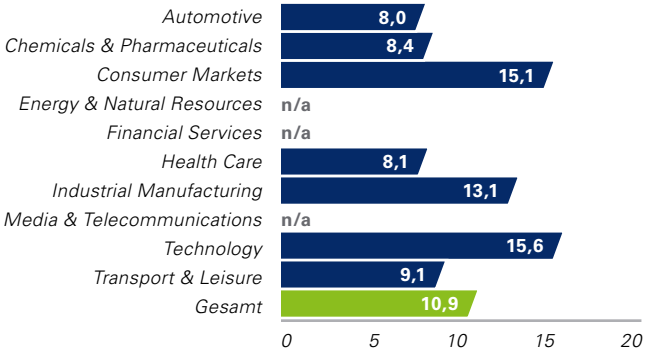
9 ***Wachstumsprognose Umsatz nach Branchen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



10 ***Wachstumsprognose EBIT nach Branchen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

2.3 ABLEITUNG VON ERWARTUNGSWERTEN

Von den möglichen Antworten zur Ableitung der Erwartungswerte der bewertungsrelevanten Cashflows ist weiterhin mit 83 Prozent die einwertige Schätzung entsprechend der Planungsrechnung bei den Teilnehmern am weitesten verbreitet (Vorjahr: 86 Prozent). (Abbildung 11)

Erstmals gab es in diesem Jahr auch Teilnehmer, die komplexere Szenarioanalysen zur Ableitung der bewertungsrelevanten Cashflows eingesetzt haben. Wie in unseren Schwerpunktthemen erläutert, kommt der Planung in Zeiten erhöhter Unsicherheit und Volatilität eine wachsende Bedeutung zu.

Vor diesem Hintergrund erscheint es für Unternehmen unumgänglich, die Planungsrechnung als Steuerungsinstrument zu nutzen und ihre Qualität und Flexibilität ständig auszubauen. Insbesondere szenariobasierte, mehrwertige Planungsrechnungen ermöglichen es, die Performance- und Risikotreiber systematisch zu erfassen und hinreichend abzubilden.

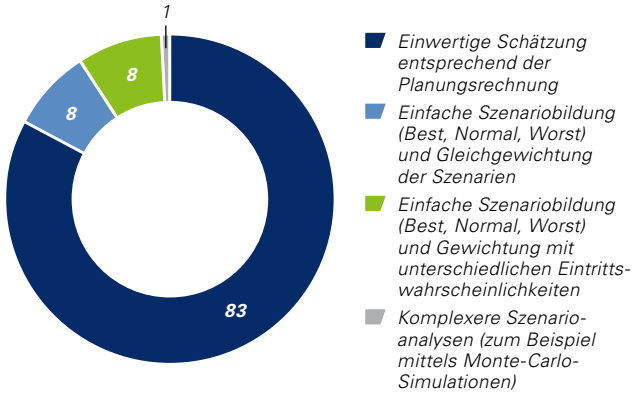
2.4 FESTLEGUNG DES NACHHALTIGEN JAHRES

Ein wesentlicher Werttreiber in der Unternehmensbewertung ist unverändert die Höhe des Cashflows der ewigen Rente. Grundsätzlich gilt: Das Unternehmen sollte als Ausgangsbasis für die Ableitung der ewigen Rente den sogenannten „eingeschwungenen Zustand“ erreicht haben.

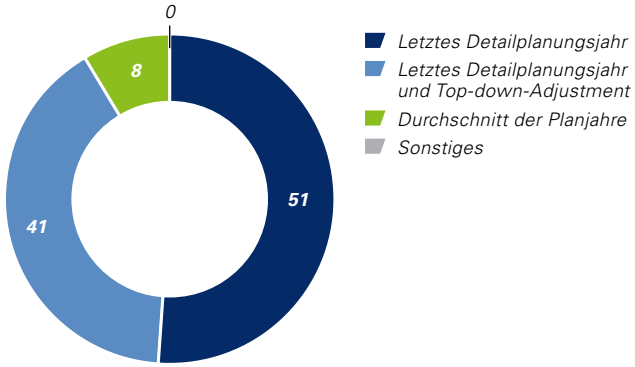
Der weit überwiegende Teil der Unternehmen (92 Prozent) legte der Ermittlung der ewigen Rente das letzte Planjahr – gegebenenfalls unter Berücksichtigung von Top-down-Adjustments – zugrunde. (Abbildung 12)

Dabei sollte gerade das nachhaltige Ergebnis auf Basis verschiedener Szenarien und unter Berücksichtigung langfristiger Ergebnisentwicklungen abgeleitet werden, um die für Bewertungszwecke unerlässlichen Erwartungswerte zu ermitteln. Hierzu bieten sich simulationsbasierte Ansätze wie zum Beispiel Monte-Carlo-Simulationen an.

11 Ableitung der Erwartungswerte
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



12 Ableitung der ewigen Rente
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 2021 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die der KPMG International Cooperative („KPMG International"), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

3 ABLEITUNG DER KAPITALKOSTENPARAMETER

© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger rechtlich selbständiger Prüfungsgesellschaften (KPMG International"), einer Genossenschaft nach schweizerischem Recht. Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Marken von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

QUANTIFIZIERUNG OPERATIVER RISIKEN IN DEN KAPITALKOSTEN

Die sachgerechte Erfassung des operativen Risikos in den Kapitalkosten ist von zentraler Bedeutung bei der Unternehmensbewertung. Die zukünftigen Plan-Cashflows sind unsicher und müssen daher im Bewertungskalkül mit ihrem Erwartungswert erfasst werden. Gleichzeitig muss das operative Risiko der Plan-Cashflows äquivalent in den Kapitalkosten reflektiert werden, was seine Quantifizierung grundsätzlich notwendig macht.

Zur Berücksichtigung des in den Plan-Cashflows enthaltenen Risikos in den Kapitalkosten wird in der Bewertungspraxis unter Rückgriff auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) eine Marktrisikoprämie angesetzt, die mit dem unternehmensindividuellen Betafaktor gewichtet wird. Hierbei wird der Betafaktor in der Regel auf der Basis einer Peer Group ermittelt. Inwieweit die verwendete Peer Group tatsächlich das gesuchte operative Risiko der zu beurteilenden Entscheidung trägt, lässt sich mangels vorhandener einheitlicher und operationalisierbarer Ansätze zur Risikoquantifizierung in der Bewertungspraxis bislang nicht abschließend beurteilen. Im Ergebnis wird die geforderte „herzustellende Risikoäquivalenz" oftmals durch eine „angenommene Risikoäquivalenz" ersetzt. Besteht keine Deckungsgleichheit, können aus einer unzureichenden Risikoberücksichtigung fehlerhafte Bewertungen resultieren.

Die bislang regelmäßig verwendeten peergroupbasierten Ansätze können das operative Risiko des Bewertungsobjekts nur teilweise erfassen, wenn

- Unternehmen auf der Basis rein qualitativer Abgrenzungsmerkmale immer weniger miteinander vergleichbar sind,
- Geschäftsmodelle zunehmend verschiedene Branchen gleichzeitig durchdringen,
- hohe Volatilitäten an den Kapitalmärkten die Ableitung stabiler empirischer Daten zunehmend erschweren.

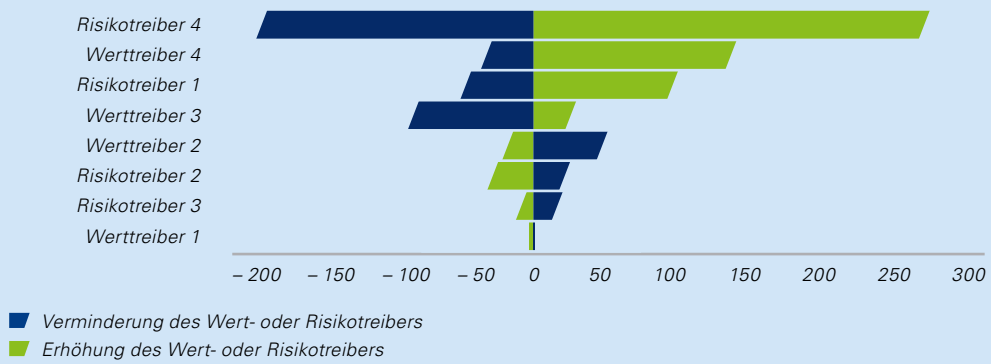
CEDA ergänzt die bislang etablierten Ansätze und quantifiziert die mit einem Geschäftsmodell verbundenen operativen Risiken. Basis hierfür bilden integrierte Planungsmodelle, die in der Lage sind, Szenarien und Simulationsanalysen zu verarbeiten. (Abbildung 13)

Der Einfluss der Werttreiber auf die Volatilität der Plan-Cashflows und damit auf einen bedeutenden Teil des operativen Risikos eines Unternehmens lässt sich sowohl isoliert – mittels sogenannter Tornadodiagramme – als auch in vollständiger Kombination in Form einer Verteilungsfunktion der Plan-Cashflows, aus der sich das Risikoprofil ablesen lässt, darstellen. (Abbildung 13 und Abbildung 14, Seite 26)

Im Rahmen dieses transparenten Ansatzes lassen sich unter Berücksichtigung einer Vielzahl denkbarer zukünftiger Szenarien nicht nur die gesuchten Erwartungswerte der Plan-Cashflows der einzelnen Jahre ableiten, vielmehr ist auch ein ganz wesentlicher Teil des operativen Risikos – reflektiert in den zukünftigen Schwankungen der Plan-Cashflows – quantifizierbar.

13 ***Tornado-Diagramm***

Quelle: KPMG



Eine Entscheidung über unterschiedliche Handlungsoptionen, zum Beispiel Kauf von Transaktionsobjekt 1 oder 2, lässt sich daher nicht nur allein unter Berücksichtigung der jeweiligen Performance, sondern insbesondere auch unter Berücksichtigung des mit dieser Performance einhergehenden Risikos vornehmen. Dadurch kann unmittelbar beurteilt werden, ob eine Handlungsoption eine höhere oder geringere Performance aufweist und wie ihre Risikoposition hierzu ist. Zudem sind direkte Vergleiche zu anderen Handlungsoptionen möglich. Visualisiert werden diese Vergleiche mittels einer Performance/Risiko-Matrix. (Abbildung 15)

Zusätzlich lassen sich die kapitalmarktseitigen Interdependenzen erfassen, die – je nach Handlungsoption – zwischen dem Gesamtmarkt und dem Unternehmen auftreten. Im Ergebnis kann das bewertungsrelevante Risiko eines Unternehmens unter Berücksichtigung seines eigenen Risikoprofils sowie seiner externen Wechselbeziehungen zum Kapitalmarkt abgeleitet und sachgerecht in den Plan-Cashflows und hierzu äquivalent in den korrespondierenden Kapitalkosten erfasst werden.

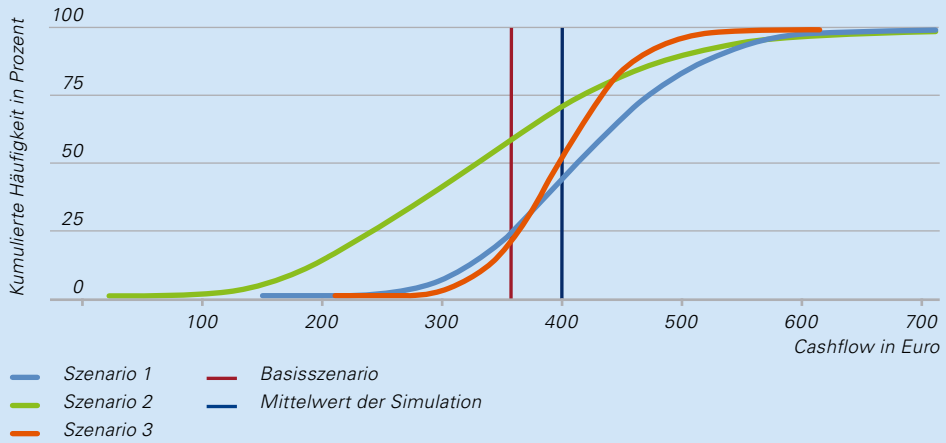
Hierdurch eröffnen sich erweiterte Möglichkeiten, unternehmerische Entscheidungen zusätzlich mit belastbaren quantitativen Analysen zu unterlegen. Mögliche Bewertungsfehler, die auf rein qualitativen Aussagen basieren, können vermieden werden.

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

„Der von KPMG entwickelte performance- und risikoorientierte Ansatz CEDA macht im Ergebnis die Erfassung unternehmensindividueller Risiken transparent. Er erweitert die bestehenden Bewertungsansätze und zeigt Lösungsmöglichkeiten für Bewertungen in einer Welt auf, die zunehmend unvergleichbar wird.“

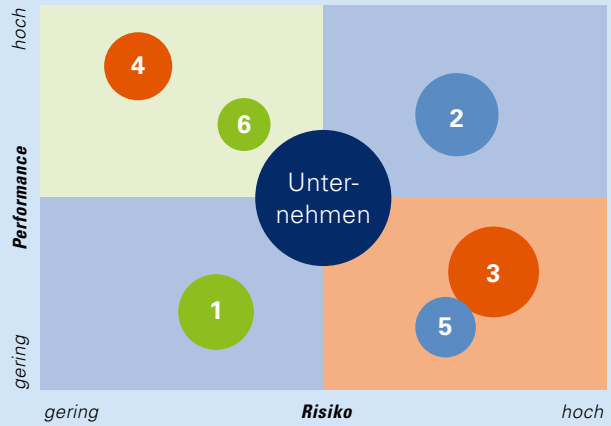
14 ***Risikoprofil***

Quelle: KPMG



15 ***Performance/Risiko-Matrix***

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

3.1 GESAMTÜBERSICHT WACC

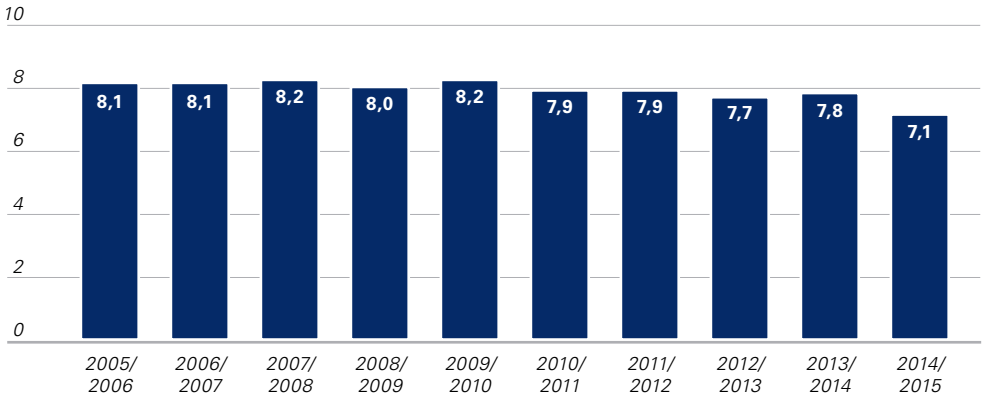
Auch im vergangenen Jahr hat sich der seit 2009/2010 beobachtbare Abwärtstrend bei den gewichteten Kapitalkosten (WACC) fortgesetzt. (Abbildung 16) Ursächlich für diese Entwicklung sind in erster Linie der Rückgang des risikolosen Basiszinssatzes und der damit verbundene Rückgang von Eigen- und Fremdkapitalkosten.

Bei der Würdigung des durchschnittlich angesetzten WACC aller befragten Unternehmen sowie des durchschnittlichen WACC einzelner Branchen ist zu beachten, dass hier Angaben von Unternehmen aus verschiedenen Ländern, teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen und zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingeflossen sind.

Der Rückgang des Gesamtdurchschnitts spiegelt sich auch in den Entwicklungen der einzelnen Branchen wider. Die stärksten Rückgänge von 1,9 bzw. 1,4 Prozentpunkten sind in den Bereichen Health Care und Financial Services zu beobachten. Im Bereich Chemicals & Pharmaceuticals liegt der durchschnittliche WACC um 1,2 Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert. Die Bereiche Technology und Energy & Natural Resources haben jeweils einen Rückgang der durchschnittlich angesetzten Kapitalkosten von 1,1 Prozentpunkten zu verzeichnen. Lediglich im Bereich Media & Telecommunications hat sich ein leichter Anstieg ergeben. (Abbildung 17)

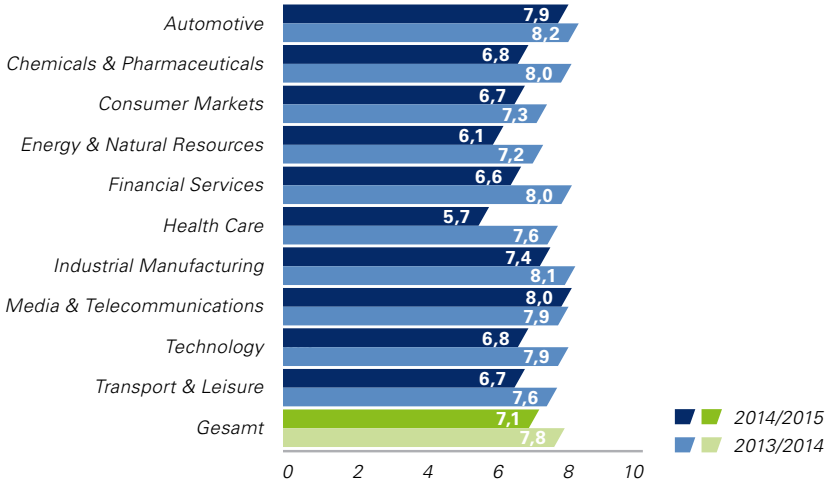
16 ***Durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmensteuern) im Zeitablauf***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



17 ***Durchschnittlich verwendeter WACC nach Branchen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

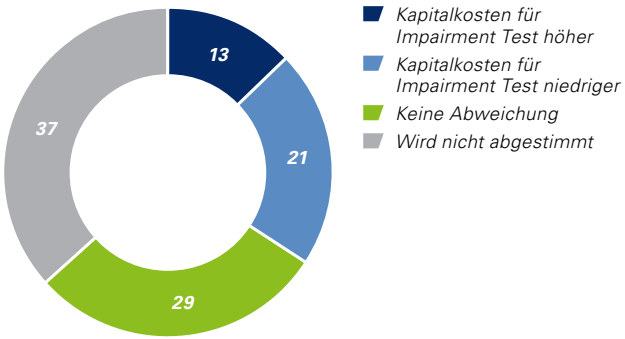
Auch die diesjährige Befragung hat gezeigt, dass die Unternehmen häufig uneinheitliche Kapitalkosten für unterschiedliche Bewertungsanlässe verwenden.

Während mit rund 63 Prozent ein Großteil der Studienteilnehmer zumindest einen Abgleich zwischen Impairment Test und M&A-Transaktionen/Investitionsentscheidungen vornimmt, werden lediglich bei 45 Prozent der Unternehmen die Kapitalkosten im Rahmen von Bewertungen für steuerliche Zwecke mit denen für Impairment Tests abgestimmt. (Abbildungen 18 und 19)

Dieses Ergebnis ist insofern als kritisch zu beurteilen, als dass die Kapitalkosten für die einzelnen Bewertungsanlässe zumindest auf konsistenten Konzepten basieren sollten und es nur – wenn überhaupt – in Einzelfällen anlassbezogene Abweichungen bei den Parametern geben sollte.

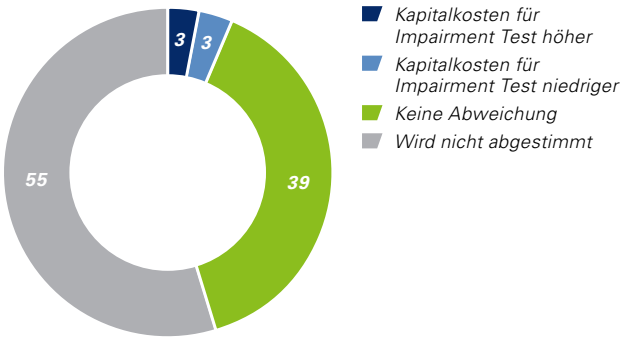
18 **Abweichung Kapitalkosten bei M&A-Transaktionen und Investitionsentscheidungen**
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



19 **Abweichung Kapitalkosten bei steuerlichen Bewertungen**
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



3.2 RISIKOLOSER BASISZINSSATZ

Nachdem im letzten Jahr erstmalig wieder ein Anstieg des Basiszinssatzes zu beobachten war, setzte sich der seit 2008/2009 andauernde Abwärtstrend des durchschnittlich verwendeten Basiszinssatzes in diesem Jahr fort. Analog zur Entwicklung der Renditen für Staatsanleihen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz ist im Studienzeitraum auch der von den Studienteilnehmern veranschlagte Basiszinssatz auf ein historisch niedriges Zinsniveau von 1,8 Prozent deutlich zurückgegangen. (Abbildung 20, Seite 29)

Bei der Würdigung des durchschnittlich angesetzten Basiszinssatzes aller befragten Unternehmen ist allerdings zu berücksichtigen, dass hier Angaben von Unternehmen aus unterschiedlichen Währungsräumen (Euro versus Schweizer Franken) und zu unterschiedlichen Stichtagen eingeflossen sind.

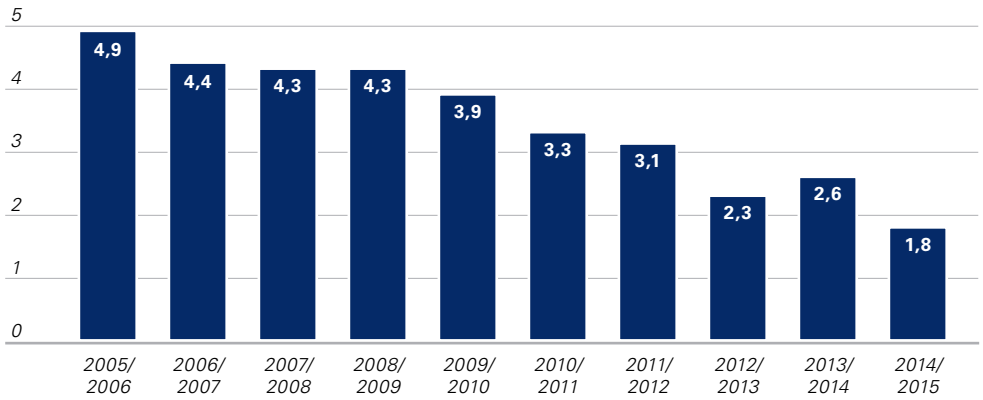
Während der von Unternehmen aus Deutschland und Österreich angesetzte Basiszinssatz um 0,8 Prozentpunkte auf 1,9 Prozent gesunken ist, betrug der Basiszinssatz in der Schweiz 1,4 Prozent und lag damit 0,5 Prozentpunkte unter dem Vorjahr. Aufgrund des stärkeren Rückgangs des durchschnittlich verwendeten Basiszinssatzes in Deutschland und Österreich hat sich die Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen weiter verringert. (Abbildungen 21 und 22, Seite 29)

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

20 ***Durchschnittlich verwendeter Basiszinssatz im Zeitablauf***

Gesamt (Angaben in Prozent)

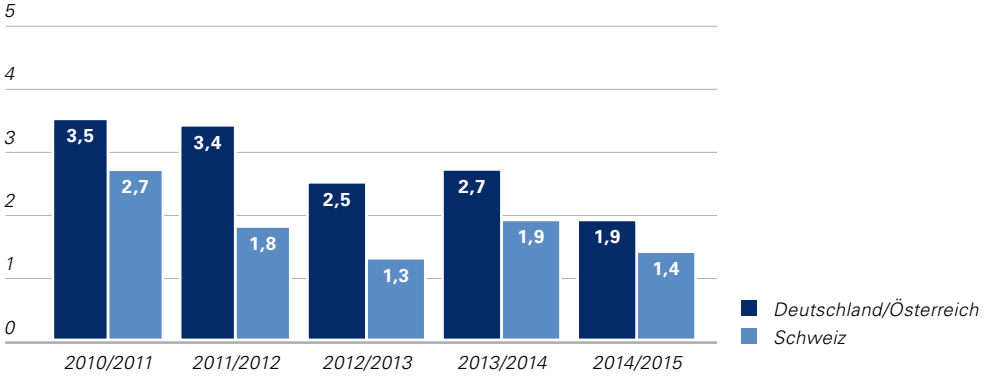
Quelle: KPMG



21 ***Durchschnittlich verwendeter Basiszinssatz im Zeitablauf***

Deutschland/Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)

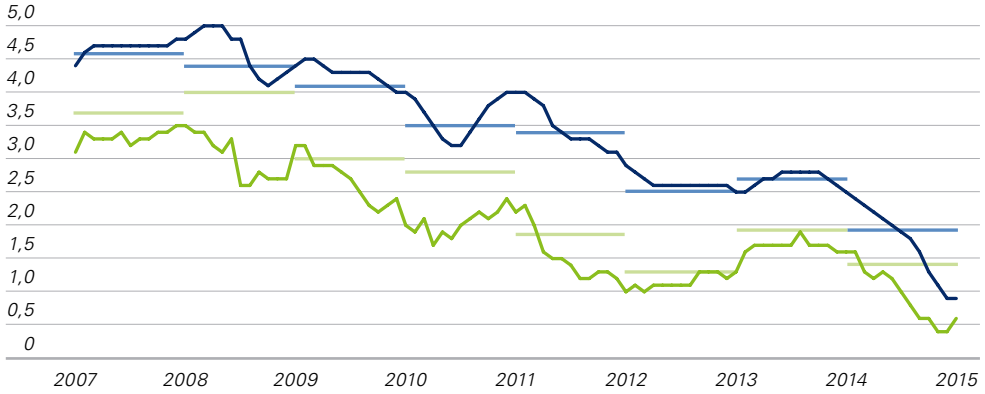
Quelle: KPMG



22 ***Zinsstrukturkurve***

Europäische Zentralbank versus Schweizerische Nationalbank (Angaben in Prozent)

Quellen: KPMG-Analysen auf Basis von Daten der Europäischen Zentralbank und der Schweizerischen Nationalbank



- *EUR-Basiszinssatz auf Grundlage der Zinsstrukturkurve der Europäischen Zentralbank (AAA-Sample, Dreimonatsdurchschnitt)*
- *EUR-Basiszinssatz gemäß jährlicher Kapitalkostenstudie*
- *CHF-Basiszinssatz auf Grundlage der Zinsstrukturkurve der Schweizerischen Nationalbank (Dreimonatsdurchschnitt)*
- *CHF-Basiszinssatz gemäß jährlicher Kapitalkostenstudie*

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

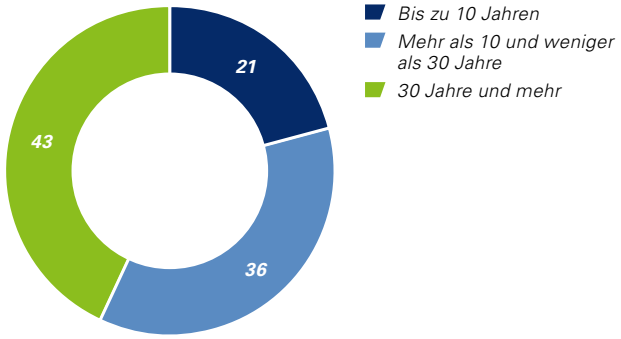
Bei der Analyse des angesetzten risikolosen Zinssatzes sind allerdings auch die unterschiedlichen Laufzeiten der zugrunde liegenden Staatsanleihen/Zinsstrukturkurven zu berücksichtigen. Vor dem Hintergrund der – in der Regel – bestehenden Prämisse der Unternehmensfortführung und des hieraus resultierenden unendlichen Zeithorizonts einer Unternehmensbewertung ist ein möglichst langfristiger Zinssatz zur Gewährleistung der Laufzeitäquivalenz und damit die Verwendung von langfristigen Zinsstrukturkurven zu präferieren.

Diesem Grundsatz sind im Beobachtungszeitraum 37 Prozent aller Studienteilnehmer gefolgt (Vorjahr: 36 Prozent). Folglich ziehen sie Staatsanleihen bzw. Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von 30 Jahren oder mehr zur Bestimmung des Basiszinssatzes heran. In Deutschland und Österreich wurde dieses Vorgehen überdurchschnittlich häufig angewandt (43 Prozent). Bei den Schweizer Unternehmen dominiert nach wie vor die Ableitung aus Staatsanleihen/Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von höchstens zehn Jahren (70 Prozent). (Abbildungen 23 und 24)

Zur Verdeutlichung der Effekte, die sich aus der Verwendung von zehnjährigen gegenüber dreißigjährigen Anleihen ergeben, haben wir in der nachfolgenden Grafik die durchschnittlichen Renditeunterschiede von Bundesanleihen Deutschlands und der Schweiz gegenübergestellt. (Abbildung 25)

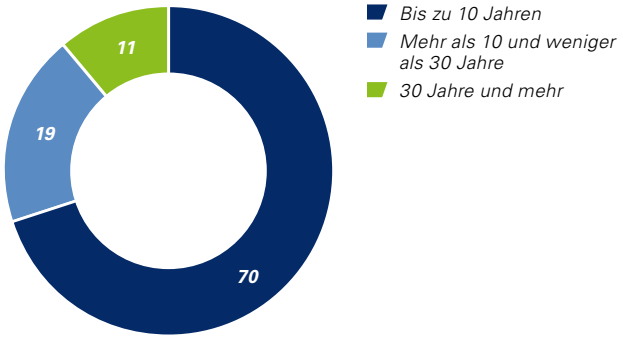
23 ***Ableitung Basiszinssatz Deutschland und Österreich***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



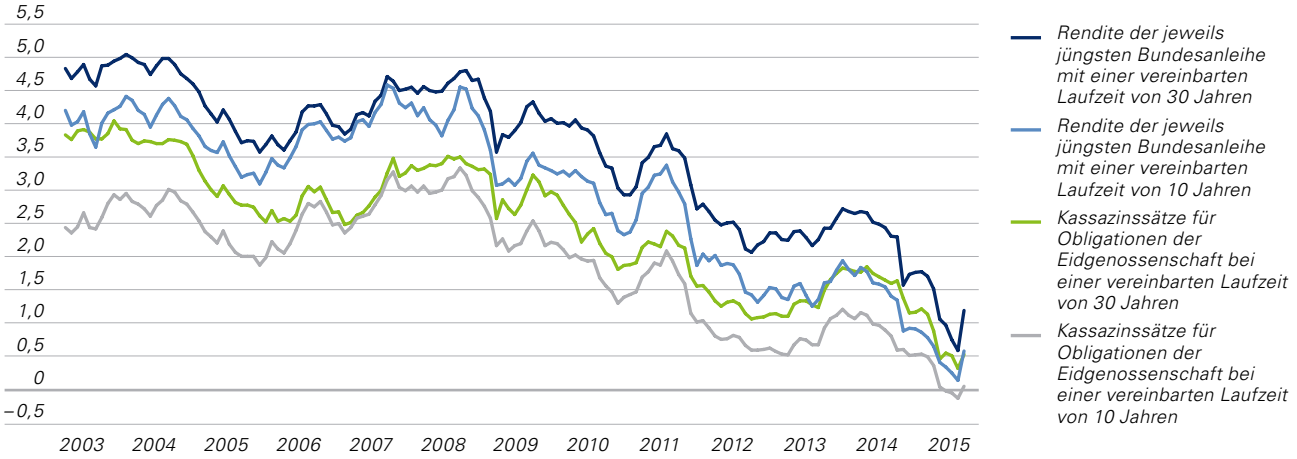
24 ***Ableitung Basiszinssatz Schweiz***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



25 ***10-jährige versus 30-jährige Anleihen***
Deutschland versus Schweiz (Angaben in Prozent)

Quellen: KPMG-Analysen auf Basis von Daten der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

AUSWIRKUNGEN DER NIEDRIGZINSPHASE IM RAHMEN UNTERNEHMERISCHER ENTSCHEIDUNGSPROZESSE

Die Renditeentwicklung deutscher Staatsanleihen, die sich im historisch niedrigen Basiszinssatz widerspiegelt, hat einen wesentlichen Einfluss auf die Würdigung aller Investitions-, Transaktions- und Finanzierungsentscheidungen in einem Unternehmen. Innerhalb der für die Entscheidungsfindung genutzten Bewertungskalküle kommt dem Kapitalisierungszinssatz und damit dem Basiszinssatz eine tragende Bedeutung zu. Eine unreflektierte Übernahme des aktuellen Zinsniveaus ohne die Berücksichtigung des Einflusses auf die anderen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes und die Cashflows würde zu Verzerrungen der Bewertungsergebnisse und damit der Entscheidungsbasis führen.

Transaktionen

Grundlage für die Festlegung eines Kaufpreises bildet in der Regel eine Bewertung des Transaktionsobjekts. Bei der Bewertung ist eine Prognose der zukünftigen Cashflows des Transaktionsobjekts und der Kapitalkosten, die die Renditeanforderung zum Ausdruck bringen, erforderlich. In den vergangenen Jahren war in umfangreichen empirischen Untersuchungen zunächst trotz der Reduzierung des Basiszinssatzes keine entsprechende Verringerung der Renditeerwartungen für risikobehaftete Anlagen zu beobachten. Die Marktrisikoprämie – als Differenz zwischen Gesamtrenditeerwartung und Basiszinssatz – musste folglich angestiegen sein, was die in der Bewertungspraxis beobachtbare ansteigende Risikoaversion in diesem Zeitraum reflektierte. Erst seit dem Jahr 2015 zeigt sich bei nochmals deutlich gesunkenen Basiszinssätzen sowohl anhand von Kapitalmarktdaten als auch in ersten Verlautbarungen einzelner Unternehmen, dass die Renditeerwartungen zurückgenommen werden.

Bei zunächst weitgehend unveränderten Zukunftserwartungen der Unternehmen findet diese Entwicklung Ausdruck in steigenden Börsenkursen und tendenziell höheren gezahlten Kaufpreisen. Hinzu kommt die in den Finanzmärkten vorhandene und für Transaktionen zur Verfügung stehende hohe Liquidität.

Bei einer unreflektierten Übernahme des niedrigen Basiszinssatzes ohne korrespondierende Anpassung der erwarteten Cashflows und/oder Risikoprämien besteht damit die Gefahr, dass im Rahmen von Transaktionen zu hohe Unternehmenswerte ermittelt und folglich zu hohe Transaktionspreise gezahlt werden.

Karen Ferdinand
Partner

„Insbesondere auf Erwerberseite ist zu hinterfragen, welche Anpassungen bei den Risikozuschlägen oder den geplanten Überschüssen vorzunehmen sind, damit der gezahlte Transaktionspreis den fundamentalen Unternehmenswert nicht übersteigt. Diese Anpassungserfordernisse können mittels geeigneter Ansätze wie zum Beispiel Szenario- und Simulationstechniken transparent gemacht und so in die Entscheidungsfindung einbezogen werden."

Purchase Price Allocation und Impairment Test

Auf die Transaktion folgt die bilanzielle Abbildung des erworbenen Unternehmens im Konzernabschluss des Erwerbers. Im Rahmen einer Purchase Price Allocation werden alle immateriellen und materiellen Vermögenswerte und Schulden zum Fair Value angesetzt; die Residualgröße zum Kaufpreis bildet der Goodwill. In dieser der Transaktion nachgelagerten Phase setzt sich die Frage nach der „richtigen Planung" und den „passenden Kapitalkosten" also fort. Eine Überzahlung infolge einer Überbewertung würde in den kommenden Jahren das Konzernergebnis durch Abschreibungen belasten.

Dieses Risiko besteht immer dann, wenn die tatsächlichen Ergebnisse hinter zu ambitionierten Erwartungen zurückbleiben oder sich die Renditen von alternativen Investitionsmöglichkeiten und damit die Kapitalkosten wieder erhöhen. Insbesondere bei börsennotierten Unternehmen wird die Abschreibung des Goodwills oder anderer Assets dann über Konzernabschlüsse bzw. Geschäftsberichte öffentlichkeitswirksam.

Pensionsrückstellungen

Auch die Höhe der Pensionsrückstellungen wird (wie alle anderen langfristigen Rückstellungen) derzeit in erheblichem Maße durch das Zinsniveau beeinflusst. Aufgrund des aktuell niedrigen Basiszinssatzes erhöht sich der Wertansatz des Passivpostens, der auf der Diskontierung zukünftiger Verpflichtungen beruht. Hiermit könnte eine Verschiebung der Bilanzkennzahlen einhergehen. So würde sich – unter sonst gleichen Bedingungen – unter anderem die bilanzielle Eigenkapitalquote verringern, die wiederum zum Beispiel von

Finanzanalysten zur Beurteilung des Unternehmens herangezogen wird oder sich bei der Kreditvergabe auf die Konditionen auswirkt.

Betriebswirtschaftliche Planung und Steuerung

Zentrale Fragen von Entscheidern im Rahmen der strategischen Ausrichtung und Steuerung von Unternehmen sind:

- Was sind die relevanten Bereiche bzw. Produkte meines Unternehmens, die auch in Zukunft meine Ergebniserwartungen erfüllen?
- Welche Risiken stehen diesen Renditeerwartungen gegenüber? Wie werden sie bepreist?

Bei der Verwendung von Benchmark- und Zielrenditen ist zu hinterfragen, ob sie unter Berücksichtigung der aktuellen Kapitalmarktsituation im Allgemeinen und des niedrigeren Basiszinssatzes im Besonderen sachgerecht ermittelt wurden. Zudem sollten Unsicherheiten in den erwarteten Ergebnisbeiträgen mittels Szenarien und Simulationen transparent gemacht und über eine entsprechende Risikoprämie in den Kapitalkosten und damit in den Zielrenditen abgebildet werden.

Refinanzierungschancen/-risiken

Das aktuell niedrige Zinsumfeld hat die Refinanzierungsmöglichkeiten und -kosten für Unternehmen gegenüber der Vergangenheit stark verbessert. Dieses „Window of Opportunity“ sollte von Unternehmen insbesondere zur Reorganisation bestehender Finanzierungsstrukturen genutzt werden.

Das „billige Geld“ birgt aber auch die Gefahr, dass Unternehmen Investitionen insbesondere im Hinblick auf die günstigen Fremdkapitalkonditionen tätigen, ohne die inhärenten Risiken der Investitionsentscheidung ausreichend zu würdigen. So sind insbesondere auch die Risiken etwaiger Anschlussfinanzierungen zu beachten, die zu dann künftig geltenden (höheren) Konditionen abzuschließen sind. Die vermeintlich positiven Investitionen können sich dann zu einem späteren Zeitpunkt als unrentabel erweisen.

Vererben und Schenken

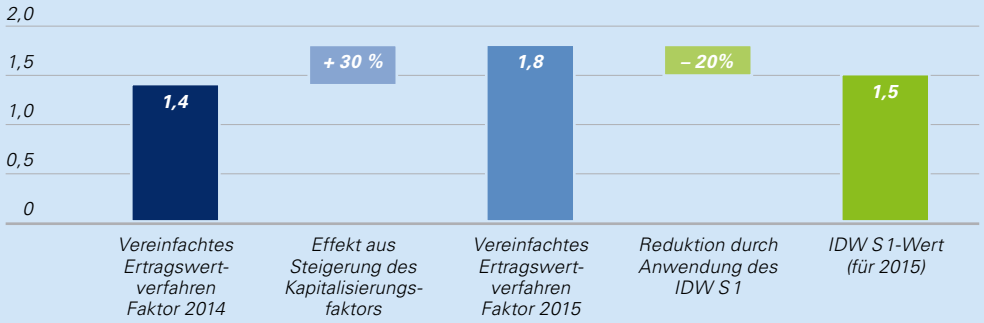
Bei der Bemessung der Erbschaft- und Schenkungsteuer wird derzeit häufig das sogenannte vereinfachte steuerliche Ertragswertverfahren angewendet. Anders als bei den üblichen Discounted Cash Flow-Verfahren wird dabei nicht auf erwartete Überschussgrößen, sondern auf Vergangenheitsdaten zurückgegriffen und der relevante Kapitalisierungszinssatz nicht aus aktuellen, am Markt beobachtbaren Parametern abgeleitet, sondern vom Bundesfinanzministerium einmal im Jahr festgelegt.

Im Jahr 2015 beträgt der Kapitalisierungszinssatz 5,49 Prozent. Der maßgebliche Kapitalisierungsfaktor für das Jahr 2015 beträgt folglich 18,21. Im Jahr 2014 lag er noch bei 14,10 – das entspricht einer Steigerung um etwa 30 Prozent, die zu einem entsprechend höheren schenkung- bzw. erbschaftsteuerlichen Wert des Betriebsvermögens führt. (Abbildung 26)

Vor diesem Hintergrund sollte im Rahmen jeder Schenkung oder Erbschaft geprüft werden, ob mittels Durchführung einer – alternativ zum vereinfachten Ertragswertverfahren ebenfalls zulässigen – fundamentalen Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 eine steuerlich günstigere Situation erzielt werden kann. Gegenläufig wirkt bei einer Bewertung nach IDW S 1 zwar die Berücksichtigung der zukünftig erwarteten Überschüsse, die in der Regel über den in der Vergangenheit erzielten Überschüssen liegen. Insgesamt liegt der nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren ermittelte Wert für das Jahr 2015 jedoch durchschnittlich um rund 20 Prozent über dem Unternehmenswert nach dem IDW S 1.

26 ***Vereinfachtes Ertragswertverfahren versus Unternehmensbewertung nach IDW S 1***
(Angabe als Faktor)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

3.3 MARKTRISIKOPRÄMIE

Die Marktrisikoprämie bezeichnet die von einem Investor über den sicheren Basiszins hinaus geforderte Rendite für das Halten eines Marktportfolios aus unsicheren Titeln. Dabei ist zu beachten, dass die Marktrisikoprämie kein am Kapitalmarkt unmittelbar beobachtbarer Parameter ist, sondern – gemäß dem in der Praxis vorherrschenden Kapitalmarktpreisbildungsmodell CAPM – lediglich die Differenz zwischen den empirisch beobachtbaren Parametern Marktrendite und Basiszinssatz darstellt.

Nachdem die Marktrisikoprämien der teilnehmenden Unternehmen in den ersten Jahren der Erhebung relativ konstant blieben, ist seit 2011/2012 ein Anstieg zu beobachten. (Abbildungen 27 und 28)

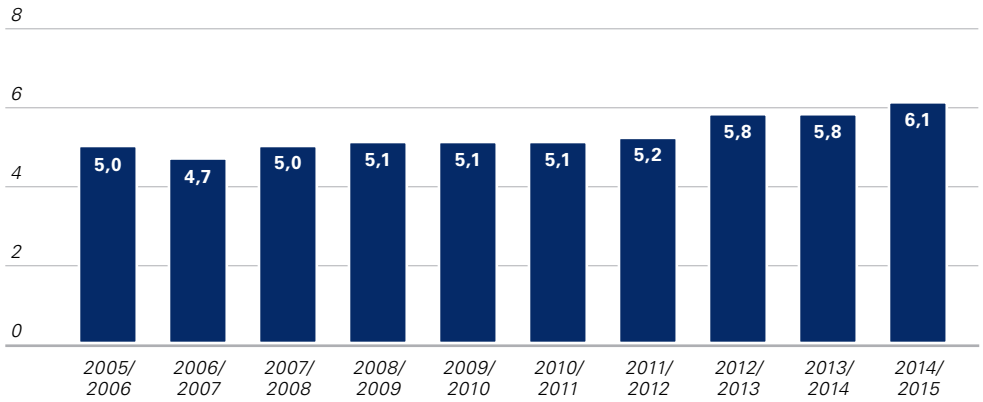
Die deutliche Erhöhung insbesondere 2012/2013 war der krisenbedingten höheren Risikoaversion geschuldet, die sich auch in der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer niedergeschlagen hat. Der nochmalige Anstieg im laufenden Jahr ist im deutlichen Rückgang des Basiszinssatzes begründet, den viele der teilnehmenden Unternehmen durch eine erhöhte Marktrisikoprämie zumindest teilweise kompensiert haben.

Die von den deutschen Studienteilnehmern durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie von 6,3 Prozent liegt in etwa in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite. Die Empfehlung einer Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) zwischen 5,0 Prozent und 7,5 Prozent wurde im Rahmen der „Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung" mit Beschluss vom 19. September 2012 erteilt.

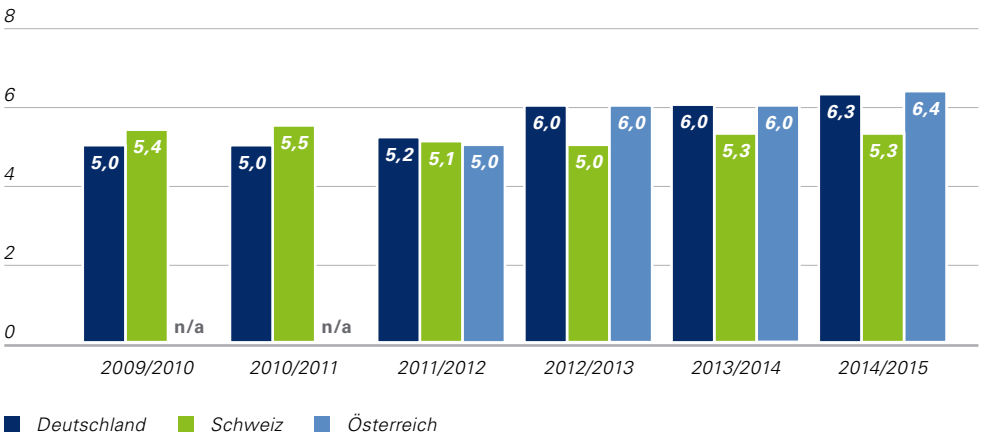
Da die Marktrisikoprämie kein branchenabhängiger Parameter ist, bewegen sich die Marktrisikoprämien branchenübergreifend erneut wieder in einem engen Korridor zwischen 6,0 und 6,5 Prozent. Lediglich der Bereich Financial Services liegt mit 5,6 Prozent deutlich unterhalb dieser Bandbreite. (Abbildung 29, Seite 34)

Bei der Analyse der einzelnen Unternehmen zeigt sich, dass rund 77 Prozent der deutschen Studienteilnehmer eine Marktrisikoprämie zwischen 6,0 und 7,0 Prozent angesetzt haben. (Abbildung 30, Seite 34)

27 ***Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie im Zeitablauf***
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG

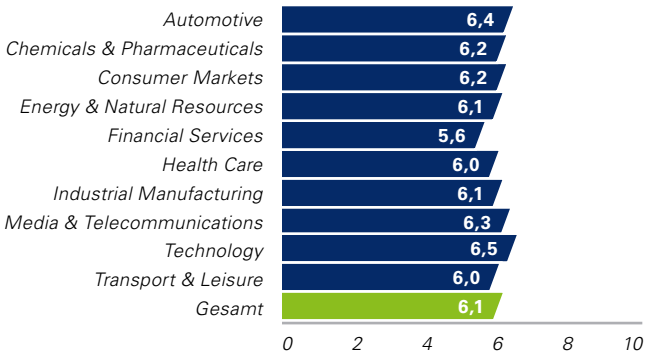


28 ***Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie im Zeitablauf***
Deutschland versus Schweiz versus Österreich (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



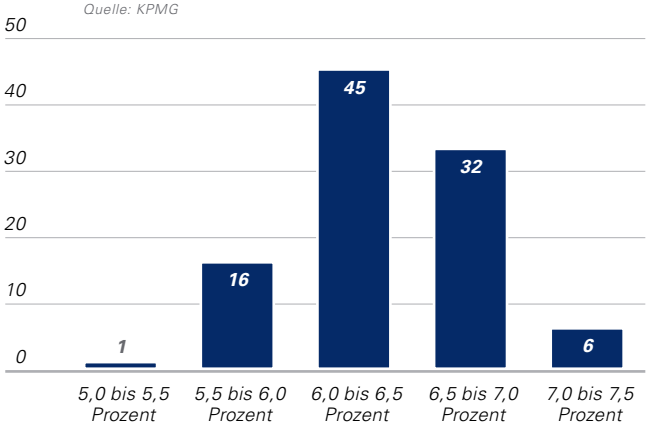
29 ***Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie nach Branchen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



30 ***Verteilung der angesetzten Marktrisikoprämie deutscher Unternehmen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



PARADIGMENWECHSEL BEI DER ABLEITUNG DER MARKTRISIKOPRÄMIE

Ein extrem volatiles Kapitalmarktumfeld, verbunden mit zwei fundamentalen Krisensituationen, hat dazu geführt, dass kaum ein Kapitalkostenparameter so kontrovers diskutiert wurde wie die Marktrisikoprämie. Die Diskussionen betrafen dabei sowohl die Höhe der Marktrisikoprämie als auch die Art und Weise ihrer Ableitung.

Allzu oft geriet in diesen Diskussionen 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 zusammenzusetzen, die mit den an den Kapitalmärkten beobachtbaren Renditen nichts mehr gemein hat. Folglich ist es daher geboten, die Marktrendite insgesamt in den Fokus der Analyse zu stellen. 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 den Kapitalkostenstudien der vergangenen drei Jahre 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, wie auch für die deutlich überwiegende Zahl von anderen Studien zur Marktrisikoprämie, waren Analysen zu historischen Renditen, die auf im Zeitablauf weitgehend konstante Risikoprämien hinwiesen.

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. Hierbei werden Risikoprämien berücksichtigt, die sich im Zeitablauf ändern können. Hierfür wird im Kern die bekannte Bewertungsgleichung

Unternehmenswert = Cashflow/Kapitalkosten

umgestellt zu

Kapitalkosten = Cashflow/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 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. (Abbildung 31, Seite 35)

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Sowohl die Verwendung von historischen Renditen als auch die von impliziten Renditen weist jeweils Stärken und Schwächen auf, weswegen beide Ansätze wiederkehrend berechtigter Kritik ausgesetzt sind.

Ein diesen beiden Ansätzen überlegener Ansatz konnte aber bisher nicht identifiziert werden. Gerade das macht es unseres Erachtens notwendig, sich nicht nur auf einen der beiden 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. 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.

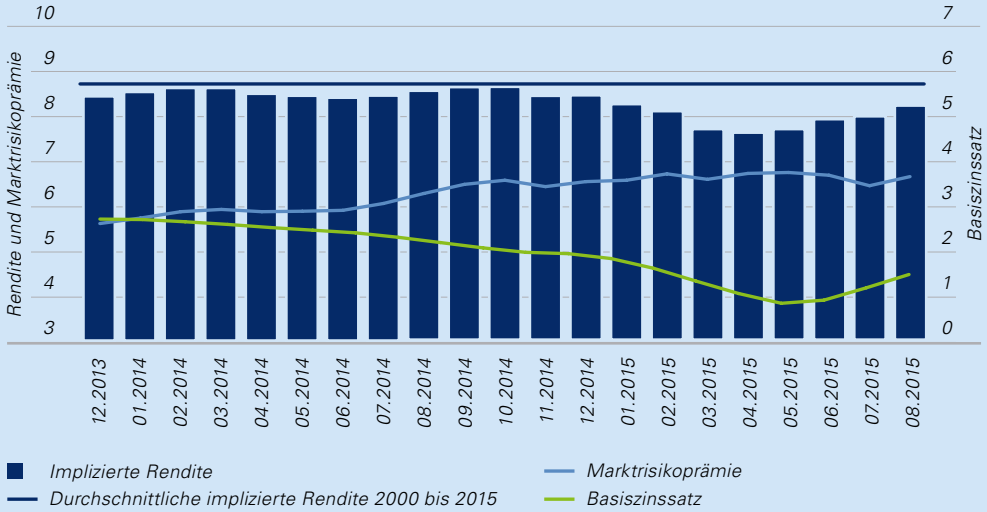
Die geschilderte Kombination von historischen und impliziten Renditen ermöglicht es, zukunftsorientierte Renditen und ihre Veränderung im Zeitablauf zu schätzen und dabei Einflüsse eventueller Über- bzw. Untertreibungsphasen an den Kapitalmärkten auf die Renditen durch die gleichzeitige Betrachtung langfristig historischer Renditekorridore wirksam auszuschließen.

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 jüngsten Turbulenzen auf den Kapitalmärkten in China und die Unsicherheit bezüglich der Zinspolitik der amerikanischen Notenbank führten wieder zu einem Anstieg der Renditen. (Abbildung 32, Seite 36)

Die bisher verwendete These der weitgehend stabilen Renditeerwartung war damit kritisch zu hinterfragen, sodass sich auf Basis der vorstehenden Überlegungen mit Beginn des Jahres 2015 eine weitgehend konstante Marktrisikoprämie von 6,75 Prozent bei im Trend rückläufigem Basiszinssatz und rückläufiger Marktrendite als sachgerecht ergab.

31 ***Veränderung der erwarteten Renditen im Zeitablauf***
(Angaben in Prozent)

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



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

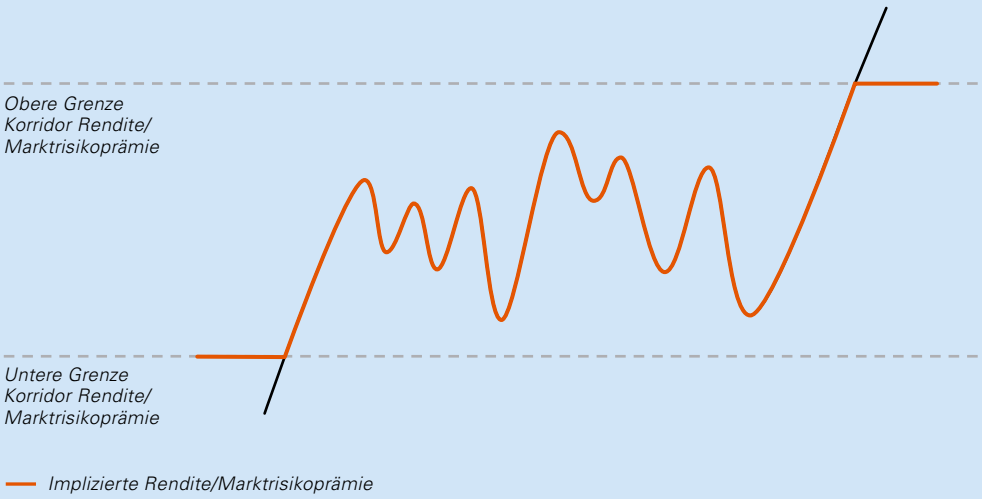
Aufgrund der impliziten Renditen des DAX seit Ende 2013 gilt es weiter zu beobachten, ob der jüngste Trend rückläufiger Renditen anhält. Sollte dies der Fall sein, sind die Auswirkungen auf die Planungsrechnungen und die Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse für Zwecke der Unternehmensbewertung kritisch zu analysieren.

Ingo Bertram
Senior Manager

„Die Erweiterung des Analysespektrums zur Ableitung der Marktrisikoprämie um implizite Renditen lenkt den Fokus wieder stärker auf empirisch beobachtbare Parameter und verbreitert das Fundament der Schätzung. Damit werden auch Diskussionen in der Vergangenheit über einzelne Einflussgrößen bei der bisherigen Schätzung relativiert."

32 Renditekorridor

Quelle: KPMG



3.4 BETAFAKTOR

Der Betafaktor ist ein weiterer entscheidender Bestandteil bei der Ableitung der Eigenkapitalkosten. Er drückt aus, in welchem Maße das unternehmensspezifische Risiko mit dem des Marktportfolios vergleichbar ist.

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 Test grundsätzlich nicht börsennotiert sind.

Demnach sind für CGUs direkt keine Betafaktoren ablesbar. In der Praxis behilft man sich regelmäßig mit vergleichbaren börsennotierten Unternehmen (Peer Group), die das operative Risiko der CGUs bestmöglich abbilden (sollen). (Abbildung 33, Seite 37)

Durch die Auswahl geeigneter Peer Group-Unternehmen ergibt sich die Möglichkeit, das Risikoprofil der zu beurteilenden CGU standardisiert zu berücksichtigen. Darüber hinaus wird über die Durchschnittsbildung der Einfluss zufälliger Schwankungen einzelner Aktienrenditen verringert. Zudem ist zu berücksichtigen, dass für die Ermittlung des Fair Value less Costs of Disposal (beizulegender Zeitwert) und des Value in Use (Nutzungswert) die Ableitung des Betafaktors aus einer Peer Group implizit vorgesehen ist, um der gebotenen Marktperspektive Rechnung zu tragen.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Sofern die einzelnen CGUs unterschiedlichen operativen Risiken ausgesetzt sind, sollte für jede CGU eine individuelle Peer Group ermittelt werden, um das unterschiedliche Risikoprofil der einzelnen CGUs adäquat abbilden zu können. Eine Differenzierung der Peer Group für einzelne CGUs nimmt allerdings – wie im Vorjahr – weniger als die Hälfte der Studienteilnehmer vor (2014/2015: 43 Prozent).

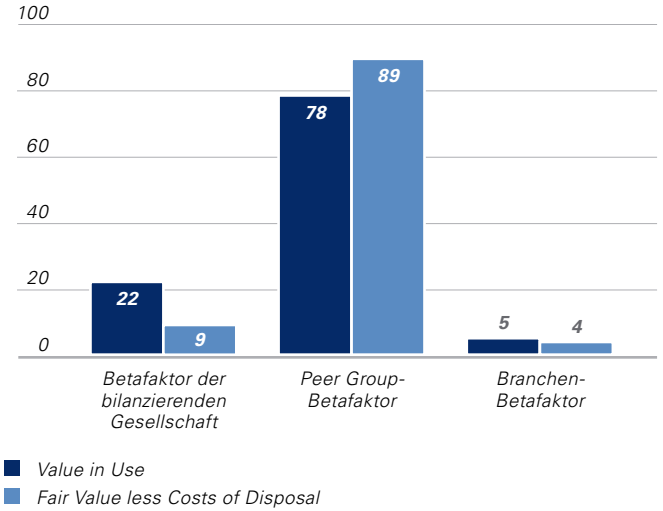
Die Anwendung von Betafaktoren des bilanzierenden Konzerns/der bilanzierenden Gesellschaft ist nur dann sachgerecht, wenn das operative Risiko der CGU mit dem des Konzerns übereinstimmt und der Aktienkurs keinen signifikanten Schwankungen unterliegt, die nicht mit dem Risikoprofil des Unternehmens im Zusammenhang stehen. Zur Erfassung operativer Risiken einzelner CGUs kann zudem auf performance- und risikoorientierte Ansätze zurückgegriffen werden, die eine separate Risikoquantifizierung auf Basis des jeweiligen Geschäftsmodells der CGU transparent ermöglichen (siehe Seite 10).

Unverschuldete Betafaktoren

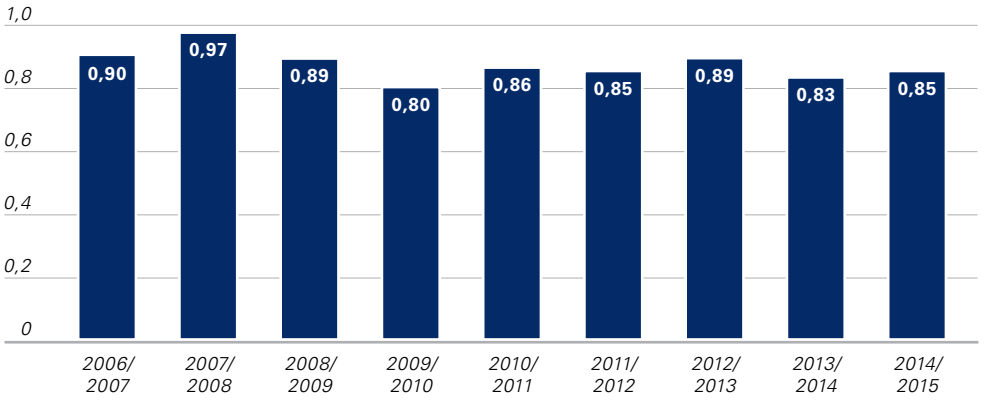
Das systematische operative Risiko wird bei der Kapitalkostenbestimmung mittels des unverschuldeten Betafaktors abgebildet. Der durchschnittlich angesetzte unverschuldete Betafaktor betrug nahezu unverändert 0,85 (Vorjahr: 0,83). (Abbildung 34)

Innerhalb der Branchen war der stärkste Anstieg im Bereich Energy & Natural Resources zu verzeichnen. Getrieben von deutschen Unternehmen hat sich hier der unverschuldete Betafaktor um 0,13 erhöht. Diese

33 ***Zugrunde gelegter Betafaktor***
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



34 ***Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren im Zeitablauf***
Gesamt
Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Entwicklung dürfte in erster Linie den anhaltenden Unsicherheiten und den schwierigen Marktbedingungen auf dem Energiemarkt geschuldet sein.

In den Bereichen Automotive und Chemicals & Pharmaceuticals konnte dagegen ein deutlicher Rückgang beobachtet werden. Für diese Bereiche war ein Rückgang auf 1,08 (Vorjahr: 1,16) bzw. 0,82 (Vorjahr: 0,93) zu verzeichnen. (Abbildung 35)

Verschuldeter Betafaktor

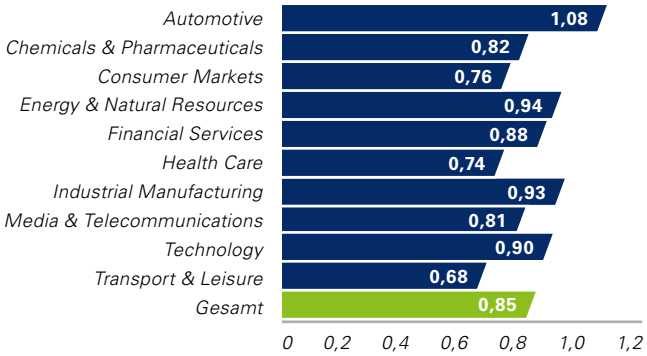
Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung.

Die Effekte aus dem gegenüber dem Vorjahr geringfügig erhöhten unverschuldeten Betafaktor, den rückläufigen Fremdkapitalkosten und der erhöhten Fremdkapitalquote der befragten Unternehmen führte im Ergebnis zu einem moderaten Anstieg des verschuldeten Betafaktors auf nunmehr 1,03. (Abbildung 36)

Aufgrund der Definition des Betafaktors als relatives Risikomaß müsste der Durchschnitt über alle verschuldeten Betafaktoren des Marktes 1,00 ergeben. Wie Abbildung 36 zeigt, bewegen sich die erhobenen Werte seit Jahren in einer engen Bandbreite um diesen theoretisch richtigen Wert. Hieraus lässt sich schließen, dass die durchgeführten Berechnungen angemessen sind und den Gesamtmarkt hinreichend repräsentieren. Es zeigt sich somit auch, dass zumindest im Durchschnitt bei den Impairment Tests keine systematische Unter- oder Überschätzung des Betafaktors und damit des systematischen Risikos vorliegt.

35 ***Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren nach Branchen***

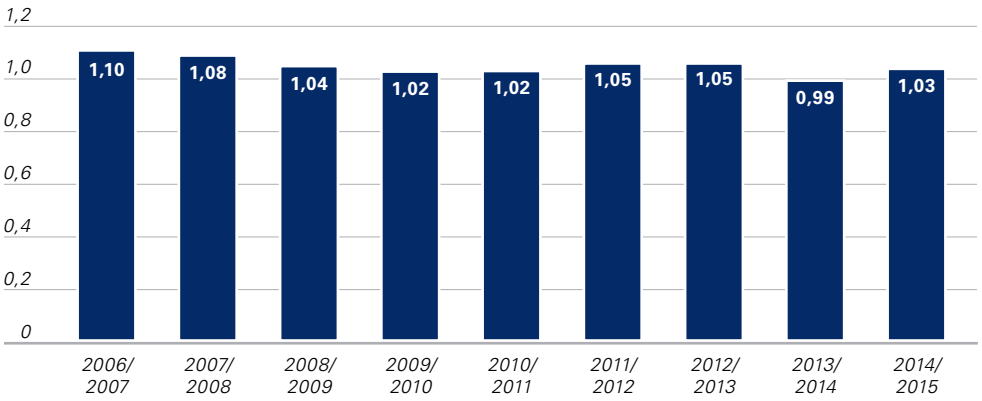
Quelle: KPMG



36 ***Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren im Zeitablauf***

Gesamt

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Die höchsten verschuldeten Betafaktoren wurden von Unternehmen in den Bereichen Automotive (1,27) und Industrial Manufacturing (1,21) angesetzt, der niedrigste Wert war im Bereich Health Care zu beobachten. (Abbildung 37)

3.5 EIGENKAPITALKOSTEN

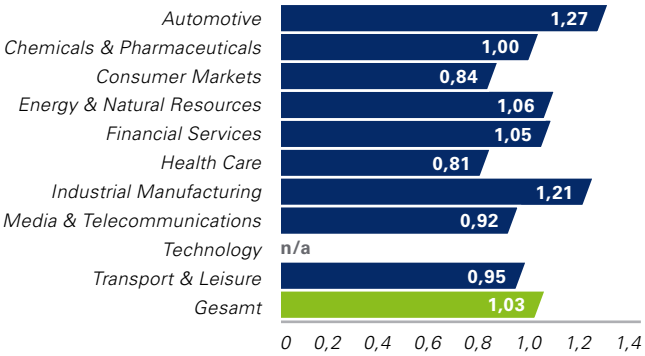
Die verschuldeten Eigenkapitalkosten ergeben sich nach dem Capital Asset Pricing Model aus risikolosem Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und verschuldetem Betafaktor. (Abbildung 38)

Die durchschnittlich angesetzten verschuldeten Eigenkapitalkosten haben sich erneut, auf nunmehr 8,4 Prozent vermindert. Dieser Rückgang resultiert aus den auf den Vorseiten beschriebenen Veränderungen der einzelnen Parameter. Der die Eigenkapitalkosten senkende Effekt aus dem Rückgang des Basiszinssatzes wurde von der erhöhten Marktrisikoprämie und dem höheren systematischen Risiko in Form des verschuldeten Betafaktors nur teilweise kompensiert.

In den einzelnen Branchen zeigen sich durchaus unterschiedliche Entwicklungen bei den durchschnittlich verwendeten Eigenkapitalkosten. So sind in den Bereichen Chemicals & Pharmaceuticals, Energy & Natural Resources, Financial Services und Health Care deutliche Rückgänge zu beobachten, während in den anderen Bereichen eher konstante Entwicklungen vorliegen. (Abbildung 40, Seite 40)

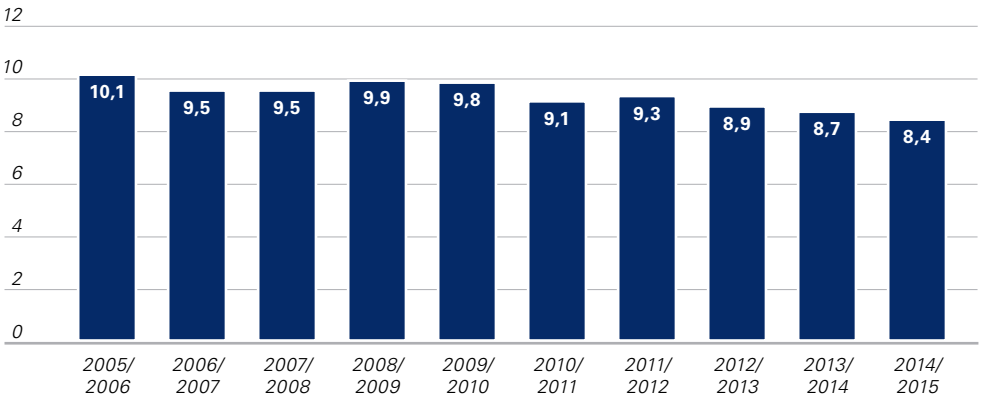
37 ***Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren nach Branchen***

Quelle: KPMG



38 ***Durchschnittlich verwendete verschuldete Eigenkapitalkosten im Zeitablauf***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG

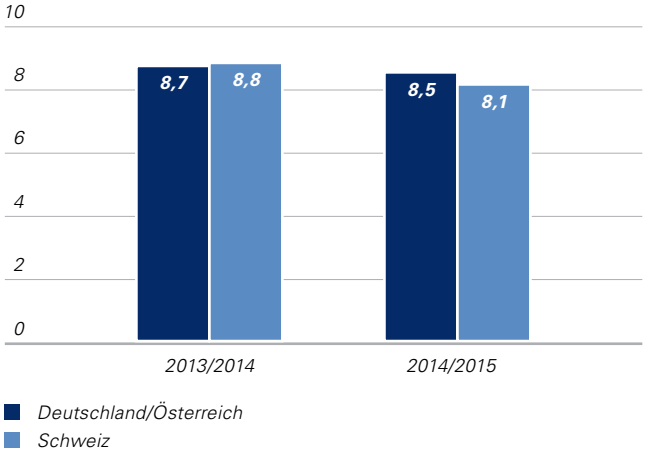


© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International"), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting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

Bei der Würdigung der durchschnittlich verwendeten Eigenkapitalkosten aller befragten Unternehmen sowie der einzelnen Branchen ist jedoch zu beachten, dass hier Angaben von Unternehmen aus verschiedenen Ländern, teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen und zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingeflossen sind. (Abbildungen 38 bis 40)

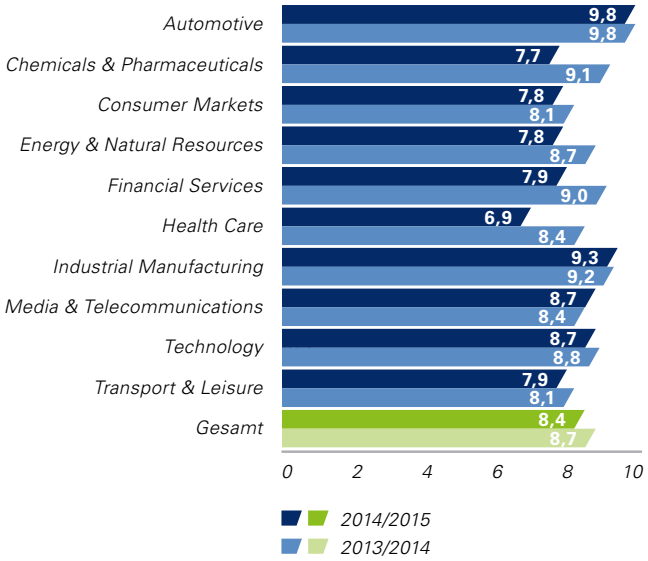
39 ***Durchschnittlich verwendete Eigenkapitalkosten***
Deutschland/Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



40 ***Durchschnittlich verwendete Eigenkapitalkosten nach Branchen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



3.6 WEITERE RISIKOZUSCHLÄGE

Wie bereits in den Vorjahren spielen weitere Risikozuschläge für die Mehrheit der Studienteilnehmer keine Rolle. In diesem Jahr setzten 54,1 Prozent der teilnehmenden Unternehmen keine weiteren Risikozuschläge bei der Kapitalkostenbestimmung an (Vorjahr: 63,1 Prozent). (Abbildung 41, Seite 41)

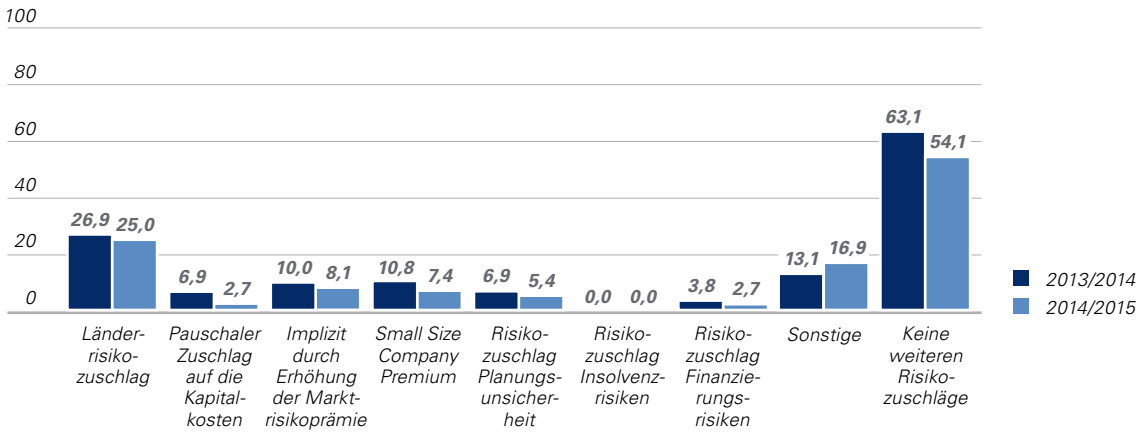
Nach wie vor stellen Länderrisikoprämien den am häufigsten verwendeten Zuschlag dar, da lokale Marktrisikoprämien sich häufig nicht belastbar empirisch messen lassen. Insgesamt verwenden 25,0 Prozent der Unternehmen Länderrisikoprämien (Vorjahr: 26,9 Prozent). Das Small Size Company Premium hat ebenfalls weiter an Bedeutung verloren. Lediglich 7,4 Prozent der Studienteilnehmer haben eine solche Prämie angesetzt (Vorjahr: 10,8 Prozent).

Die Anwendung von Zuschlägen ist allerdings weiterhin regional sehr unterschiedlich ausgeprägt. In der Schweiz werden insbesondere Small Size Company Premiums deutlich häufiger angesetzt, auch wenn 2014/2015 deutlich weniger Schweizer Unternehmen diesen Zuschlag berücksichtigt haben (2014/2015: 24,1 Prozent; Vorjahr: 34,4 Prozent). Insgesamt 48,3 Prozent der Schweizer Unternehmen (Vorjahr: 50,0 Prozent) verzichten vollständig auf den Ansatz einer weiteren Risikoprämie. (Abbildung 43, Seite 42)

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

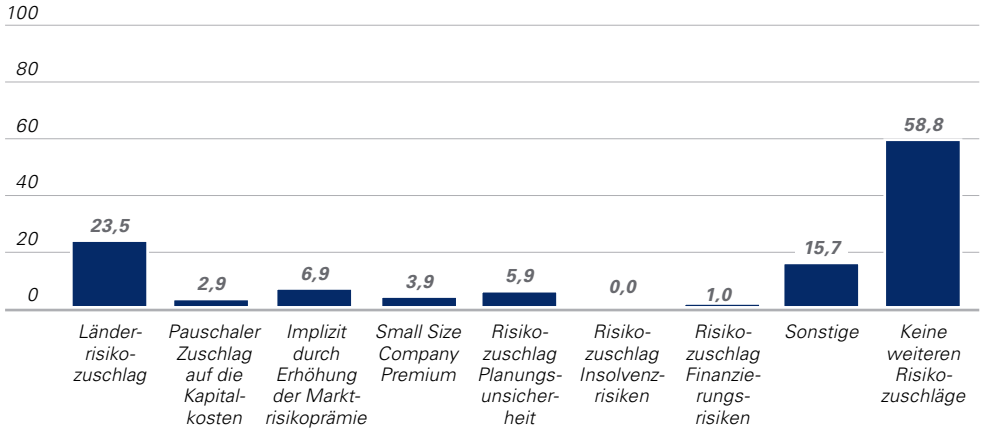
41 **Weitere Risikozuschläge 2014 versus 2015**
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



42 **Weitere Risikozuschläge 2015**
Deutschland (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



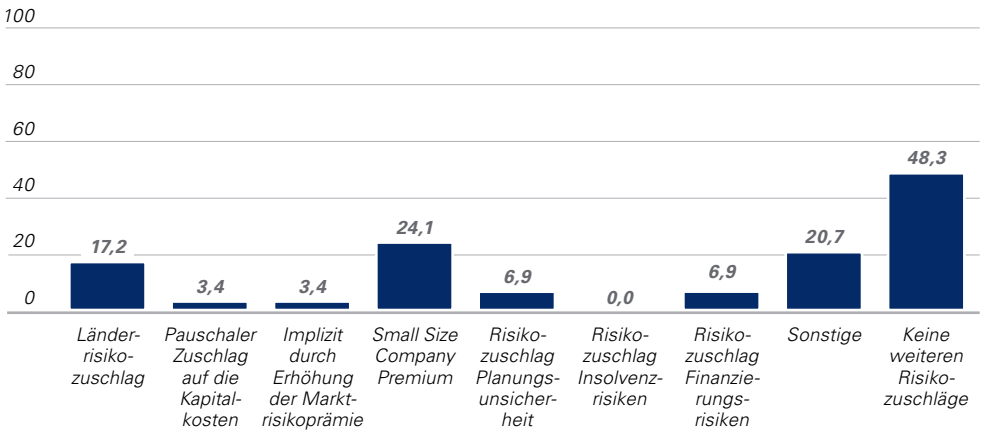
Johannes Post
Partner

„Im Vergleich zu Deutschland und Österreich fällt auf, dass in der Schweiz deutlich häufiger Risikofaktoren über Kapitalkostenzuschläge – oder auch mittels hier nicht untersuchter Abschläge auf den Eigenkapitalwert für fehlende Fungibilität bzw. fehlende Kontrolle – in der Bewertung Berücksichtigung finden. Diese Form der Risikobeurteilung wird zum Beispiel in Fairness Opinions oder bei gerichtlichen Gutachten angewendet und erwartet.
Das ist sicherlich darauf zurückzuführen, dass die in der Schweiz vorherrschende internationale Bewertungspraxis fehlende Erwartungswerte bei den Plan-Cashflows durch zusätzliche Risikozuschläge in den Kapitalkosten kompensiert.
Es wäre aber sicherlich falsch, daraus zu schließen, dass die Schweizer Unternehmen konstant niedriger bewertet werden. Unternehmensübernahmen und Impairments wären sonst häufiger zu beobachten. Vielmehr muss hierbei das Zusammenspiel aller Bewertungsannahmen berücksichtigt werden. Cashflow-Wachstum und die Basis der Kapitalkosten sind dabei nur zwei Elemente.“

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

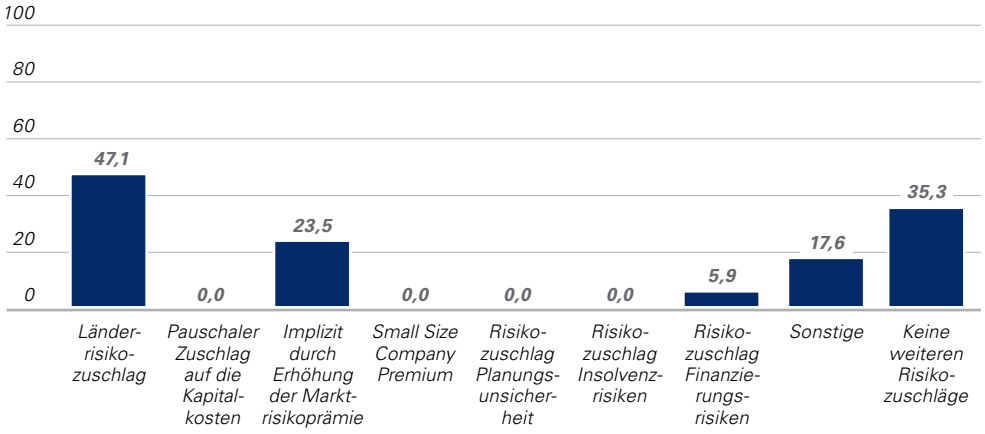
43 **Weitere Risikozuschläge 2015**
Schweiz (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



44 **Weitere Risikozuschläge 2015**
Österreich (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



3.7 FREMDKAPITALKOSTEN UND FREMDKAPITALQUOTE

Fremdkapitalkosten

Neben den Eigenkapitalkosten stellen die Fremdkapitalkosten die zweite Determinante zur Ableitung der gewichteten Kapitalkosten dar.

Zur Ermittlung sowohl der Fremdkapitalkosten – als auch der Kapitalstruktur des Konzerns bzw. der CGU – werden in der Praxis im Wesentlichen die in Abbildung 45 (Seite 43) dargestellten Vorgehensweisen angewendet.

Allerdings erfüllt nur die Ableitung der Kapitalstruktur und der Fremdkapitalkosten aus einer Peer Group – analog zur Vorgehensweise beim Betafaktor – die nach IFRS geforderte Marktsicht.

Wie bereits im Vorjahr hat der Großteil der befragten Unternehmen diese Anforderung der IFRS auch erfüllt. Insbesondere bei der Berechnung des Fair Value less Costs of Disposal greift der weit überwiegende Teil der Studienteilnehmer auf Peer Group-Parameter zurück. (Abbildung 45, Seite 43)

Die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten sind – analog zur Entwicklung des Basiszinssatzes – erneut deutlich gesunken und betragen nunmehr 3,4 Prozent gegenüber 4,6 Prozent im Vorjahr. (Abbildung 46, Seite 43)

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

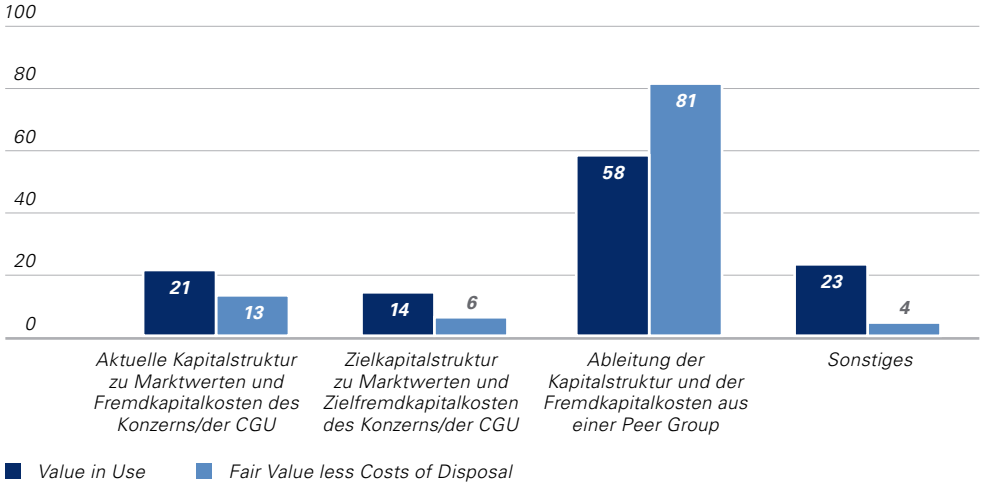
Die deutlichste Veränderung bei den Fremdkapitalkosten wurde von den deutschen Studienteilnehmern angegeben. Demnach reduzierten sich die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten um 1,4 Prozentpunkte auf 3,5 Prozent (Vorjahr: 4,9 Prozent).

Die durchschnittlich veranschlagten Fremdkapitalkosten von Schweizer Studienteilnehmern sind von 4,1 Prozent auf 3,0 Prozent zurückgegangen.

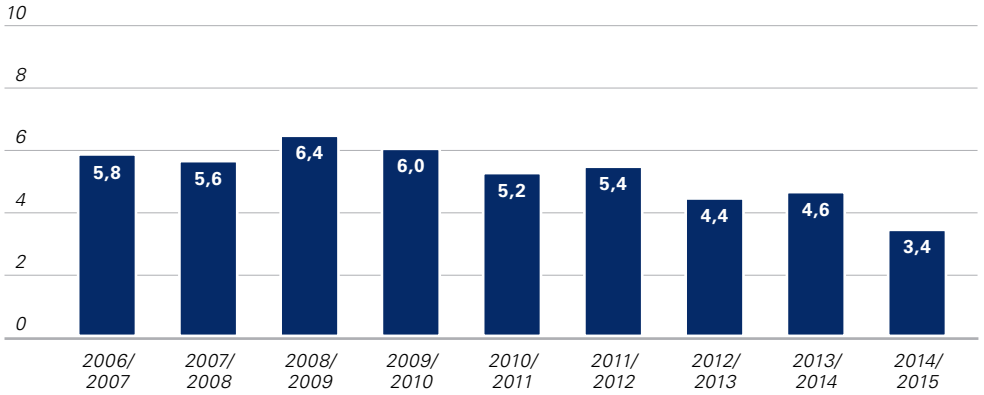
Wesentlich moderater fällt der Rückgang in Österreich aus. Hier lagen die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten bei 3,4 Prozent und damit nur marginal unter dem Vorjahreswert von 3,6 Prozent.

Bei der Entwicklung der Fremdkapitalkosten ist insbesondere auffällig, dass bei den deutschen und Schweizer Unternehmen der Rückgang um jeweils 0,6 Prozentpunkte stärker ausfällt als beim entsprechenden veranschlagten Basiszinssatz. Dagegen sank bei den österreichischen Studienteilnehmern der Basiszinssatz um 0,6 Prozentpunkte stärker als die Fremdkapitalkosten. Daher ist davon auszugehen, dass sich die von Fremdkapitalgebern verlangte Risikoprämie in Deutschland und der Schweiz reduziert hat, während österreichische Unternehmen einen erhöhten Risikozuschlag im Rahmen der Fremdfinanzierung aufbringen müssen.

45 ***Ableitung Kapitalstruktur und Fremdkapitalkosten***
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



46 ***Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten im Zeitablauf***
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Bei der Betrachtung der durchschnittlich angesetzten Fremdkapitalkosten aller befragten Unternehmen sowie der einzelnen Branchen ist zu beachten, dass hier Angaben von Unternehmen aus verschiedenen Ländern, teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen und zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingeflossen sind.

Fremdkapitalquote

Zur Ermittlung des WACC ist eine Gewichtung der Eigenkapitalkosten mit der Eigenkapitalquote (zu Marktwerten) und der Fremdkapitalkosten mit der Fremdkapitalquote (zu Marktwerten) erforderlich. Die Fremdkapitalquote[1] errechnet sich aus dem Verhältnis von Marktwert des Fremdkapitals zum Marktwert des Gesamtkapitals.

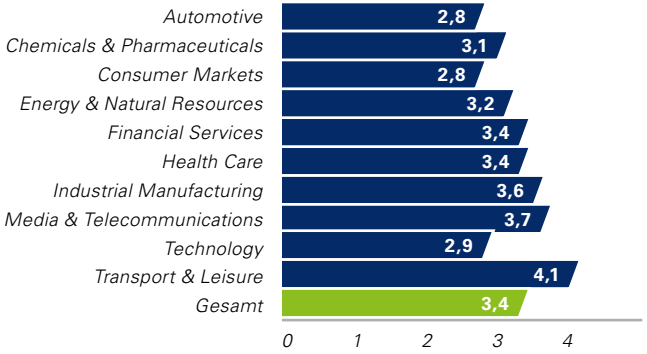
Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote erhöht. Sie stieg auf 28,6 Prozent (Vorjahr 26,2 Prozent) an und liegt damit in etwa auf dem Niveau des Durchschnitts der vergangenen vier Jahre. (Abbildung 48)

Am stärksten fällt die (absolute) Veränderung bei den Studienteilnehmern aus Österreich bzw. der Schweiz aus. Hier hat sich die durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote deutlich auf 36,7 Prozent (Vorjahr: 30,7 Prozent) bzw. 27,2 Prozent (Vorjahr 22,5 Prozent)

1 Dieser Wert wurde in der Studie nicht explizit abgefragt. Er wird daher aus der Verrechnung der erhobenen Eigenkapitalquote ermittelt.

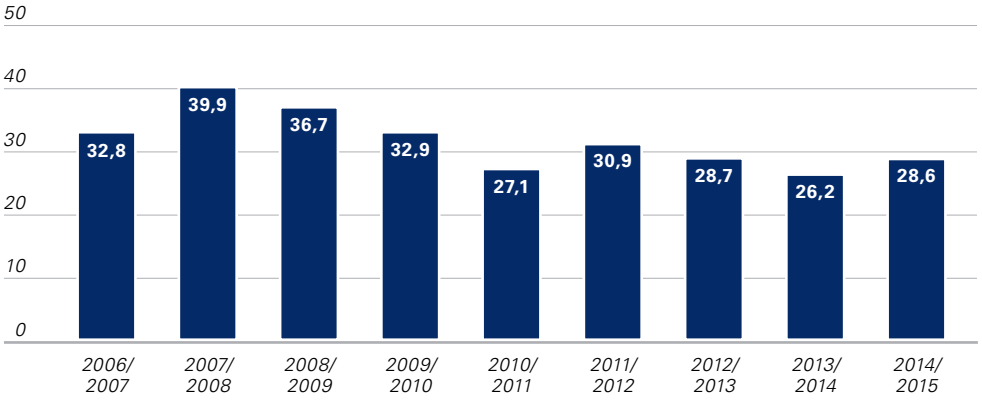
47 ***Durchschnittliche Fremdkapitalkosten nach Branchen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



48 ***Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote im Zeitablauf***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

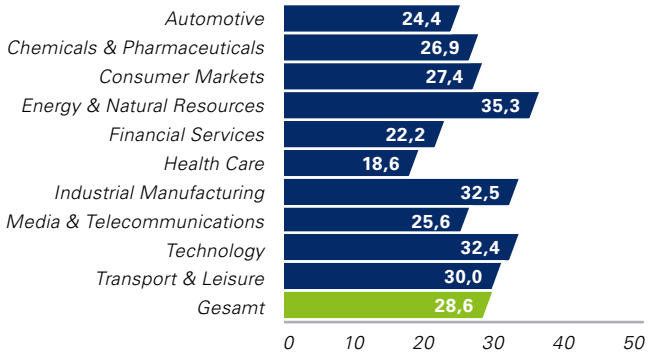
erhöht. Der Anstieg auf 27,5 Prozent in Deutschland (Vorjahr: 26,6 Prozent) fällt dagegen deutlich moderater aus. Diese Veränderungen sind jedoch nicht zwangsläufig auf die verstärkte Aufnahme von Fremdkapital zurückzuführen. Aufgrund der Betrachtungsweise sind hier zusätzliche Effekte, wie die Entwicklung des Marktwerts des Eigenkapitals, in die Überlegung einzubeziehen. Die höchsten Fremdkapitalquoten sind in den Bereichen Energy & Natural Resources, Industrial Manufacturing und Technology, die niedrigste Quote im Bereich Health Care zu beobachten. (Abbildung 49)

3.8 NACHHALTIGE WACHSTUMSRATE

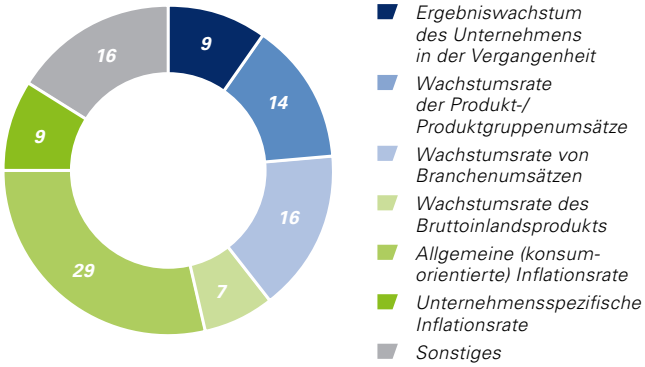
Nahezu unverändert zum Vorjahr verwenden 39 Prozent der Teilnehmer Umsatz- und Ergebniswachstumsraten der Vergangenheit bzw. der Detailplanung zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate. Dieser Ansatz kann konzeptionelle Schwächen bezüglich der Äquivalenz zwischen angesetzten Cashflows und Wachstumsraten bergen, da er nur dann sachgerecht ist, wenn die tatsächlich für die Bewertung herangezogenen Cashflows um entsprechende Thesaurierungen reduziert werden. Da sich die aus Umsatz- und Ergebniswachstumsraten abgeleiteten Wachstumsraten jedoch häufig in einer Bandbreite der historischen unternehmensindividuellen Inflationsrate bewegen, passen sie vom Ergebnis her grundsätzlich zu den in der Praxis regelmäßig angesetzten ausschüttbaren Cashflows. Daher scheint die Äquivalenz trotz konzeptioneller Schwächen weiterhin grundsätzlich gegeben zu sein. (Abbildung 50)

Allgemeine Wachstums- oder Inflationsraten werden von 36 Prozent der Teilnehmer zur Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate angewandt (Vorjahr: 43 Prozent). Die aus konzeptioneller Sicht vorzugswürdigere unternehmensspezifische Inflationsrate wurde von 9 Prozent der teilnehmenden Unternehmen (Vorjahr: 0 Prozent) verwendet. Da in der Regel nur unternehmensspezifische Veränderungsraten die individuellen Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie etwaiges Effizienzsteigerungspotenzial sachgerecht abbilden können, sind sie bei der Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate allgemeinen (konsumorientierten) Inflationsraten vorzuziehen.

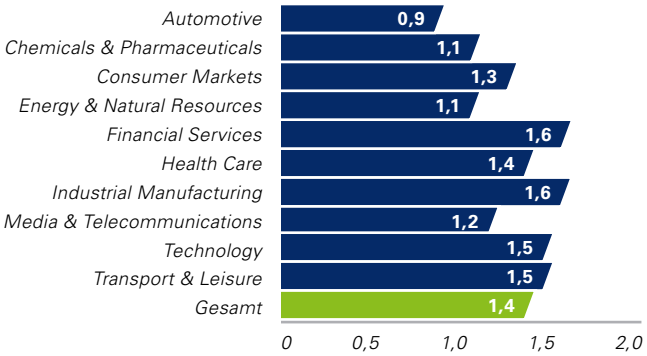
49 ***Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote nach Branchen***
(Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



50 ***Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate***
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



51 ***Nachhaltige Wachstumsrate nach Branchen***
(Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

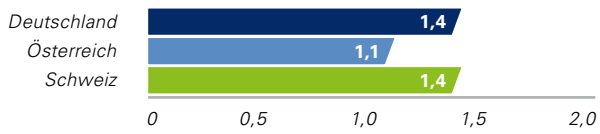
Die durchschnittliche nachhaltige Wachstumsrate der befragten Unternehmen beträgt in diesem Jahr 1,4 Prozent (Abbildung 51, Seite 45). Zu berücksichtigen ist dabei, dass sich der aggregierte Effekt aus gegenläufigen Entwicklungen in den einzelnen Ländern ergibt. Während sich die durchschnittlich veranschlagte Wachstumsrate der österreichischen Studienteilnehmer in etwa auf dem Niveau des Vorjahres bewegt (Vorjahr: 1,2 Prozent), kam es bei den befragten Unternehmen aus Deutschland zu einem Anstieg. Hier wurde durchschnittlich eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,4 Prozent veranschlagt (Vorjahr: 1,2 Prozent). Bei den Schweizer Unternehmen war hingegen ein deutlicher Rückgang der angesetzten nachhaltigen Wachstumsrate auf 1,4 Prozent zu beobachten (Vorjahr: 1,8 Prozent). (Abbildung 52)

3.9 KAPITALKOSTEN AUSSERHALB EUROPAS

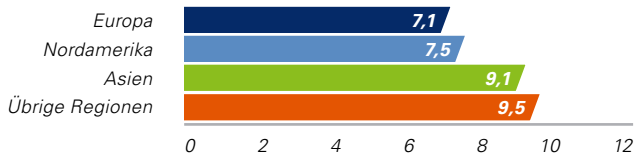
Mit zunehmender Internationalität steigen bei allen Bewertungsanlässen – insbesondere auch beim Impairment Test – permanent die Anforderungen an die risikoadäquate Ableitung von Kapitalkosten in unterschiedlichen Regionen. Da sich die in den Abschnitten 3.1 bis 3.8 dargestellten Kapitalkostenparameter – mit Ausnahme der Risikozuschläge – ausschließlich auf die Region Europa beziehen, zeigt dieser Abschnitt die Umfrageergebnisse auch für die übrigen Regionen. Dabei wurden nur ausgewählte Kapitalkostenparameter beleuchtet, die in besonderem Maße Differenzen zwischen den einzelnen Regionen aufweisen.

Die durchschnittlich angesetzten gewichteten Kapitalkosten – nach Unternehmensteuern, aber vor Wachstumsabschlag – differieren erwartungsgemäß erheblich zwischen den einzelnen Regionen. Bei den in Asien durchschnittlich veranschlagten Kapitalkosten war eine Erhöhung zu beobachten. Hier stieg der durchschnittliche WACC auf 9,1 Prozent (Vorjahr: 8,8 Prozent).
In Europa und Nordamerika hingegen ist ein leichter Rückgang zu beobachten (Abbildung 53). Der Anstieg der gewichteten Kapitalkosten in Asien ist insbesondere auf die gestiegenen Eigenkapitalkosten zurückzuführen (2014/2015: 10,8 Prozent; Vorjahr: 9,8 Prozent). Zudem kam es in dieser Region auch bei den durchschnittlichen Fremdkapitalkosten zu einem Anstieg auf 5,3 Prozent (Vorjahr: 5,0 Prozent). (Abbildung 54 und Abbildung 55, Seite 47)

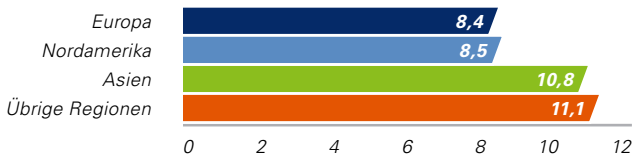
52 ***Nachhaltige Wachstumsrate***
Deutschland versus Österreich versus Schweiz
(Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



53 ***Durchschnittlich verwendeter WACC nach Regionen***
(Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



54 ***Durchschnittlich verwendete Eigenkapitalkosten nach Regionen***
(Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG

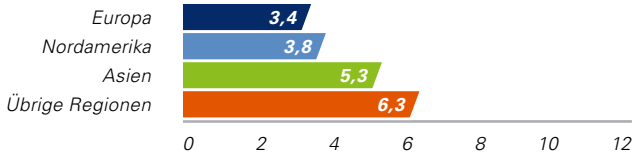


© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International"), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting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

Der Rückgang der durchschnittlichen Kapitalkosten auf 7,5 Prozent in Nordamerika (Vorjahr: 7,8 Prozent) ist auf verminderte Eigen- und Fremdkapitalkosten zurückzuführen. Ferner war die Fremdkapitalquote leicht rückläufig. (Abbildung 56)

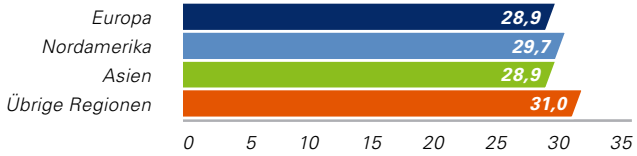
55 ***Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten nach Regionen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



56 ***Durchschnittliche Fremdkapitalquote nach Regionen***
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

4 IMPAIRMENT TEST

© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative ("KPMG International"), einer Genossenschaft von Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity" sind Marken oder eingetragene Marken von KPMG International.

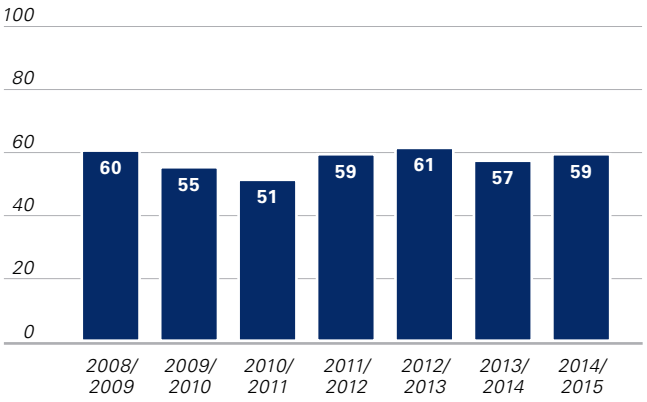
© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International"), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting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

4.1 ANLASS UND ERGEBNIS

Insgesamt haben 59 Prozent der teilnehmenden Unternehmen eine Wertminderung bei Goodwill oder Assets vorgenommen. Demnach befindet sich der Anteil der Unternehmen, die in den in der Studie abgebildeten Konzernabschlüssen eine Wertminderung durchgeführt haben, in etwa auf dem Niveau der Vorjahre. (Abbildung 57)

Wie bereits im Vorjahr wurde am häufigsten ein Impairment auf einzelne Vermögenswerte durchgeführt (2014/2015: 33 Prozent; Vorjahr: 24 Prozent). Der Anteil der Unternehmen, die sowohl ein Asset-Impairment als auch ein Impairment auf den Goodwill durchgeführt haben, ist leicht auf 19 Prozent zurückgegangen (Vorjahr: 21 Prozent). Ein Impairment nur auf den Goodwill hatten nur 7 Prozent der Unternehmen vorzunehmen (Vorjahr: 12 Prozent). (Abbildung 58)

57 Durchführung einer Wertminderung im Zeitablauf
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG

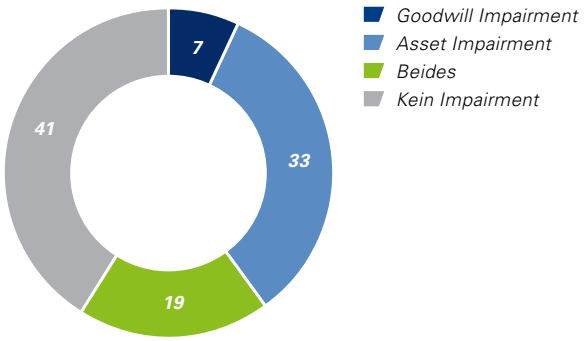


Bei einem Asset Impairment lag der durchschnittliche Abschreibungsbedarf bei 100 Millionen Euro (Vorjahr: 173 Millionen Euro). Beim Goodwill hat die durchschnittliche Wertminderung 89 Millionen Euro betragen (Vorjahr: 100 Millionen Euro). Diese Entwicklung ist teils auf die in den Vorjahren vorgenommenen Abschreibungen und teils auf verbesserte Ertragsaussichten zurückzuführen.

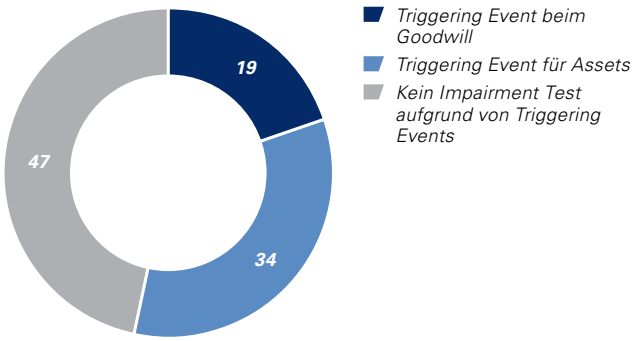
Die Impairments wurden erneut zum Großteil durch sogenannte Triggering Events, also Anhaltspunkte für eine Wertminderung, ausgelöst (2014/2015: 53 Prozent; Vorjahr: 57 Prozent). (Abbildung 59)

Am häufigsten führte eine geänderte Einschätzung der künftigen Entwicklung (schlechtere langfristige Erwartungen) zu außerplanmäßigen Abschreibungen. Mit 59 Prozent hat dieser Abschreibungsgrund gegenüber dem Vorjahr jedoch an Bedeutung verloren

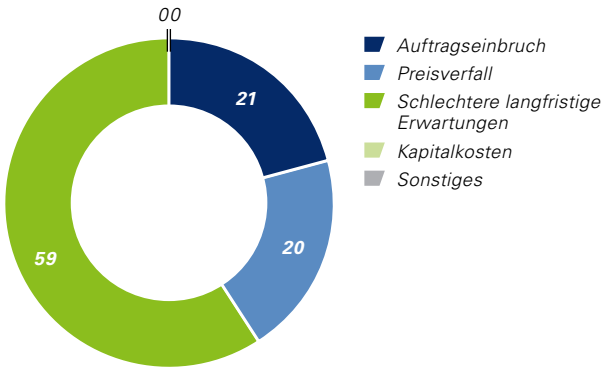
58 Durchführung einer Wertminderung
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



59 Triggering Event
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



60 Ursache des Triggering Event
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



(Vorjahr: 68 Prozent). Dafür haben jedoch Auftragseinbrüche und Preisverfall als Anhaltspunkte für eine Wertminderung zugenommen. Sie legten gegenüber dem Vorjahr um 3 Prozentpunkte bzw. 6 Prozentpunkte zu. (Abbildung 60, Seite 49)

4.2 BESTIMMUNG DES RECOVERABLE AMOUNT

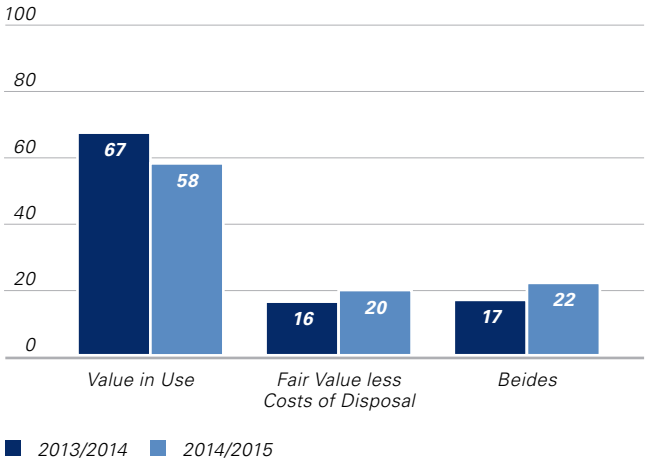
Der Recoverable Amount ergibt sich nach IAS 36.6 und IAS 36.18 als der höhere der beiden folgenden Beträge: Fair Value less Costs of Disposal und Value in Use.

Insgesamt haben 58 Prozent der teilnehmenden Unternehmen ausschließlich einen Value in Use ermittelt (Vorjahr: 67 Prozent). Ausschließlich einen Fair Value less Costs of Disposal haben 20 Prozent der Unternehmen bestimmt (Vorjahr: 16 Prozent). Der Anteil der Unternehmen, die beide Werte bestimmt haben, ist auf 22 Prozent gestiegen (Vorjahr: 17 Prozent). (Abbildung 61)

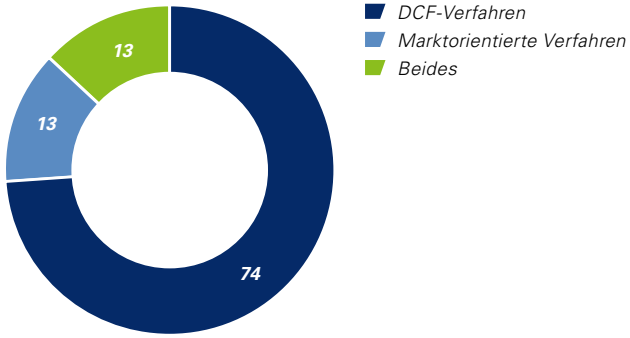
Wie in den Vorjahren sind erneut regionale Unterschiede zu erkennen. Ähnlich wie im Vorjahr verwenden die teilnehmenden Schweizer Unternehmen deutlich häufiger ausschließlich den Value in Use-Ansatz. Die österreichischen Studienteilnehmer verwenden diesen Ansatz dagegen in diesem Jahr seltener.

Zugenommen hat mit 86 Prozent die Anzahl der Unternehmen, die eine einheitliche Planungsrechnung bei der Ableitung beider Wertansätze zur Bestimmung des Recoverable Amount zugrunde gelegt haben (Vorjahr: 74 Prozent). Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund unterschiedlicher Regelungen zur Berücksichtigung von Restrukturierungsmaßnahmen und

61 Verfahren zur Bestimmung des Recoverable Amount
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



62 Bewertungsverfahren bei Ableitung des Fair Value less Costs of Disposal
Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



Erweiterungsinvestitionen in der Planungsrechnung kritisch zu sehen.

Bei der Ableitung des Fair Value less Costs of Disposal haben rund 13 Prozent der befragten Unternehmen sowohl kapitalwertorientierte DCF-Verfahren als auch marktorientierte Verfahren genutzt (Vorjahr: 6 Prozent). Allerdings bilden die DCF-Verfahren wie im Vorjahr aufgrund fehlender mit den CGUs vergleichbarer Marktdaten mit 74 Prozent weiterhin die wesentlichen Bewertungsverfahren (Vorjahr: 81 Prozent). (Abbildung 62)

4.3 PLAUSIBILISIERUNG

Da es beim Konzept des Fair Value less Costs of Disposal auf den Veräußerungspreis und damit vorrangig auf die Einschätzung durch die potenziellen Käufer ankommt, sehen die IFRS insbesondere für diese Konzeption eine Plausibilisierung der zentralen Parameter mit den Erwartungswerten der Marktteilnehmer vor. Um die Risikoäquivalenz der Kapitalkosten sicherzustellen, empfehlen wir, auch bei der Berechnung des Value in Use einen Abgleich mit der Markterwartung vorzunehmen. Das erlaubt, Divergenzen zwischen der Markt- und Managementerwartung zu hinterfragen und gegebenenfalls Anpassungen in den Kapitalkosten vorzunehmen.

Der Anteil der Unternehmen, der eine Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse durchgeführt hat, ist gegenüber dem Vorjahr deutlich angestiegen: 72 Prozent aller börsennotierten Unternehmen haben in diesem Jahr eine solche Plausibilisierung vorgenommen (Vorjahr: 57 Prozent). Zur Plausibilisierung der abgeleiteten Werte wurden insbesondere Multiplikatoren deutlich häufiger eingesetzt als noch im Vorjahr. (Abbildung 63)

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Als Basis für die Verprobung der ermittelten Werte sollte bei börsennotierten Unternehmen zunächst die Marktkapitalisierung herangezogen werden. Werden DCF-Verfahren zur Bewertung der CGUs verwendet, empfiehlt sich ein Abgleich der Summe der Werte aller CGUs mit der Marktkapitalisierung des Konzerns.

Bei der Überleitung kann es gegebenenfalls angebracht sein, eine Kontrollprämie zu berücksichtigen, da die Marktkapitalisierung die Kontrolle oder einen maßgeblichen Einfluss in der Regel nicht abbildet. Ferner können bei einem Abgleich der nach dem Value in Use-Ansatz gefundenen Werte mit einer Marktkapitalisierung die Bewertungsperspektive und die dem Kapitalmarkt zu Verfügung stehenden Informationen eine Rolle spielen. Neben der Marktkapitalisierung sollten immer auch Branchen- und Analystenreports oder Multiplikatoren zur Plausibilisierung genutzt werden.

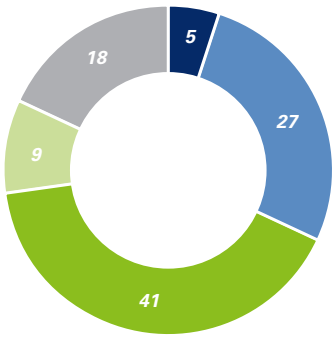
Bei den DAX-30-Unternehmen haben unverändert nahezu alle teilnehmenden Unternehmen eine Plausibilisierung der abgeleiteten Werte vorgenommen (2014/2015: 97 Prozent). Hierbei haben sie in erster Linie auf die Marktkapitalisierung des Konzerns (37 Prozent) abgestellt. Auch Multiplikatoren kamen mit 26 Prozent ebenso wie Analystenkursziele bzw. Sum-of- the-Parts-Bewertungen von Analysten mit 28 Prozent häufig zum Einsatz.

Bei rund 32 Prozent der börsennotierten Unternehmen, die den ermittelten Fair Value less Costs of Disposal mit der Marktkapitalisierung abgeglichen haben, lag sie um mehr als zehn Prozent unter dem ermittelten Wert (Vorjahr: 55 Prozent). Beim Value in Use lag dieser Anteil bei 40 Prozent (Vorjahr: 31 Prozent). (Abbildung 64 und 65)

63 ***Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse***
Börsennotierte Unternehmen Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG

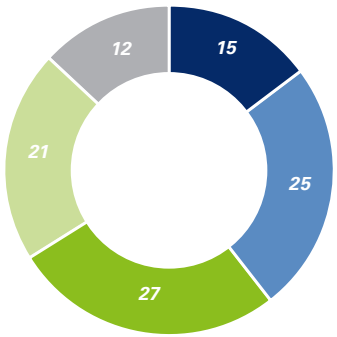
- *Ja*
  - *Ja, mit Marktkapitalisierung des Konzerns*
  - *Ja, mit Multiplikatoren*
  - *Ja, mit Analystenkurszielen oder Analysten-Sum-of-the-Parts-Bewertungen*
  - *Ja, anhand sonstiger Faktoren*
- *Nein*

64 ***Vergleich von Marktkapitalisierung zu Fair Value less Costs of Disposal***
Börsennotierte Unternehmen Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



- *Weniger als halb so hoch*
- *Deutlich geringer (weniger als 10 Prozent bis maximal halb so hoch)*
- *Etwa gleich hoch (plus/minus 10 Prozent)*
- *Deutlich höher (mehr als 10 Prozent bis maximal doppelt so hoch)*
- *Mehr als doppelt so hoch*

65 ***Vergleich von Marktkapitalisierung zu Value in Use***
Börsennotierte Unternehmen Gesamt (Angaben in Prozent)
Quelle: KPMG



- *Weniger als halb so hoch*
- *Deutlich geringer (weniger als 10 Prozent bis maximal halb so hoch)*
- *Etwa gleich hoch (plus/minus 10 Prozent)*
- *Deutlich höher (mehr als 10 Prozent bis maximal doppelt so hoch)*
- *Mehr als doppelt so hoch*

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

5 ABLEITUNG DER WERTE UND WERTENTWICKLUNG

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

WERTENTWICKLUNG ALS ENTSCHEIDUNGSMASSSTAB

Im Fokus unternehmerischen Handelns sollte grundsätzlich der mit einer Entscheidung verbundene Wertbeitrag für das Unternehmen stehen. Im Wert verdichten sich alle zukünftigen Erwartungen an die Entwicklung einer Handlungsoption. Insbesondere aufgrund der unsicheren Zukunftserwartungen sollten Entscheidungen auf der Basis sämtlicher verfügbarer relevanter Informationen erfolgen. Infolge der oft hohen Komplexität wirtschaftlicher Sachverhalte sollte der Entscheidungsprozess mit einer hohen Transparenz der Entscheidungsgrundlagen einhergehen, denn nur derjenige, der die mit seiner Entscheidung einhergehenden Performance- und Risikoveränderungen klar vor Augen hat, hat letztlich auch Transparenz über den mit seiner Entscheidung verbundenen Wert.

In diesem Abschnitt möchten wir Möglichkeiten aufzeigen, die sich innerhalb des fortlaufenden strategischen Entwicklungsprozesses von Unternehmen ergeben. Die zunehmende Komplexität und Dynamik der Märkte bedingt eine zunehmende Reaktions- und Anpassungsgeschwindigkeit der Unternehmen. Wer schnell und richtig reagieren will, muss sich auf die hierfür verwendeten Ansätze verlassen können, die das „richtige Bauchgefühl" des Entscheiders unterlegen sollen.

Diese Ansätze sollten kontinuierlich und skalierbar einsetzbar sein, einen hohen Standardisierungsgrad aufweisen, klar kommunizierbar sein und nachhaltig einheitlich messen, um Vergleichbarkeit über die Zeit zu gewährleisten.

Bereits im strategischen Auswahlprozess von Handlungsalternativen sollte der Fokus auf die relevanten Performance- und Risikotreiber gelegt werden (Abbildung 66, Seite 54): sowohl bei der Analyse des aktuellen Unternehmens und seiner Bestandteile als auch bei der Validierung der zukünftigen Optionen. Bereits in dieser Phase beginnt der qualitative Auswahlprozess der relevanten Treiber.

In der sich anschließenden Analysephase gilt es unter Anwendung dynamischer und integrierter Planungsmodelle, die oft nur 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 erfolgt 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 mit der potenziellen Entscheidung verbundene Wertauswirkung konsistent berechnen, indem für jede Option die unterschiedliche Performance und das jeweilig spezifische Risiko berücksichtigt werden. Durch die Auswahl der besten Handlungsalternative(n) wird die Zusammenstellung eines optimalen Unternehmensportfolios auf Basis des optimalen Performance-/Risikoverhältnisses sowie die Maximierung des Unternehmenswerts angestrebt.

Werden Strategie, Analyse und Optimierungsphase konsequent miteinander verbunden, lässt sich der Entscheidungsprozess gegenüber internen wie externen Adressaten transparent und lückenlos kommunizieren. Im Ergebnis resultiert ein standardisierter Entscheidungsprozess, der alle Handlungsoptionen gleichermaßen anhand ihres Wertbeitrags für das Unternehmen beurteilt.

Die in der Vergangenheit und im Sinne des „in die Jahre gekommenen" Shareholder Value-Gedankens geforderte Orientierung an der Wertentwicklung eines Unternehmens lässt sich somit transparent zurückführen auf die Performance- und Risikotreiber, die von Unternehmen unmittelbar beeinflusst werden können, und solche, die gegebenenfalls zwar nicht beeinflussbar sind, auf deren Veränderung Unternehmen jedoch vorbereitet sein sollten.

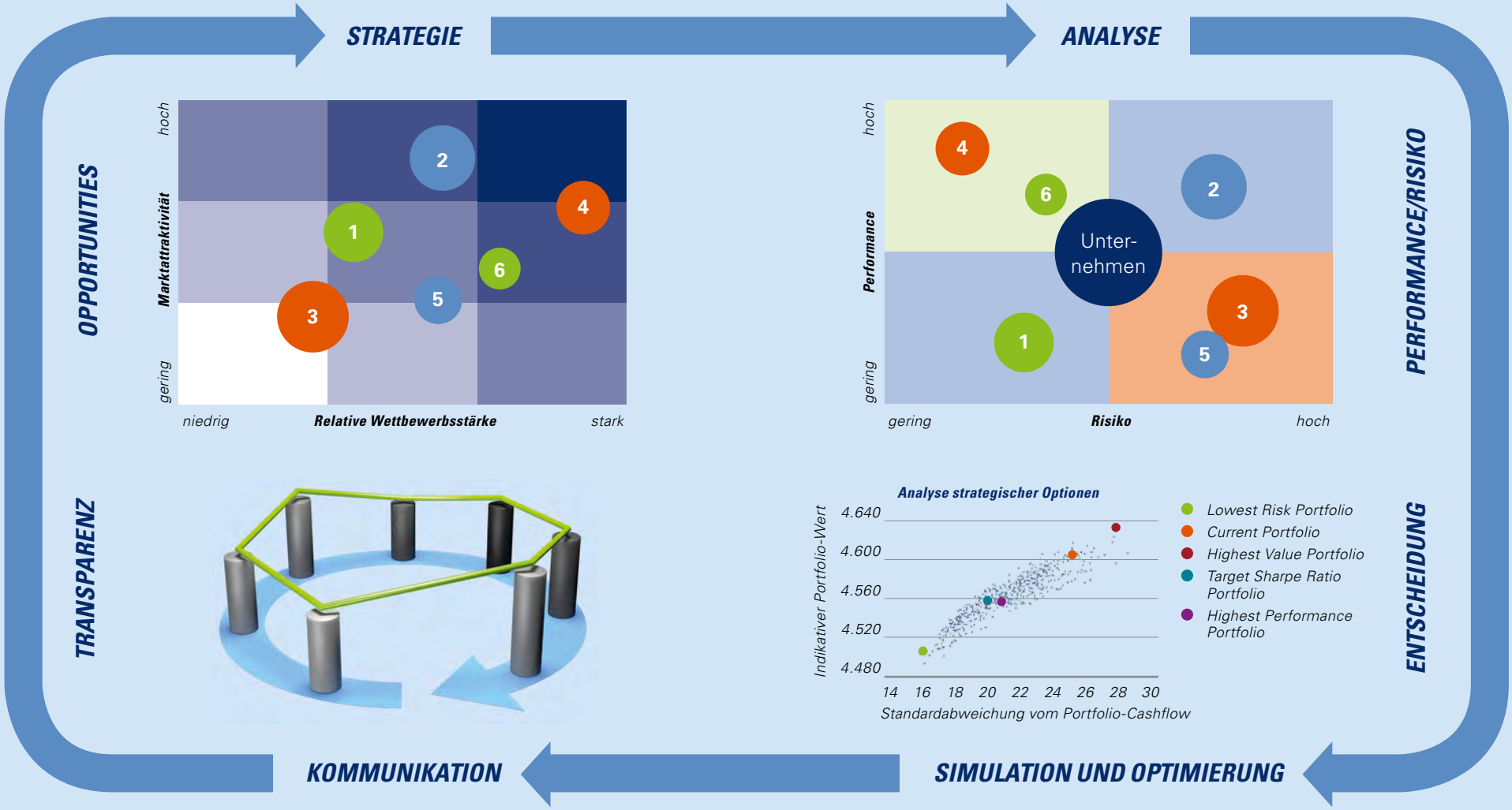
Dr. Andreas Tschöpel
Partner

„Die durch CEDA operationalisierbare und hierdurch verstärkte Fokussierung auf die Performance- und Risikoentwicklung eines Unternehmens 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."

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

66 ***Wertorientierter Entscheidungsprozess***

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Hierbei sind vorgelagert die tatsächlich wertsteigernden bzw. wertvernichtenden operativen Sachverhalte von weiteren wertverändernden Sachverhalten zu unterscheiden. Denn die Unternehmenswertveränderung zwischen zwei Zeitpunkten allein erlaubt noch keine Aussage über eine tatsächliche Wertsteigerung oder -vernichtung. Maßgeblich ist vielmehr, ob die eingetretene Veränderung der erwarteten Veränderung entspricht. Sie wird sich immer daran orientieren, ob das Unternehmen seine Kapitalkosten verdient. Zur Isolierung von Wertsteigerungen/-vernichtungen sind die zu unterschiedlichen Zeitpunkten bestimmten Unternehmenswerte zum Beispiel um rein finanzierungsbedingte wertverändernde Sachverhalte zu modifizieren. Das so isolierte operative Wertdelta lässt sich dann transparent in seine Performance- und Risikobestandteile oder auch in beeinflussbare/nicht beeinflussbare Bestandteile zerlegen.

Ansätze wie CEDA schlagen nicht nur die Brücke zwischen Strategie und Wertorientierung, sondern binden auf der Basis der bekannten Unternehmensbewertungsansätze auch jährlich wiederkehrende Bewertungen, wie zum Beispiel für Zwecke eines Impairment Test, konsistent in den beschriebenen Entscheidungsprozess mit ein, was nicht zuletzt zu entsprechenden Effizienzvorteilen führen kann.

In diesem Jahr haben wir den Fragebogen zur Kapitalkostenstudie erstmals um Fragen zu Kriterien der Investitionsentscheidung, zum Monitoring der Wertentwicklung und zur Rolle von Kapitalkosten und Unternehmenswerten in der Kapitalmarktkommunikation erweitert.

5.1 KRITERIEN BEI DER INVESTITIONSENTSCHEIDUNG

Im derzeit äußerst volatilen und vielfach von Unsicherheiten geprägten Marktumfeld stellt die sachgerechte Beurteilung von Investitionsentscheidungen eine große Herausforderung dar. Zudem besteht die Gefahr, dass aufgrund günstiger und leicht verfügbarer Finanzierungen, Risiken des Investments unterschätzt bzw. nicht ausreichend berücksichtigt werden.

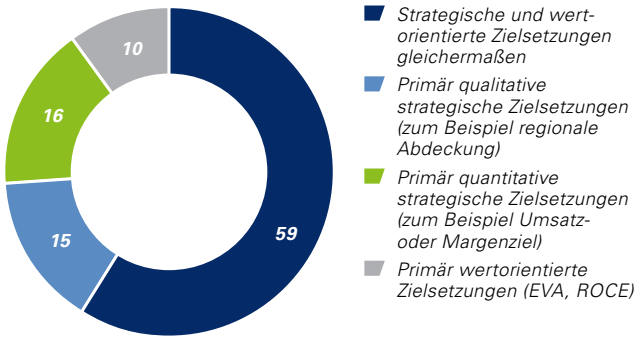
Um nachhaltig erfolgreiche Entscheidungen treffen zu können, sollte demnach eine möglichst umfängliche Analyse des Investitionsobjekts anhand vorab festgelegter Entscheidungskriterien durchgeführt werden. In der Praxis werden Investitionsentscheidungen anhand strategischer qualitativer (zum Beispiel regionale Abdeckung) und quantitativer (zum Beispiel Umsatz oder Marge) Zielsetzungen getroffen.

Darüber hinaus treffen Unternehmen Investitionsentscheidungen anhand wertorientierter Zielsetzungen wie zum Beispiel dem Wertbeitrag (Economic Value Added, EVA) oder dem Gewinn aus dem eingesetzten Kapital (Return on Capital Employed, ROCE), die auch die Verzinsungsansprüche der Eigenkapitalgeber zu berücksichtigen versuchen.

Der Großteil der diesjährigen Studienteilnehmer (59 Prozent) gab an, ihre Investitionsentscheidungen an strategischen und wertorientierten Zielsetzungen gleichermaßen festzumachen. Bei 31 Prozent der befragten Unternehmen dienen quantitative oder qualitative strategische Zielsetzungen als primäres Entscheidungskriterium. (Abbildung 67)

67 Kriterien bei der Investitionsentscheidung
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



Der Betrachtung von erwarteten Wertbeiträgen im Rahmen der Evaluierung von Investitionsalternativen ist hierbei besondere Aufmerksamkeit zu widmen, wobei die oben genannten Vorgehensweisen berücksichtigt werden sollten. Insbesondere ist zu beachten, dass eher statische Modelle wie EVA und ROCE Informationen über die Performance- und Risikoorientierung eines Unternehmens in der Regel nur unvollständig erfassen. Daher empfehlen wir Ansätze, die basierend auf mehrwertigen Planungsrechnungen und Simulations- und Szenarioanalysen Performance- und Risikoeffekte konsistent erfassen und im Bewertungskalkül berücksichtigen können. Wert- und Risikotreiber eines Investitionsvorhabens können so frühzeitig transparent dargestellt und entsprechend in der Entscheidungsfindung berücksichtigt werden (siehe Seite 10).

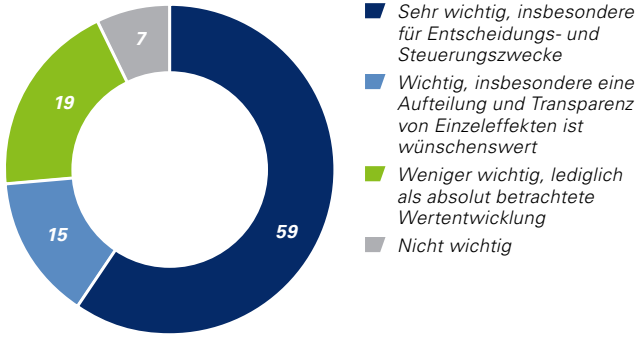
5.2 MONITORING DER WERTENTWICKLUNG

Nachdem eine Investitionsentscheidung getroffen und die Investition getätigt wurde, 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. Analog zu den Kriterien bei der Investitionsentscheidung sehen 59 Prozent der Unternehmen das Monitoring der Wertentwicklung als sehr wichtig an 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 diejenigen Unternehmen zurückführen, die angegeben haben, primär strategische Zielsetzungen bei der Investitionsentscheidung zu betrachten. Letztendlich muss sich jedoch auch jede strategische Zielsetzung in einer Wertveränderung niederschlagen. (Abbildung 68)

68 Monitoring der Wertentwicklung
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

5.3 DIE ROLLE DER KAPITALKOSTEN IN DER KAPITALMARKTKOMMUNIKATION

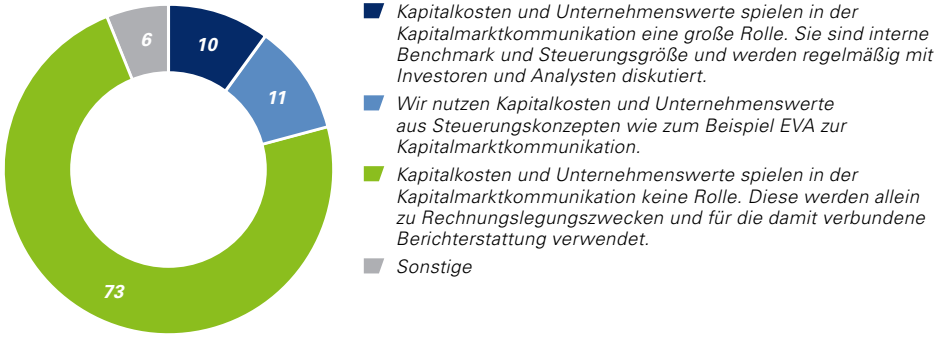
Für den weit überwiegenden Teil der Studienteilnehmer spielen Kapitalkosten und (die Entwicklung von) Unternehmenswerte(n) in der Kapitalmarktkommunikation keine Rolle. So werden zum Beispiel die im Rahmen des Impairment Test ermittelten Werte ausschließlich zu Rechnungslegungszwecken und zur hiermit verbundenen Berichterstattung genutzt. Ein kleiner Teil der befragten Unternehmen (10 Prozent) nutzt dagegen die im Rahmen des Impairment Test ermittelten Kapitalkosten als interne Benchmark und Steuerungsgröße und diskutiert sie regelmäßig auch mit Investoren und Analysten.

Dadurch erhöhen diese Unternehmen die Transparenz gegenüber ihren Investoren und erhalten durch die regelmäßige Diskussion der Parameter einen Einblick in Divergenzen zwischen Management- und Marktperspektiven. Das ist zum einen förderlich, um die in den IFRS teilweise geforderte Marktsicht zu erfüllen, und trägt zum anderen gleichzeitig dazu bei, Investorenerwartungen von Beginn an in die Betrachtungen einzubeziehen.

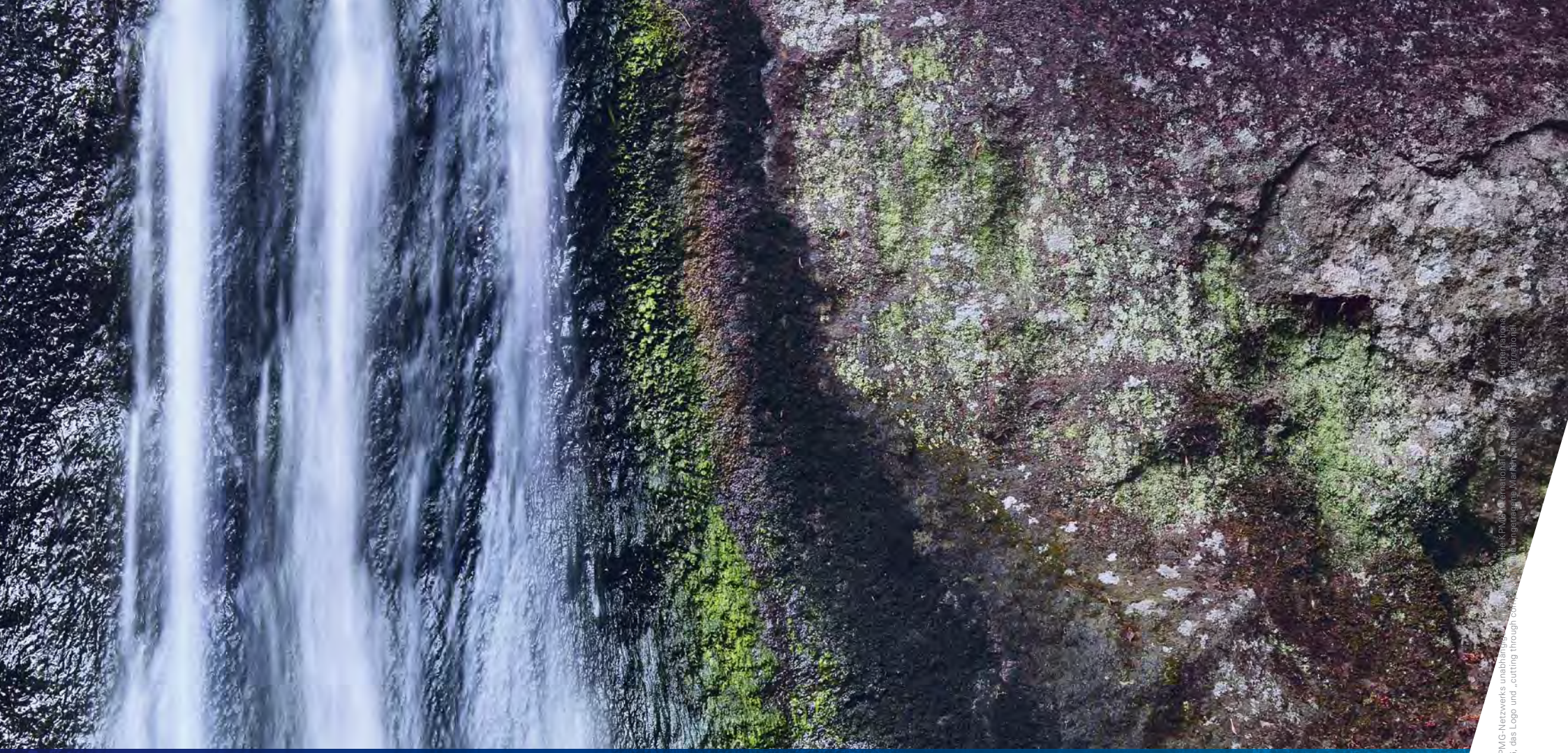
Von den Studienteilnehmern gaben 11 Prozent an, Kapitalkosten aus wertorientierten Steuerungskonzepten (zum Beispiel EVA) im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation zu nutzen. (Abbildung 69)

69 ***Kommunikation und Nutzung der Kapitalkosten***
Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.



6 BRANCHENAUSWERTUNGEN

© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger
Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through com

In der diesjährigen Studie betrachten wir die erhobenen Werte erneut differenziert nach Branchen. Für die Branche Real Estate war infolge der niedrigen Teilnehmerzahl wie bereits in den Vorjahren keine separate Auswertung möglich. Aufgrund der Besonderheiten in der Branche Financial Services haben wir hier angepasste Darstellungsformen gewählt, um wesentliche Branchenspezifika besser hervorzuheben.

Wie bereits in den Vorjahren ist die Branche Industrial Manufacturing in der diesjährigen Studie wieder mit den meisten Teilnehmern vertreten (37 Unternehmen; Vorjahr: 32 Unternehmen). Unter dieser Branche sind diejenigen Unternehmen zusammengefasst, die in unterschiedlichen industriellen Bereichen agieren, sowie Unternehmen, die überwiegend industrielle Zwischenprodukte herstellen.

Die deutlichsten Zuwächse im Vergleich zum Vorjahr waren bei Studienteilnehmern aus den Branchen Energy & Natural Resources und Transport & Leisure zu verzeichnen. Hier nahmen in diesem Jahr 16 nach 10 Unternehmen im Vorjahr bzw. 11 Unternehmen nach 6 Unternehmen im Vorjahr teil. (Abbildung 70)

Im Folgenden haben wir die wichtigsten Kennzahlen für die einzelnen Branchen übersichtlich und im Zeitverlauf dargestellt. Einleitend werden unsere Branchenspezialisten jeweils aktuelle Trends in ihren Branchen aufzeigen und einen Ausblick über erwartete Entwicklungen geben.

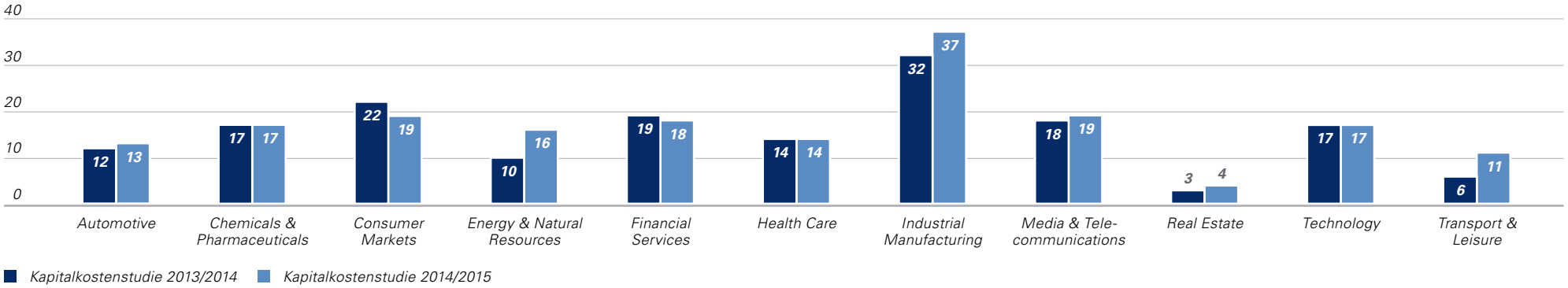
Sollten Sie Interesse an weitergehenden Auswertungen zu einzelnen Branchen haben, freuen wir uns, sie Ihnen individuell zur Verfügung zu stellen. Darüber hinaus stehen unsere Branchenspezialisten gern für Fragen und Anregungen zur Verfügung.

Weiterführende Informationen zu den Branchen finden Sie außerdem auf unserer Kapitalkostenseite: www.kpmg.de/kapitalkosten

Wir weisen darauf hin, dass sich die ausgewiesenen Werte für die Zeiträume 2012/2013 bzw. 2013/2014 auf die Erhebungen aus den jeweiligen Jahren beziehen. Daher ist nicht auszuschließen, dass sich die nachfolgend ausgewiesenen Werte auf Angaben von unterschiedlichen Unternehmen oder einer unterschiedlichen Anzahl von Unternehmen beziehen und hierdurch nur eine eingeschränkte Vergleichbarkeit gegeben ist.

70 Studienteilnehmer nach Branchen

Quelle: KPMG



© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International"), einer juristischen Person nach niederländischem Recht, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

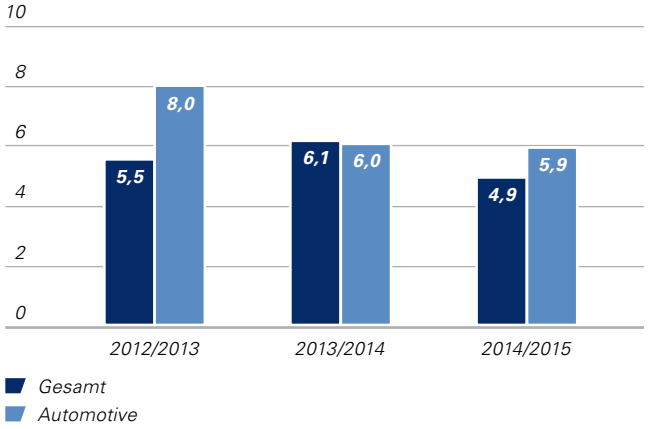
6.1 AUTOMOTIVE

Olaf Thein
Partner

„Wir beobachten, dass – analog zum Vorjahr – im Umfeld von historisch niedrigen Leitzinsen die Kapitalkosten im Automobilsektor im Zeitablauf weiter relativ konstant sind. Demzufolge ändern sich die langfristigen Renditeerwartungen in der Automobilbranche nicht. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass sich die Risikoprämien erhöht haben. Diese Erhöhung resultiert nicht nur aus globalen Trends wie neuen Antriebstechnologien oder der noch stärkeren Verschiebung der Wachstumsschwerpunkte in Richtung Asien. Vielmehr dringt auch der Megatrend Digitalisierung immer weiter in die Automobilbranche ein. Automobilhersteller, aber auch -zulieferer müssen sich daher heute schon die Frage stellen, ob sie ausreichend auf diese Veränderungen eingestellt sind und ob den neuen Kundenanforderungen mit den heutigen Geschäftsmodellen entsprochen werden kann. Branchenneulinge wie zum Beispiel Tesla oder Apple und Google strömen auf den Automobilmarkt und zeigen mit Innovationen, was technisch und digital möglich ist, während sie dabei austesten, was ihre künftige Kernkompetenz und Marktposition sein kann. Es bleibt spannend zu beobachten, ob und wie sich diese teilweise Branchenkonvergenz auch langfristig in den Kapitalkosten widerspiegeln wird.“

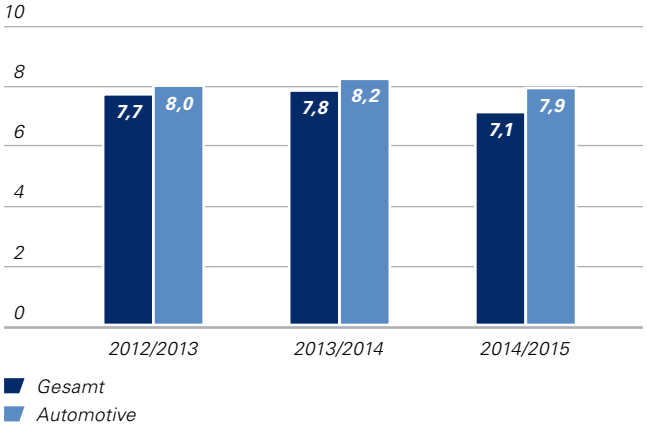
71 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Automotive
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



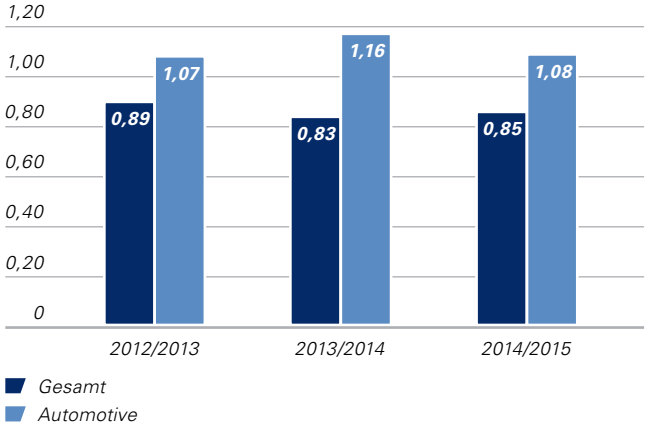
72 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Automotive
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



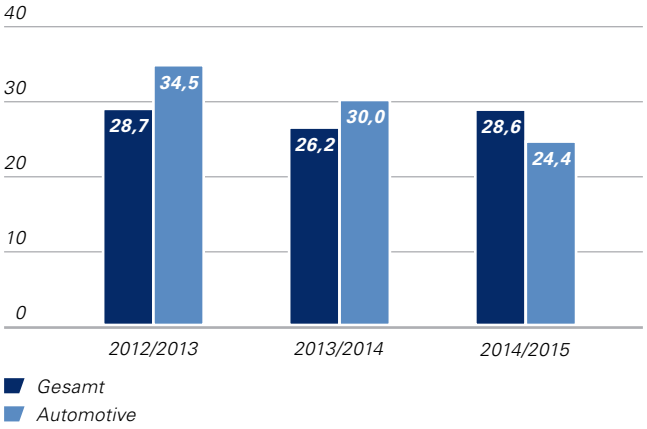
73 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Automotive

Quelle: KPMG



74 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote
Gesamt versus Automotive
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

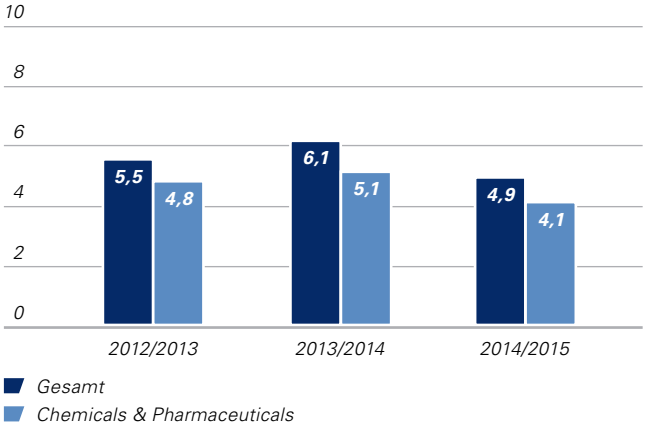
6.2 CHEMICALS & PHARMACEUTICALS

Christian Klingbeil
Partner

„Die wesentliche Nachfrage nach Chemieprodukten kommt inzwischen nicht mehr aus Europa, sondern aus den Schwellenländern und insbesondere aus Asien. Die internationale Verlagerung der Nachfragestrukturen führt zu einer Umschichtung von Investitionen in Produktionsstätten und Beteiligungen in Schwellenländern. Diese Entwicklung wird sich auch in den folgenden Jahren fortsetzen und die Chemieunternehmen vor vielfältige Herausforderungen stellen. Neben der Abhängigkeit von der zyklischen Entwicklung zentraler Endkundenindustrien sind zunehmende Spezifizierungen von Kundenansprüchen, ein verstärkter Wettbewerb aus Asien, der kostengünstige Zugang zu Rohstoffen, kürzere Produktlebenszyklen sowie die zunehmende Regulierung und damit verbundene Kosten vor allem in Europa strategische Hürden für die Unternehmen.
Auch der globale Pharmasektor steht vor großen Herausforderungen. Der hohe Anteil an Patentabläufen und die dadurch steigende Konkurrenz von Generikaprodukten führen zu einem kontinuierlich wachsendem Preis- und Innovationsdruck. Zusätzlich führen staatliche Initiativen zur Regulierung der Kosten im Gesundheitswesen zu steigendem Margendruck. Pharmaunternehmen reagieren auf die Rahmenbedingungen mit einer strategischen Fokussierung auf für sie wesentliche Indikationsgebiete. Die stringente Ausrichtung ihrer Portfolios ist dabei ein wichtiger Treiber der weiterhin hohen Anzahl an Unternehmenszusammenschlüssen.“

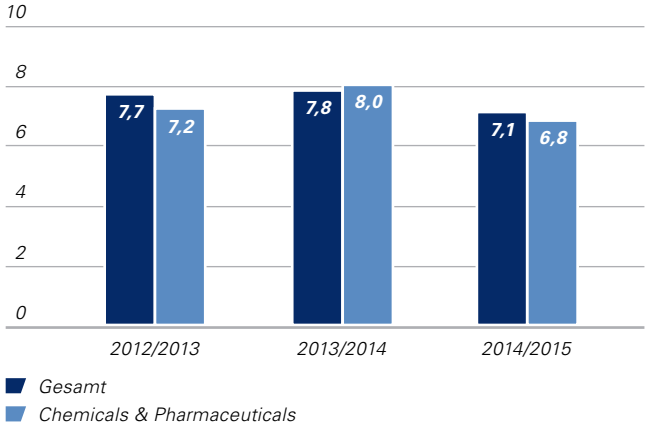
75 **Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum**
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



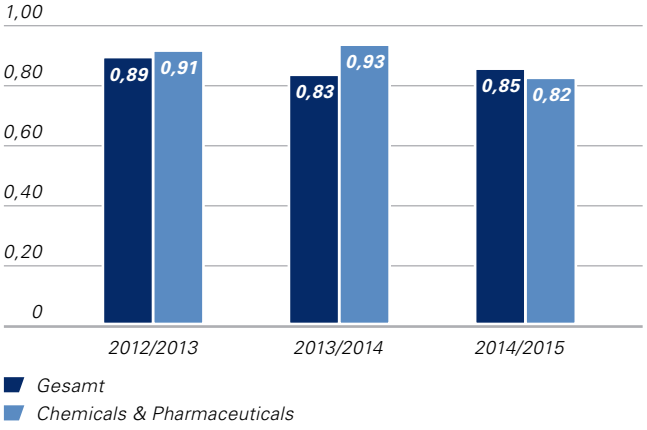
76 **Durchschnittlich verwendeter WACC**
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



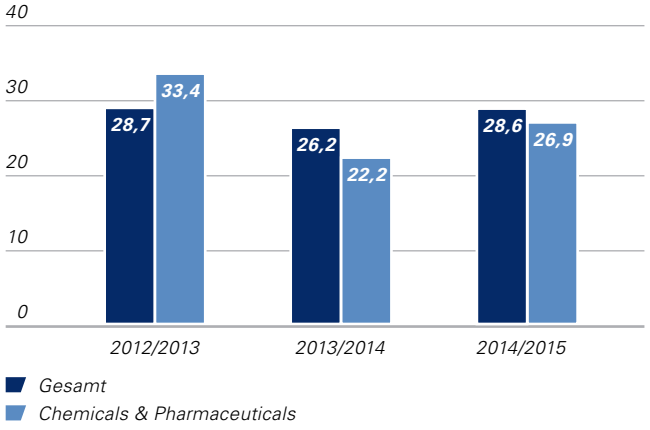
77 **Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals

Quelle: KPMG



78 **Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote**
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

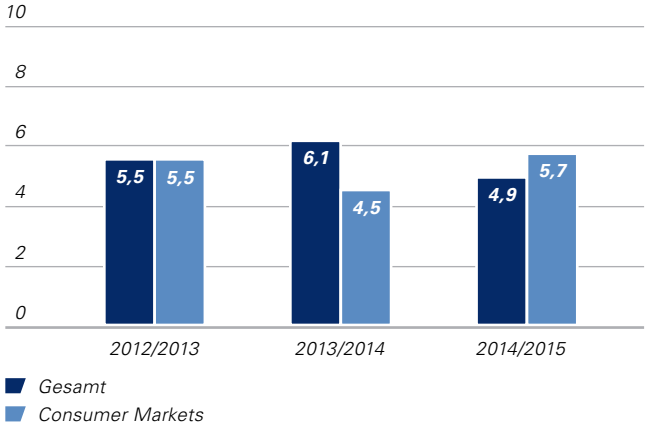
6.3 CONSUMER MARKETS

Stephan Fetsch / **Karen Ferdinand**
Partner / *Partner*

„Omni-Channel, mobiles Internet sowie Big Data & Analytics werden in den kommenden Jahren die zentralen Technologiethemen für den Handel sein. Insbesondere die Digitalisierung verändert den Handel nachhaltig. Sie führt zu mehr Transparenz: Der Kunde ist bestens informiert und verfügt teilweise über mehr Produktkenntnisse als das Verkaufspersonal. Sie erhöht die Dynamik: Trends und Produktinnovationen wechseln in immer kürzeren Abständen. Zudem sorgt sie für mehr Individualisierung: Der Wunsch nach personalisierten Produkten und Dienstleistungen zwingt die Produzenten, sich von alten Denkweisen zu verabschieden. All das führt zu mehr Datenpunkten, die zusammengebracht und analysiert werden müssen, mehr Informationsquellen und ausgefeilteren Technologien. Kunden erwarten laut KPMG-Konsumentenstudie Omni-Channel-Services wie etwa Retouren oder Abholungen von im Internet bestellten Waren in den Filialen, die Echtzeit-Verfügbarkeitsanzeige von Beständen sowie die Option, Onlinebestellungen aus der stationären Filiale heraus zu tätigen. In dem Maße, in dem Kunden Kommunikation, Wohnen und Einkaufen neu erfinden, müssen Handelsunternehmen ihre Produktion, ihren Vertrieb und ganze Geschäftsmodelle anpassen. Die Branche setzt sich bereits intensiv mit Cloud- und Mobile-Payment-Lösungen auseinander. Techniken wie Augmented Reality oder interaktive Schaufenster können den Einkauf zu einem Erlebnis aufwerten.“

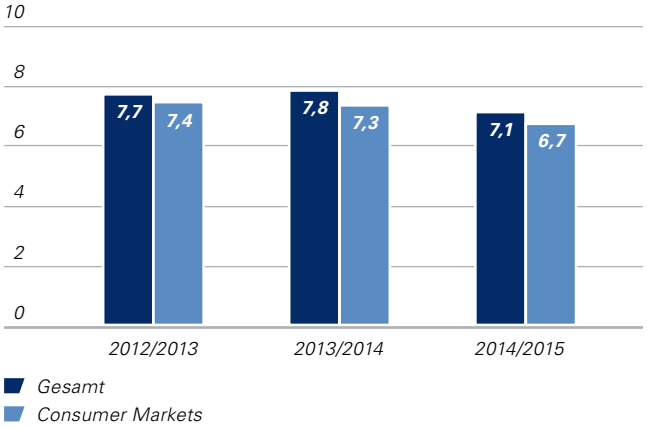
79 **Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum**
Gesamt versus Consumer Markets
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



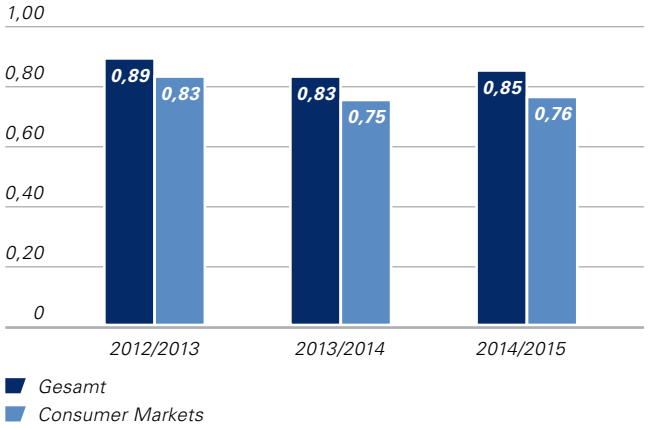
80 **Durchschnittlich verwendeter WACC**
Gesamt versus Consumer Markets
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



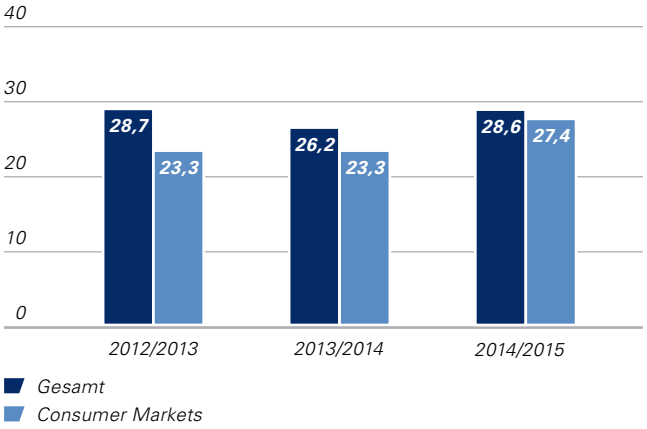
81 **Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Consumer Markets

Quelle: KPMG



82 **Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote**
Gesamt versus Consumer Markets
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

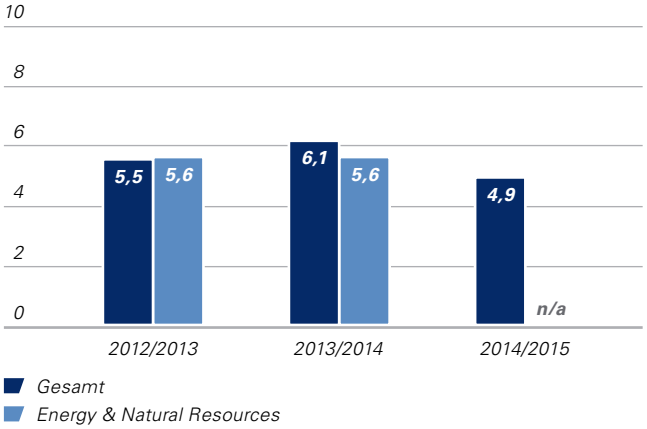
6.4 ENERGY & NATURAL RESOURCES

Michael Salcher
Partner

„Die Energiebranche mit dem Hauptanteil der Stromerzeuger und -versorger befindet sich nach wie vor und mehr denn je in einer industrieverändernden Phase. Der Erzeugungsmix und die Abhängigkeiten von Rohstoffen werden sich massiv verändern. Nach dem Nuklearausstieg ist die Debatte um den Kohleausstieg in vollem Gange. Gleichzeitig wird um Investitionen in erneuerbare Energien und in die notwendige Netz- und Speicherinfrastruktur gerungen. Die Situation ist derzeit durch volatile Bezugs- und Absatzmärkte, politische Rahmenbedingungen und notwendige Strategiediskussionen geprägt. Die entscheidende Frage dabei ist, wie die Anpassung an verschiedene Energiewelten gelingen kann: Investitionen in neue Geschäftsmodelle und -strategien, in Rückbau und Kapazitäten, in eine digitale Struktur über alle Wertschöpfungsstufen hinweg werden Ergebnisse belasten und damit Auswirkungen auf die Performance und das Risikoprofil der Unternehmen haben. Die börsennotierten Branchenunternehmen nehmen Wachstumserwartungen zurück. Das ist konsistent zu den Ergebnisbelastungen bei gleichzeitig gestiegenem Risiko. Doch auch wenn die Branche sich unverändert im Umbruch befindet und auf absehbare Zeit durch die genannten Herausforderungen geprägt sein wird – Strom, Gas und Wärme werden immer gebraucht.“

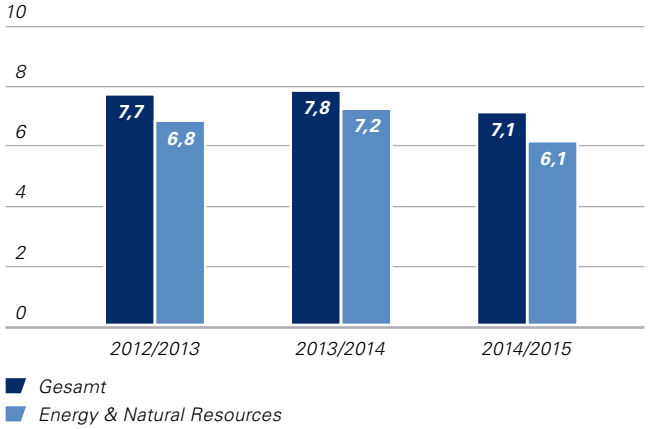
83 **Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum**
Gesamt versus Energy & Natural Resources
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



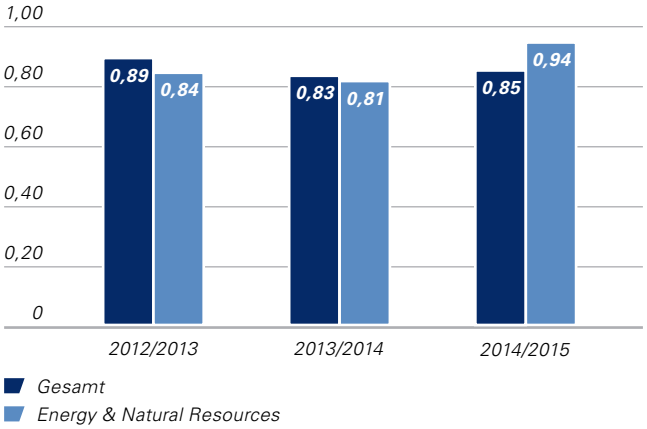
84 **Durchschnittlich verwendeter WACC**
Gesamt versus Energy & Natural Resources
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



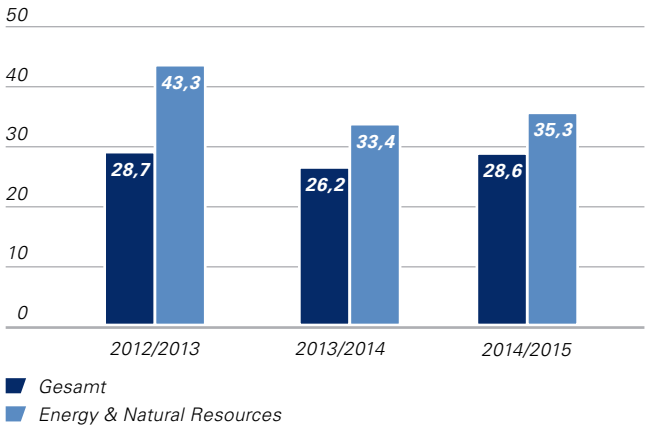
85 **Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Energy & Natural Resources

Quelle: KPMG



86 **Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote**
Gesamt versus Energy & Natural Resources
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

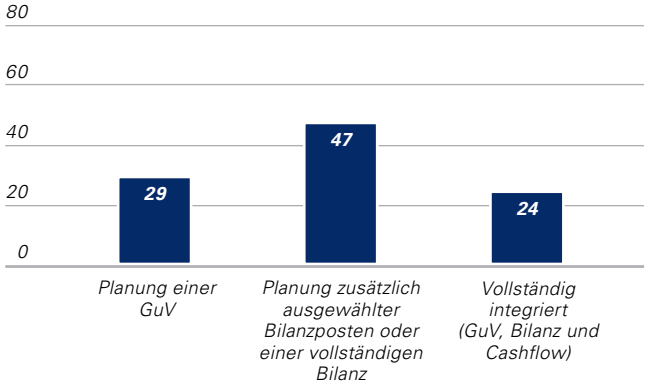
6.5 FINANCIAL SERVICES

Timo Schuck
Partner

„Der Financial Services-Sektor ist geprägt durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld, den weiterhin hohen regulatorischen Druck und die Suche nach tragfähigen Geschäftsmodellen. Das trifft insbesondere Banken und Versicherer. Ein nachhaltiges Renditeniveau zu erzielen, das über den Kapitalkosten liegt, bleibt die drängende Herausforderung für alle Financial Services-Unternehmen. Die mittelfristig erwartete Zinswende und die bei vielen Marktteilnehmern laufende Optimierung von Kostenstrukturen sowie Produkt- und Vertriebsansätzen könnte eine Stabilisierung der Bewertungen nach sich ziehen – die Anzahl der Marktteilnehmer wird durch Zusammenschlüsse oder Run-off-Lösungen weiterhin tendenziell abnehmen, wogegen die Anzahl und Bedeutung von ‚FinTechs' auch in Deutschland zunehmen wird."

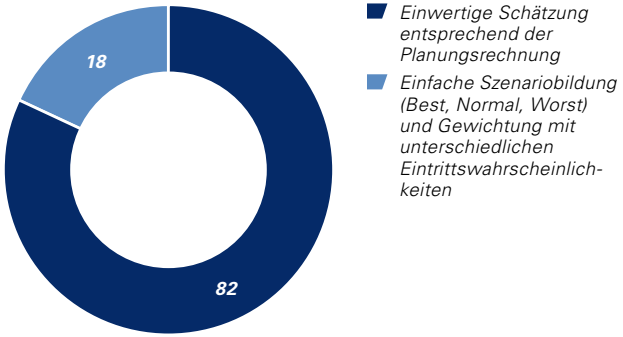
87 **Detaillierungsgrad der Planung**
Financial Services
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



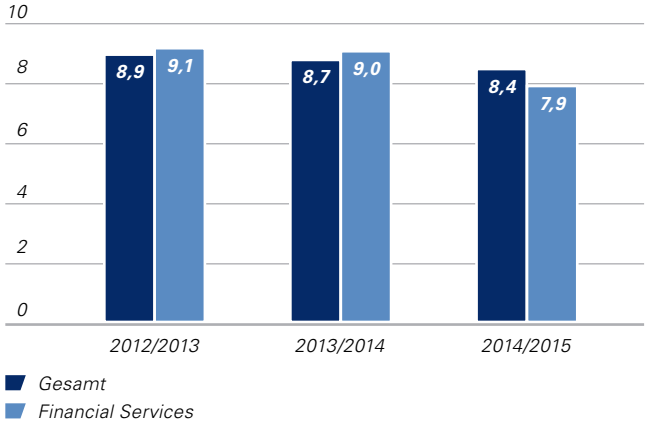
88 **Methode zur Ableitung der Erwartungswerte**
Financial Services
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



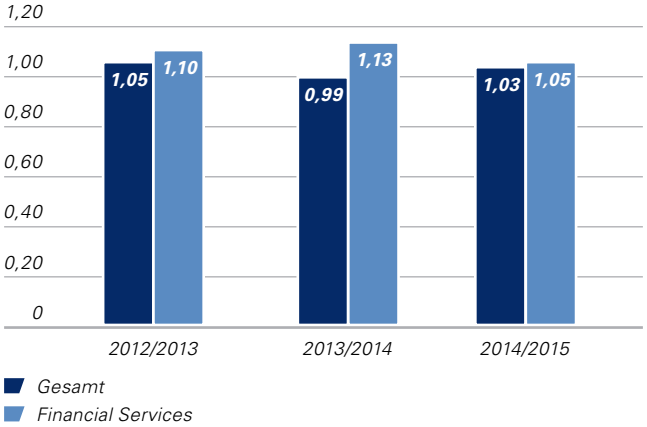
89 **Durchschnittlich verwendete Eigenkapitalkosten**
Gesamt versus Financial Services
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



90 **Durchschnittlich verwendeter verschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Financial Services

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

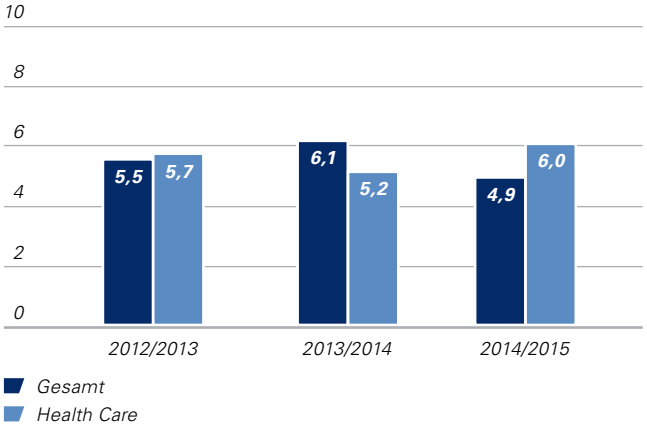
6.6 HEALTH CARE

Christian Klingbeil
Partner

„Der Gesundheitsmarkt befindet sich in einem Spannungsfeld zwischen Expansion und wachsendem Preis- bzw. Kostendruck. Expansionsmöglichkeiten werden getrieben durch Bevölkerungswachstum und zunehmenden Zugang zur Gesundheitsversorgung in Schwellenländern. Auch die technischen Fortschritte im Bereich Diagnose und Therapie tragen hierzu bei. Demgegenüber stehen die regulatorischen Rahmenbedingungen der Gesundheitssysteme mit einer Fokussierung auf Kostenkontrolle und Einsparungen. Die im Gesundheitsmarkt tätigen Unternehmen erfahren entsprechend ihrer strategischen Aufstellung bzw. Wertschöpfungskette die derzeitigen Marktgegebenheiten in unterschiedlicher Ausprägung. So sind beispielsweise die Großhändler von pharmazeutischen Produkten stark von landesspezifischen Vergütungsregulierungen betroffen, eventuelle Margenverbesserungen resultieren häufig aus internen Effizienzsteigerungen oder Zukäufen und einhergehenden Einkaufssynergien. Die Unternehmen der Medizintechnik dagegen können häufig auf der Basis innovativer Technologielösungen und Produktspezialisierungen auf internationaler Basis attraktive Margen realisieren. Krankenhausbetreiber, Rehaeinrichtungen oder Dienstleister sind wiederum regelmäßig lokal ausgerichtet und stark abhängig von den Strukturen der relevanten Gesundheitsbehörden und einhergehendem Kostendruck, was zu einem zunehmenden Konzentrationsprozess führt.“

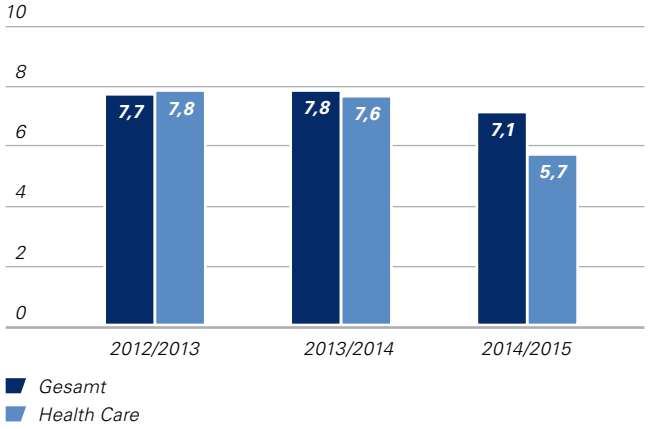
91 **Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum**
Gesamt versus Health Care
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



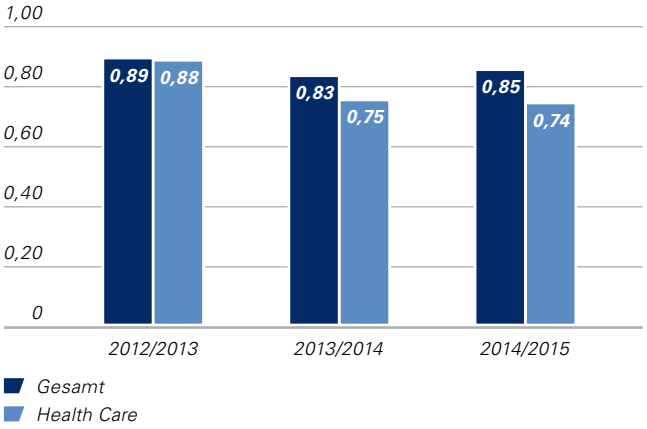
92 **Durchschnittlich verwendeter WACC**
Gesamt versus Health Care
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



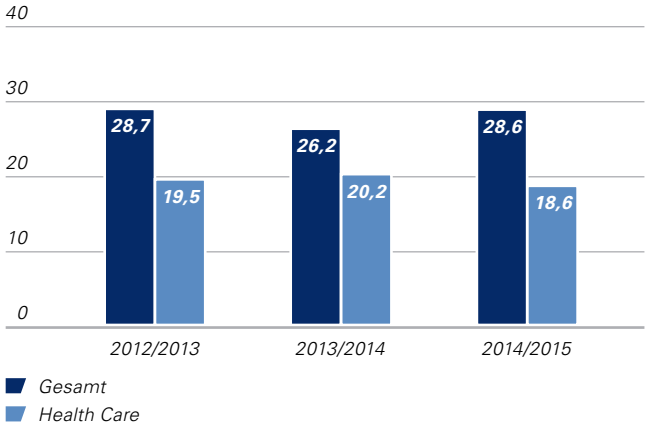
93 **Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Health Care

Quelle: KPMG



94 **Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote**
Gesamt versus Health Care
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

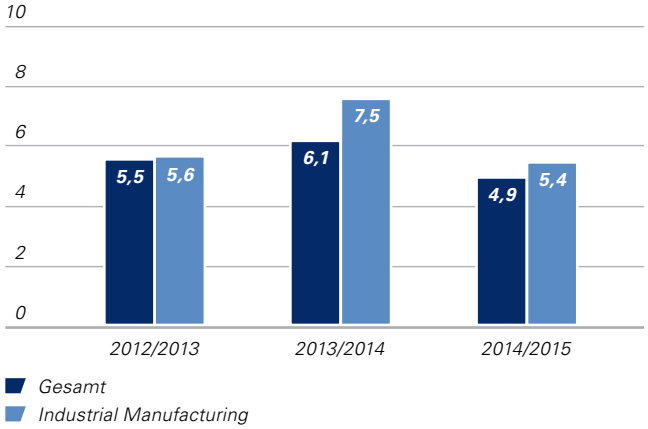
6.7 INDUSTRIAL MANUFACTURING

Dr. Jakob Schröder
Partner

„Deutsche und andere europäische stark exportabhängige produzierende Unternehmen haben sich aufgrund der Wachstumsschwäche in der Eurozone noch stärker auf außereuropäische Märkte – insbesondere auf Regionen mit an den US-Dollar gekoppelten Währungen – ausgerichtet. Hinzu kam die ‚neue Normalität' eines reduzierten Wirtschaftswachstums in China. Aufgrund des auch in diesen Märkten weiter steigenden Wettbewerbs sind die Anforderungen hinsichtlich kosteneffizienter Produktions- und Verwaltungsstrukturen und der Innovationsfähigkeit weiter gewachsen. Prozessinnovationen, wie der weite Weg zu einer hochflexiblen (bis zur Losgröße 1) und digital gesteuerten Produktion und Logistik oder die Entwicklung und der Einsatz neuartiger additiver Fertigungsverfahren, sind dabei ebenso von Bedeutung wie die kontinuierliche Anpassung der Produkte an die Dynamik der Kundenbedürfnisse und Absatzmärkte. Darüber hinaus sind vielfach neue Geschäftsmodelle und Partnerschaften erforderlich, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten bzw. zu steigern. Zur Finanzierung der Innovationsausgaben und zum profitablen Wachstum trägt derzeit auch die günstige Kombination aus niedrigen Zinsen, schwachen Eurokursen und niedrigen Rohstoffpreisen bei."

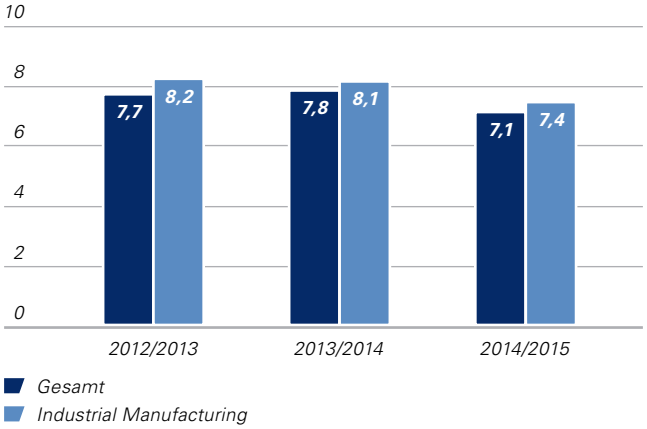
95 **Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum**
Gesamt versus Industrial Manufacturing
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



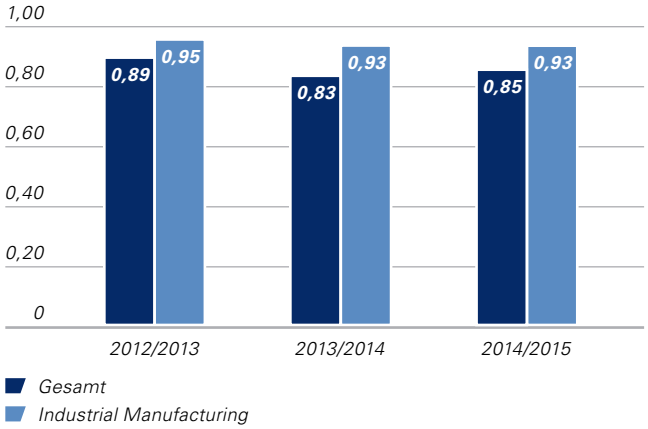
96 **Durchschnittlich verwendeter WACC**
Gesamt versus Industrial Manufacturing
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



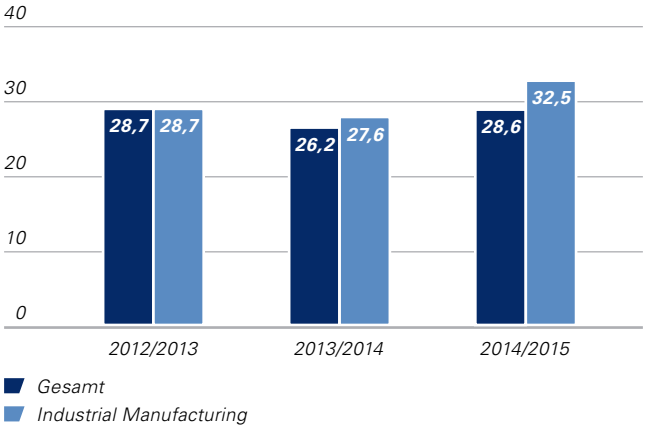
97 **Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Industrial Manufacturing

Quelle: KPMG



98 **Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote**
Gesamt versus Industrial Manufacturing
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

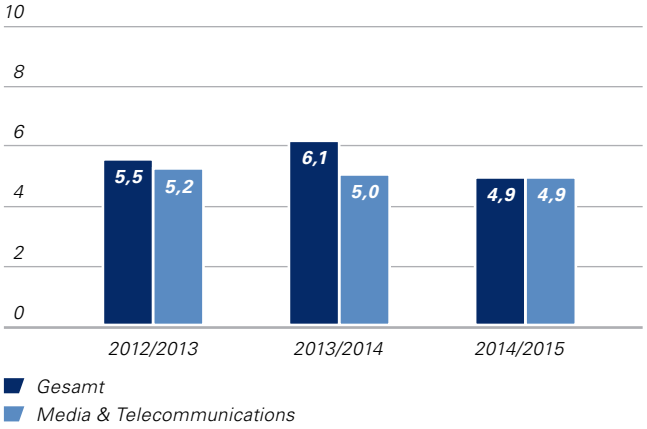
6.8 MEDIA & TELECOMMUNICATIONS

Prof. Dr. Vera-Carina Elter / **Stefan Schöniger**
Partner / Partner

„Die Medien- und Telekommunikationsbranche befindet sich, wie fast alle Industrien, weiterhin in einem fundamentalen Umbruch, getrieben durch die Digitalisierung in allen Lebensbereichen. Das spiegelt sich auch in einer anhaltenden Konsolidierung und Umstrukturierung wider.
In der Medienbranche fand im letzten Jahr die Mehrheit der Akquisitionen im Digitalgeschäft statt. Das verdeutlicht die Entwicklung, dass sich der Großteil der traditionellen Medienunternehmen durch zahlreiche Akquisitionen ins Digitalgeschäft einkauft, um damit die Transformation zu multimedialen Mediengruppen voranzutreiben.
Auch in der Telekommunikationsindustrie setzt sich der Transformationsprozess fort. Die Kunden dieser Unternehmen erwarten allgegenwärtig verfügbare und zuverlässige Dienste bei gleichzeitiger kostenloser Nutzung der Freemium-Angebote. Technologisch stellt diese Entwicklung hohe Anforderungen an die Netzinfrastruktur. Der Umbau zum All-IP-Netz und Bandbreite bestimmen das Investitionsverhalten. Die Telekommunikationsunternehmen stehen daher vor der Herausforderung, durch die Realisierung von Premium-Geschäftsmodellen entsprechende Renditen auf diese Investitionen zu erzielen.“

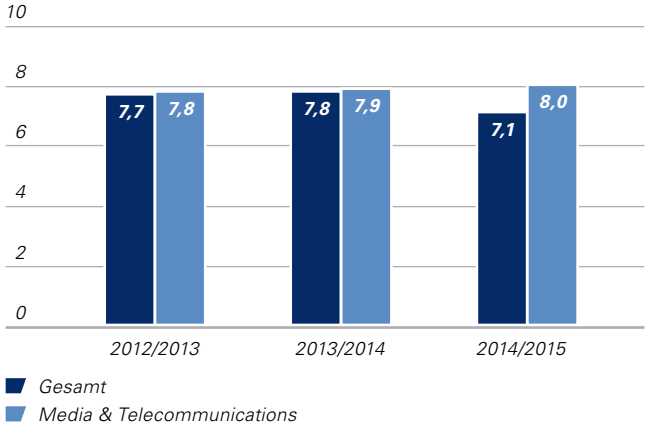
99 **Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum**
Gesamt versus Media & Telecommunications
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



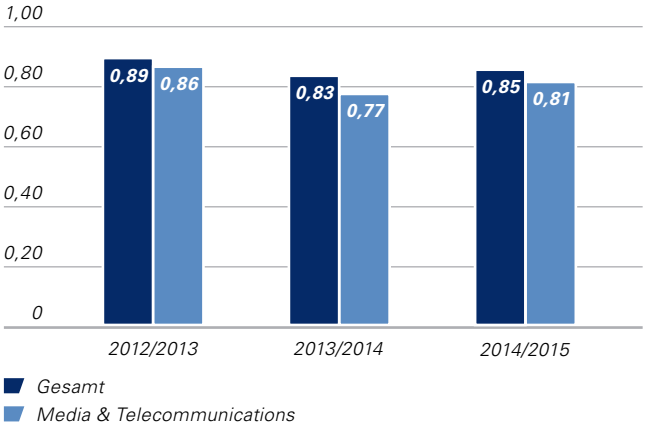
100 **Durchschnittlich verwendeter WACC**
Gesamt versus Media & Telecommunications
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



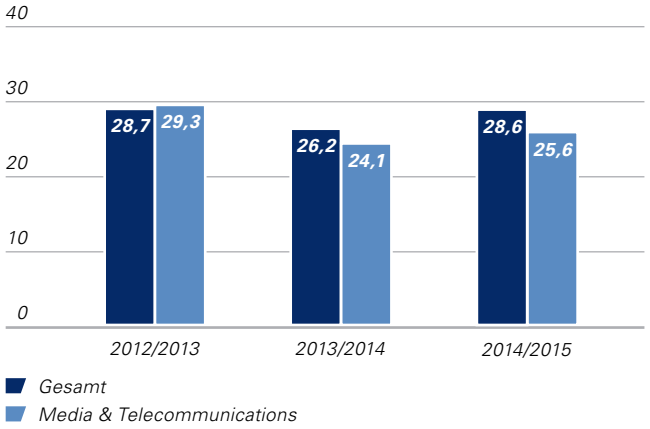
101 **Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor**
Gesamt versus Media & Telecommunications

Quelle: KPMG



102 **Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote**
Gesamt versus Media & Telecommunications
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

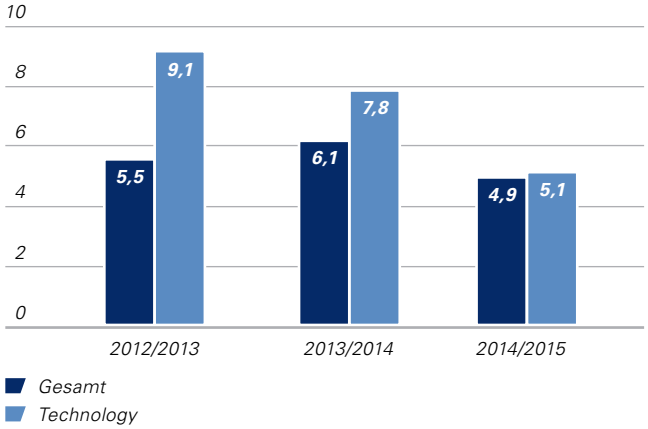
6.9 TECHNOLOGY

Dr. Gunner Langer
Director

„Digitalisierung, Virtualisierung und Vernetzung bilden auch zukünftig die zentralen Wachstumschancen für Technologieunternehmen. Die Innovationen der Technologieunternehmen werden den Motor für eine Vielzahl neuer Geschäftsmodelle in anderen Branchen bilden. Die Herausforderungen an die Innovationsfähigkeit werden dabei an Komplexität zunehmen: Die Nutzung der Marktchancen aus Cloud-Computing, Big Data, Industrie 4.0 erfordern Lösungen für Datenschutz und IT-Sicherheit. Da der Zeitpunkt der Markteinführung unverändert entscheidend für die Adoption der Technologie sowohl durch Konsumenten als auch Unternehmenskunden der Technologieunternehmen sein wird, ist die Verfügbarkeit technologischer Kompetenzen zur Positionierung als Technologieführer der zentrale Treiber für Akquisitionen bzw. Kooperationen in der Zukunft. Gleichzeitig erfordert es von Technologieunternehmen die Evaluation von Chancen durch gezielte Investitionen im Start-up-Umfeld.“

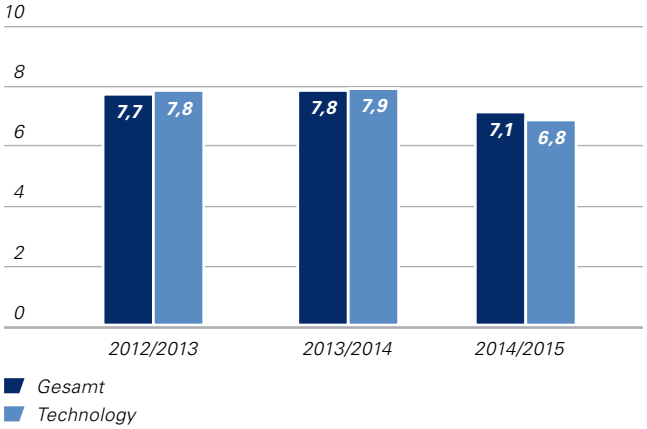
103 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Technology
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



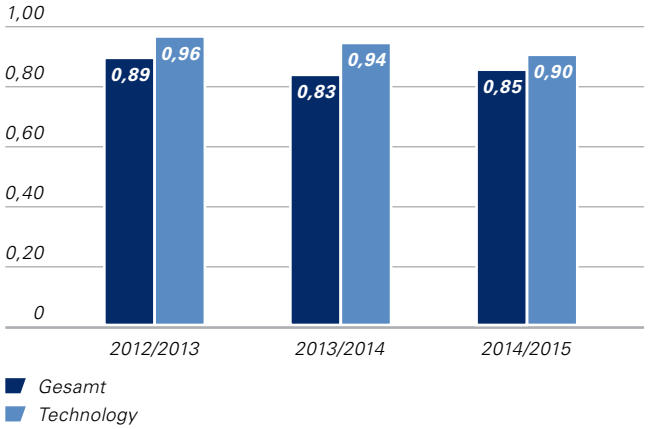
104 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Technology
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



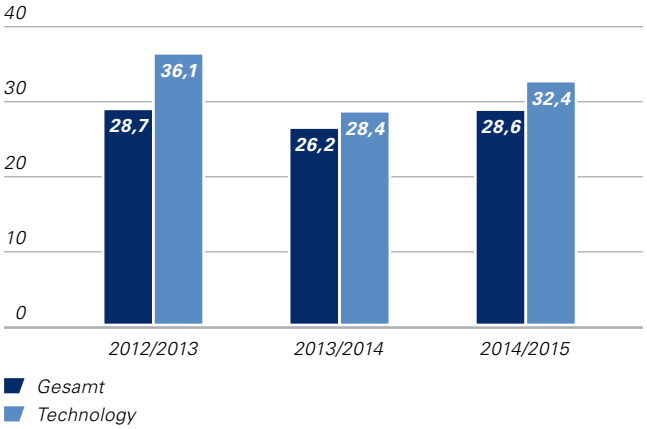
105 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Technology

Quelle: KPMG



106 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote
Gesamt versus Technology
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

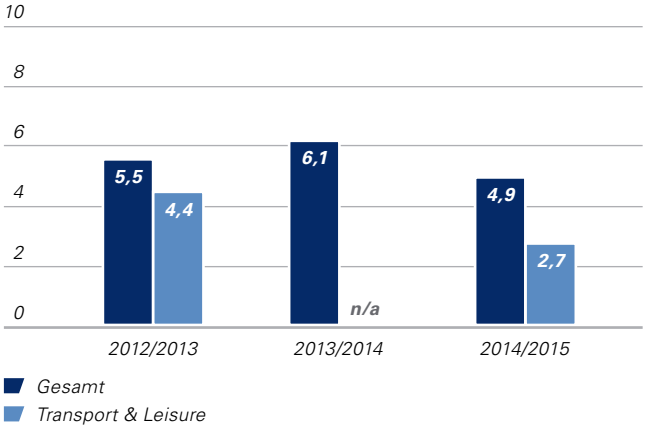
6.10 TRANSPORT & LEISURE

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

„Hohe Volatilitäten im Ölpreis, bestehende Überkapazitäten und anhaltende globale wirtschaftliche Unsicherheiten führen weiterhin dazu, dass sich die Unternehmensstrukturen im Transportsektor kontinuierlich anpassen müssen, um flexibel auf zukünftige Herausforderungen reagieren zu können. Das Konsolidierungsbestreben bleibt hierdurch entsprechend hoch und wird getrieben durch Expansionen in neue regionale Märkte und Geschäftsfelder sowie die vertikale Spezialisierung der Transportunternehmen auf bestimme Kundenindustrien. Die Zunahme von privaten Investitionen in die Transportinfrastrukturbetreiber wird ein weiterer wesentlicher Treiber im Transportsektor bleiben. Bedingt durch fehlenden finanziellen Spielraum der Staatshaushalte – sowohl in den Emerging Markets als auch in den reifen Märkten – für die Finanzierung gebotener Infrastrukturinvestitionen treten verstärkt private Investoren auf, die auf der Suche nach stabilen Einnahmequellen sind. Die zunehmende Digitalisierung der Transportbranche und der starke Einfluss des wachsenden E-Commerce-Geschäfts lässt zudem weiter den gezielten Erwerb von spezialisierten IT- und E-Commerce Unternehmen erwarten.“

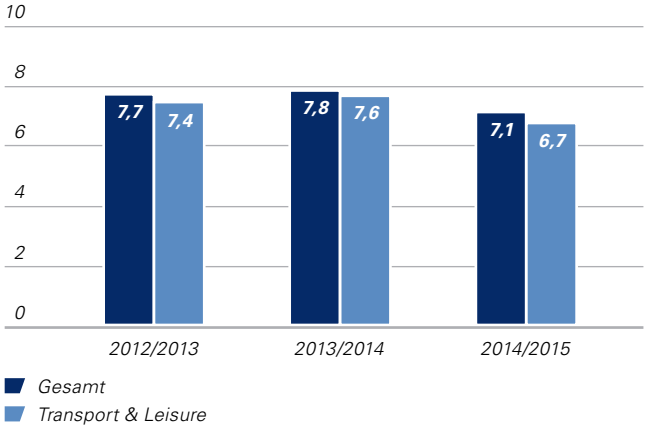
107 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Transport & Leisure
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



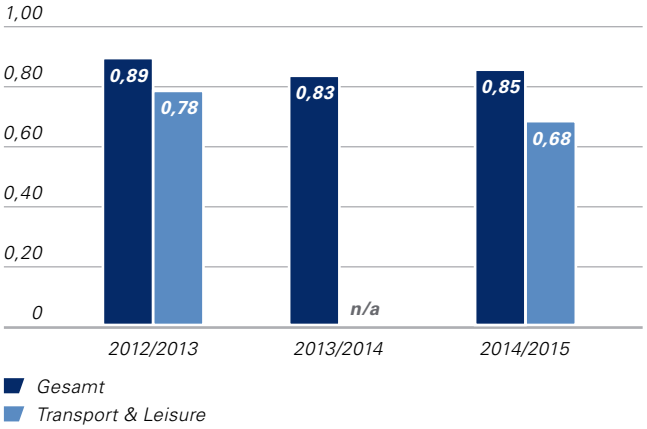
108 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Transport & Leisure
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



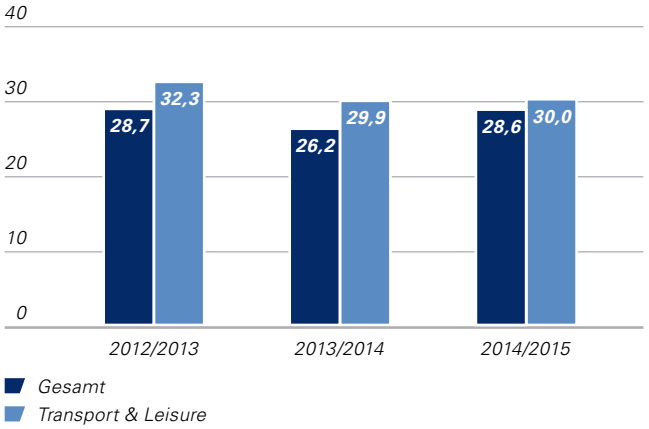
109 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Transport & Leisure

Quelle: KPMG



110 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote
Gesamt versus Transport & Leisure
(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEDA	Corporate Economic Decision Assessment
CGU	Cash Generating Unit
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EVA	Economic Value Added
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FCF	Free Cash Flow
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IAS	International Accounting Standards
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IDW S 1	Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
IP	Internetprotokoll
IT	Informationstechnik
M&A	Merger & Acquisitions
MDAX	Deutscher (Mid-Cap) Aktienindex
KFS BW 1	Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (Österreich)
ROCE	Return on Capital Employed
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
WACC	Weighted Average Cost of Capital

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

IHRE ANSPRECHPARTNER

KPMG in Deutschland

Automotive

Dr. Marc Castedello
Partner
Head of Deal Advisory,
Valuation Deutschland
T +49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

Consumer Markets

Karen Ferdinand
Partner
T +49 69 9587-6500
kferdinand@kpmg.com

Energy & Natural Resources

Michael Killisch
Director
T +49 211 475-6325
mkillisch@kpmg.com

Transport & Leisure

Dr. Andreas Bonnard
Partner
T +49 89 9282-1331
andreasbonnard@kpmg.com

Consumer Markets

Stephan Fetsch
Partner
T +49 221 2073-5534
stephanfetsch@kpmg.com

Chemicals & Pharmaceuticals
Health Care

Christian Klingbeil
Partner
T +49 89 9282-1284
cklingbeil@kpmg.com

Media
Energy & Natural Resources

Prof. Dr. Vera-Carina Elter
Partner
T +49 211 475-7505
veraelter@kpmg.com

Building & Construction

Michael Hahn
Director
T +49 711 9060-41163
michaelhahn@kpmg.com

Technology
Media & Telecommunications

Dr. Gunner Langer
Director
T +49 69 9587-2830
glanger@kpmg.com

Energy & Natural Resources
Industrial Manufacturing

Andreas Emmert
Director
T +49 911 5973-3933
aemmert@kpmg.com

Financial Services

Gudrun Hoppenburg
Director
T +49 69 9587-2640
ghoppenburg@kpmg.com

Real Estate

Gunther Liermann
Partner
T +49 69 9587-4023
gliermann@kpmg.com

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

© 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, das Logo und „cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Real Estate

Andreas Lohner
Director
T +49 89 9282-4926
alohner@kpmg.com

Financial Services

Timo Schuck
Partner
T +49 69 9587-1699
tschuck@kpmg.com

KPMG in Österreich

Dr. Klaus Mittermair
Partner
Head of Deal Advisory Österreich
T +43 732 6938-2151
kmittermair@kpmg.at

Energy & Natural Resources

Michael Salcher
Partner
T +49 89 9282-1239
msalcher@kpmg.com

Automotive

Olaf Thein
Partner
T +49 89 9282-1579
othein@kpmg.com

KPMG in der Schweiz

Johannes Post
Partner
EMA Head of Valuation
T +41 58 249-3592
jpost@kpmg.com

Consumer Markets
Telecommunications

Stefan Schöniger
Partner
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

Transport & Leisure
Health Care

Dr. Andreas Tschöpel
Partner
T +49 30 2068-1488
atschoepel@kpmg.com

Industrial Manufacturing
Financial Services

Dr. Jakob Schröder
Partner
T +49 211 475-8200
jakobschroeder@kpmg.com

Automotive
Industrial Manufacturing

Ralf Weimer
Director
T +49 89 9282-1150
rweimer@kpmg.com

Kontakt

Deutschland

Gesamtverantwortung
Stefan Schöniger
Deal Advisory, Valuation
Partner
KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Ludwig-Erhard-Straße 11–17
20459 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

Fachliche Koordination
Dr. Marc Castedello
Head of Deal Advisory, Valuation Deutschland
Partner
KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Ganghoferstraße 29
80339 München
T +49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

Österreich
Dr. Klaus Mittermair
Head of Deal Advisory Österreich
Partner
KPMG Alpen-Treuhand GmbH
Kudlichstraße 41
4020 Linz
T +43 732 6938-2151
kmittermair@kpmg.at

Schweiz
Johannes Post
Deal Advisory, EMA Head of Valuation
Partner
KPMG AG
Badenerstrasse 172
8036 Zürich
T +41 58 249-3592
jpost@kpmg.com

www.kpmg.de

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.

Bildnachweis: S. 1: ©iStock.com/irabell; S. 8: ©iStock.com/SPrada; S. 14: ©iStock.com/nicholashan; S. 23: ©iStock.com/omersukrugoksu; S. 24: ©iStock.com/RNMitra; S. 47: ©iStock.com/BjornRasmussen; S. 48: ©iStock.com/PytyCzech; S. 52: ©iStock.com/Willowpix; S. 58: ©iStock.com/Serg Myshkovsky; S. 71: ©iStock.com/ehrlif