



Kapitalkostenstudie 2016

Wertmessung – quo vadis?



Inhalt

Grußwort	3	5 Relevanz von Unternehmenswerten und Unternehmenswertentwicklung	50
Zusammenfassung der Ergebnisse	6	5.1 Kriterien bei der Investitions- entscheidung	53
1 Überblick	8	5.2 Monitoring der Wertentwicklung	54
2 Ableitung der Plan-Cashflows	12	5.3 Die Rolle der Kapitalkosten in der Kapitalmarktkommunikation	55
2.1 Erstellung der Planungsrechnung	13	6 Branchenauswertungen	56
2.2 Wachstumserwartungen	15	6.1 Automotive	58
2.3 Ableitung von Erwartungswerten	16	6.2 Chemicals & Pharmaceuticals	59
2.4 Festlegung des nachhaltigen Jahres	17	6.3 Consumer Markets	60
3 Ableitung der Kapitalkostenparameter	20	6.4 Energy & Natural Resources	61
3.1 Gesamtübersicht WACC	21	6.5 Financial Services	62
3.2 Risikoloser Basiszinssatz	23	6.6 Health Care	63
3.3 Marktrisikoprämie	26	6.7 Industrial Manufacturing	64
3.4 Betafaktor	29	6.8 Media & Telecommunications	65
3.5 Eigenkapitalkosten	32	6.9 Real Estate	66
3.6 Weitere Risikozuschläge	36	6.10 Technology	67
3.7 Fremdkapitalkosten und Fremdkapital- quote	38	6.11 Transport & Leisure	68
3.8 Nachhaltige Wachstumsrate	42	Abkürzungsverzeichnis	69
4 Impairment Test	44	Ihre Ansprechpartner	70
4.1 Anlass und Ergebnis	45		
4.2 Bestimmung des Recoverable Amount	47		
4.3 Plausibilisierung	48		

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.

Nach der letztjährigen „Jubiläumsausgabe“ unserer Kapitalkostenstudie stellt die diesjährige 11. Ausgabe eine „Rekordausgabe“ dar. Mit 196 Unternehmen (gegenüber 148 Unternehmen im Vorjahr) haben mehr Unternehmen an der Studie teilgenommen als jemals zuvor. Dafür möchten wir uns ganz herzlich bedanken.

Diese hohe Teilnehmerzahl und das positive Feedback aus den vergangenen Jahren sind für uns Erfolg und Herausforderung zugleich. Wir hoffen, dass die Studie unverändert ein fester Bestandteil Ihrer praktischen Bewertungsarbeit bleibt und unsere Schwerpunktthemen auch in diesem Jahr für Sie von besonderem Interesse sind.

Grußwort

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen die Ergebnisse der elften Ausgabe unserer Kapitalkostenstudie zu präsentieren. In diesem Jahr beleuchten wir, wie sich das unverändert dynamische Wirtschaftsumfeld und die hohen Marktvolatilitäten auf unternehmerische Entscheidungsprozesse – zum Beispiel im Rahmen von Investitions-, Transaktions- oder Transformationsentscheidungen – auswirken und damit Planungsrechnungen und Kapitalkosten beeinflussen.

Die Wahl der richtigen Entscheidung oder Handlungsoption orientiert sich zunehmend an den hiermit verbundenen Performance- und Risikoveränderungen, die gleichermaßen Ursache für resultierende Veränderungen des Unternehmenswerts sind. Basis zur Beurteilung von unternehmerischen Entscheidungen sind demzufolge Bewertungskalküle, deren Kern die sachgerechte Ableitung der Plan-Cashflows sowie der hierzu äquivalenten Kapitalkosten ist.

In einem dynamischen und volatilen Umfeld sind die beteiligten Stakeholder zunehmend interessiert an einer transparenten Kommunikation über die zukünftigen Auswirkungen unternehmerischer Entscheidungen auf die Performance und das Risiko des Unternehmens sowie den Entscheidungsprozess selbst.

Folglich liegt der Schwerpunkt unserer Studie – neben dem wertorientierten Entscheidungsprozess selbst – insbesondere auf seiner Darstellung im Rahmen einer transparenten Kapitalmarktkommunikation.

Vor diesem Hintergrund haben wir für die diesjährige Kapitalkostenstudie das Motto „Wertmessung – quo vadis?“ gewählt. Diesem Motto folgen auch unsere begleitenden Schwerpunktthemen:

- Neue Methoden zur Wertbestimmung
- Big Data und Business Analytics Tools
- Risikotransparenz und Risikosteuerung
- Wertorientierte Steuerungssysteme 2.0

Da sich die finanziellen Auswirkungen von Entscheidungen auch sachgerecht in der Rechnungslegung widerspiegeln müssen, hat sich die Erhebung der empirischen Informationen weiterhin am IFRS Impairment Test orientiert, da der Impairment Test und die mit ihm verbundene Bewertung für alle IFRS-Anwender obligatorisch sind.

Ergänzend zu der Ihnen vorliegende Studie möchten wir auf die interaktiven Auswertungsmöglichkeiten der Erhebung auf unserer Website unter www.kpmg.de/kapitalkosten verweisen.

Wir würden uns freuen, wenn auch die diesjährige Studie auf Ihr Interesse trifft. Gern diskutieren wir die Ergebnisse mit Ihnen im Rahmen eines persönlichen Termins 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

Ausgaben der Kapitalkostenstudie von KPMG

Neuerungen in der Studie

Schwerpunktthemen der Studie

'06



- Soll-Ist-Vergleich zur Umsetzung des Impairment Test nach IFRS (IAS 36) und US-GAAP (SFAS 142) in deutschen Unternehmen

'07



- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus der Schweiz und Österreich, zusätzlich zu Deutschland

'08



- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus Großbritannien und den Niederlanden

'09



- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus Spanien

- Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Bilanzierungs- und Bewertungspraxis

'10



- Auswertung branchenspezifischer Besonderheiten
- Erstmals Abfrage des Ausblicks auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung

- Zukunftsprognosen in einem schwierigen Marktumfeld

'11



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

'12



- Erstmalige Abfrage des Transaktionsverhaltens und der Transaktionsabsicht von Unternehmen
- 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

'16



- Erhebliche Ausweitung der Anzahl der teilnehmenden Unternehmen
- Ausweitung der internet-basierten Auswertungsmöglichkeiten
- Neue Methoden zur Wertbestimmung
- Big Data und Business Analytics Tools
- Risikotransparenz und Risikosteuerung
- Wertorientierte Steuerungssysteme 2.0

Zusammenfassung der Ergebnisse

Plan-Cashflows

Planungsunsicherheit

Hohe Volatilität und **Unsicherheit** der Zukunftsaussichten gehören zum Alltag von Planern und Bewertern. Der Umgang damit bleibt unverändert eine **große Herausforderung** im Rahmen von Entscheidungsprozessen und Unternehmensbewertungen.

Wachstumserwartungen

Das langfristige **Umsatzwachstum** sehen die Studienteilnehmer im Vergleich zum Vorjahr in Summe **unverändert**. Die Erwartungen hinsichtlich des künftigen **EBIT-Wachstums** sind dagegen deutlich **verhaltener**.

Kapitalkosten

WACC

Die durchschnittlich angesetzten, gewichteten Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Cost of Capital) liegen nach jahrelangem Abwärtstrend in diesem Jahr mit **7,1 Prozent** auf dem **Niveau des Vorjahres**.

Der **höchste WACC** wurde im Bereich **Technology** mit **7,9 Prozent** angesetzt, der **niedrigste** im Bereich **Energy & Natural Resources** mit **6,3 Prozent**.

Basiszinssatz

Der durchschnittlich angesetzte Basiszinssatz hat mit **1,5 Prozent** in **Deutschland und Österreich** und **1,3 Prozent** in der **Schweiz** erneut einen historischen Tiefststand erreicht.

Marktrisikoprämie

Mit durchschnittlich **6,4 Prozent** in **Deutschland und Österreich** und **5,7 Prozent** in der **Schweiz** ist die von den Studienteilnehmern angesetzte Marktrisikoprämie weiter gestiegen, in Deutschland und Österreich aber weniger stark als die jeweiligen Basiszinssätze gesunken sind.

Betafaktoren

Der **höchste** unverschuldete Betafaktor wurde im Bereich **Automotive** mit **1,01** angesetzt, der **niedrigste** im Bereich **Real Estate** mit **0,42**.

Die Teilnehmer aus dem Bereich **Energy & Natural Resources** haben in diesem Jahr einen **deutlich geringeren** unverschuldeten Betafaktor verwendet. Der **höchste Anstieg** des unverschuldeten Betafaktors war im Bereich **Transport & Leisure** zu beobachten.

Fremdkapitalkosten

Trotz des gesunkenen Basiszinssatzes betragen die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten aufgrund höherer Risikoaufschläge (Spreads) **unverändert zum Vorjahr 3,4 Prozent**.

Impairment Test

Wertminderung

Der Anteil der Unternehmen, die eine **Wertminderung** von Goodwill oder Assets durchgeführt haben, liegt leicht unter dem **Niveau des Vorjahres**.

Werte und Wertentwicklung

Investitionsentscheidung

Investitionsentscheidungen werden von der Mehrzahl der Teilnehmer **sowohl an strategischen als auch an wert-orientierten Zielsetzungen** ausgerichtet.

Monitoring

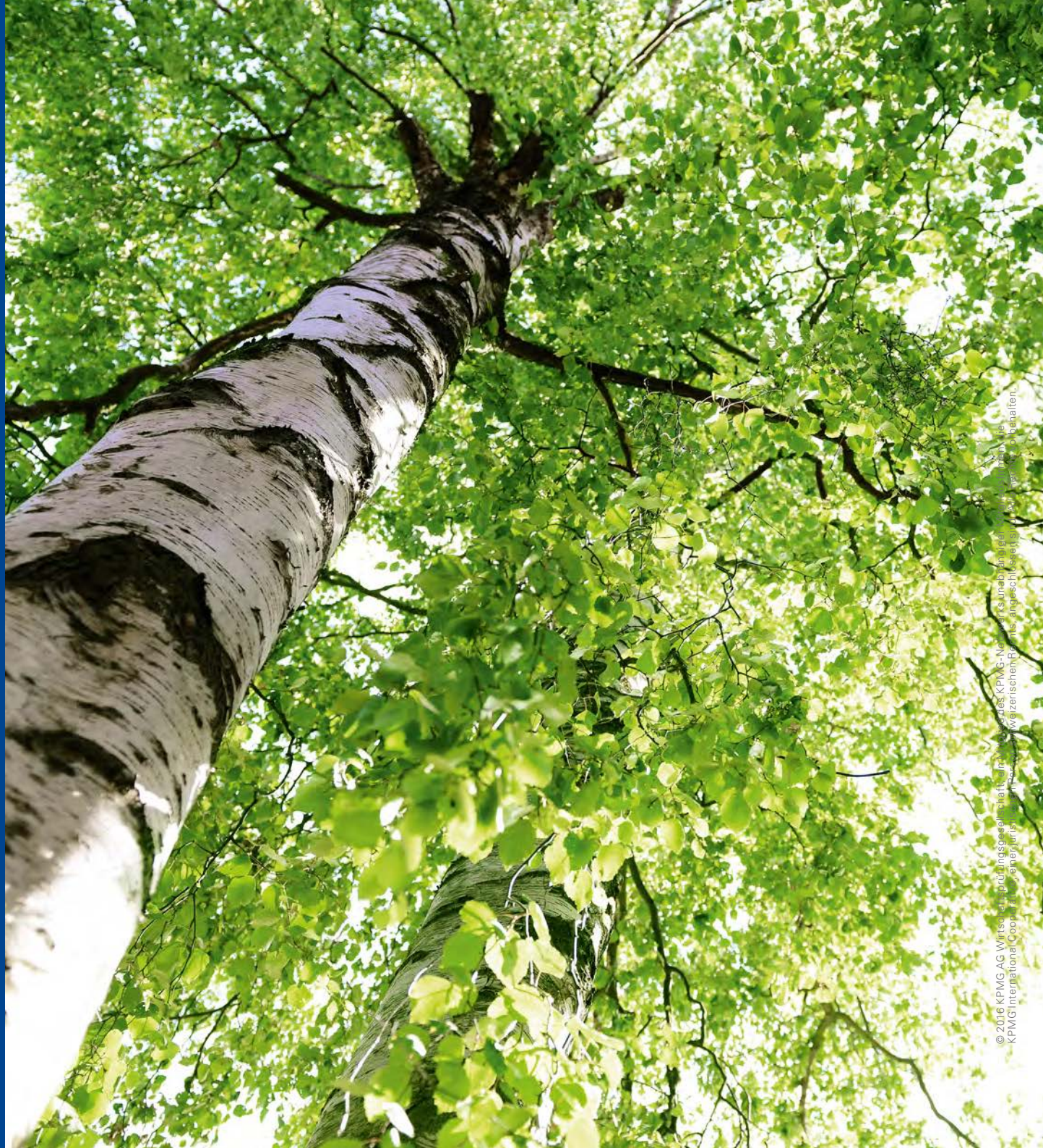
Wichtigster **Orientierungspunkt** beim Monitoring der Wertentwicklung war für die Teilnehmer die **Veränderung der Performance** im letzten Geschäftsjahr.

Knapp die Hälfte der teilnehmenden Unternehmen betrachteten für Steuerungs- und Controllingzwecke **sowohl die Entwicklung der Performance als auch die des Risikos**.

Kapitalmarktkommunikation

Wie bereits im Vorjahr verwendete der Großteil der Unternehmen die ermittelten **Unternehmenswerte** und deren Veränderung im Zeitablauf **nicht in ihrer Kapitalmarktkommunikation**.

1 Überblick

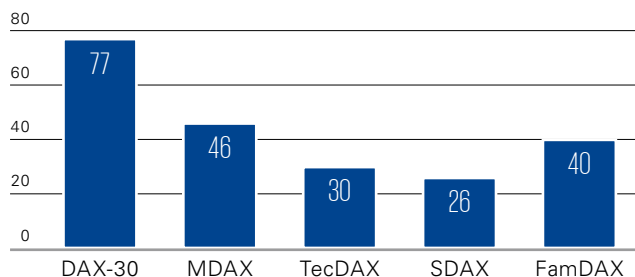


Studienteilnehmer

Mit einer Teilnehmerzahl von 196 Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz wurde die Beteiligung der vorigen Jahre (2014/2015: 148 Unternehmen) deutlich übertroffen. Von den teilnehmenden Unternehmen entfallen 148 auf Deutschland, 19 auf Österreich und 29 auf die Schweiz.

Die Beteiligung der DAX-30-Unternehmen an der Studie war mit 77 Prozent noch höher als im Vorjahr (73 Prozent). Zudem haben sich 46 Prozent der MDAX-Unternehmen an unserer diesjährigen Studie beteiligt (Vorjahr: 34 Prozent). (Abbildung 01)

01 Teilnehmerquoten in Deutschland
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

Befragungszeitraum

Die Befragung der Unternehmen erfolgte zwischen März und Juli 2016. Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlusstichtage lagen zwischen dem 31. März 2015 und dem 30. April 2016.

Branchenauswertung

Im Rahmen der Befragung wurden die Teilnehmer gebeten, eine Einordnung in die Branche/n vorzunehmen, in der/denen ihr Unternehmen schwerpunktmäßig tätig ist. Nur für Branchen mit einem Rücklauf von mindestens fünf Teilnehmern wurden separate Auswertungen vorgenommen.

Aufgrund der hohen Teilnehmerzahl war es uns möglich, anders als in den beiden letzten Jahren, in diesem Jahr wieder eine separate Auswertung für den Bereich **Real Estate** vorzunehmen.

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

Individuelle Auswertungen

Ergänzend möchten wir wieder auf die Kapitalkosten-Website von KPMG hinweisen. Sie wurde mit der Jubiläumsausgabe im vergangenen Jahr eingeführt und ermöglicht Studienteilnehmern sowie anderen Interessierten eine individuelle und interaktive Datenauswertung der Studienergebnisse. Anhand Ihrer eigenen Suchkriterien können Sie die für Sie relevanten Daten generieren und damit aktuelle Werte sowie historische Entwicklungen der für Sie relevanten Kapitalkostenparameter nachvollziehen.

Unter www.kpmg.de/kapitalkosten finden Sie außerdem eine anschauliche Darstellung sowohl der Kapitalkostenparameter aus unserer aktuellen Studie als auch der entsprechenden Ergebnisse aus den vergangenen Jahren.

Unternehmen stehen heute mehr denn je vor der Aufgabe, Opportunitäten und Gefährdungen frühzeitig zu erkennen, um adäquat reagieren und die richtigen Entscheidungen treffen zu können. Auch Investoren müssen sehr viel stärker als in der Vergangenheit die zukünftigen Unsicherheiten in ihren Entscheidungen berücksichtigen. Das sich dynamisch verändernde Markt- und Wettbewerbsumfeld stellt permanent neue Anforderungen – sowohl an die Ansätze zur Entscheidungsfindung selbst als auch an die Transparenz und Dokumentation der Entscheidung. Neben Praktikabilität in der Umsetzung und einfacher Kommunizierbarkeit besteht der wesentliche Anspruch an Entscheidungsansätze in der Praxis darin, dass sie einerseits konzeptionell alle entscheidungsrelevanten Informationen berücksichtigen, andererseits aber auch die Komplexität der Realität hinreichend reduzieren. Bewerter und Unternehmensberater müssen hierfür innovative Entscheidungs- und Bewertungskonzeptionen entwickeln. Die bislang etablierten Ansätze sind nicht geeignet, diesen Herausforderungen zu begegnen

Dass heutige Bewertungsansätze – basierend auf theoretischen Modellen wie zum Beispiel dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) – die Realität nur eingeschränkt reflektieren, ist hinlänglich bekannt. Eine unveränderte Anwendung dieser Modelle im aktuellen und zukünftigen wirtschaftlichen Umfeld erscheint fraglich. Unternehmensentscheider haben, anders als Theoretiker, nicht den Luxus, zur

Um nicht eine Fülle von oft zusammenhanglos nebeneinanderstehenden Einzelfalllösungen zu erhalten, die relativ intransparent sind und sich damit einer Nachvollziehbarkeit konsequent entzie-

hen, bedarf es eines konzeptionellen Rahmens. Er soll sowohl die zahlreichen realen Entscheidungssituationen als auch die unterschiedlichen Beurteilungskonzepte widerspruchsfrei umfassen und konsistent miteinander verbinden. Ein solcher erweiterter Entscheidungs- und Bewertungsrahmen

sollte zudem die jeweilige subjektive Kundensituation mit den tatsächlichen Fragestellungen und Erwartungen der jeweiligen Adressaten verbinden. Er führt im Ergebnis zu den in der Bewertungspraxis gesuchten subjektiven Grenzpreisen als Basis für unternehmerische Entscheidungen. Die hieraus ge-

„Die Praxis hat gezeigt: Etablierte Wertbestimmungsmechanismen stoßen in einer sich immer schneller verändernden Welt, die durch hohe Volatilität und disruptive Effekte gekennzeichnet ist, zunehmend an ihre Grenzen. Das macht sie anfällig für potenzielle Fehlentscheidungen, die ihre Ursachen in den Limitationen der zugrunde gelegten Modelle haben. Eine praxisorientierte Verbreiterung konzeptioneller Wertverständnisse und -bestimmungsmethoden ist möglich, ohne die bislang etablierte methodische Basis aufgeben zu müssen.“

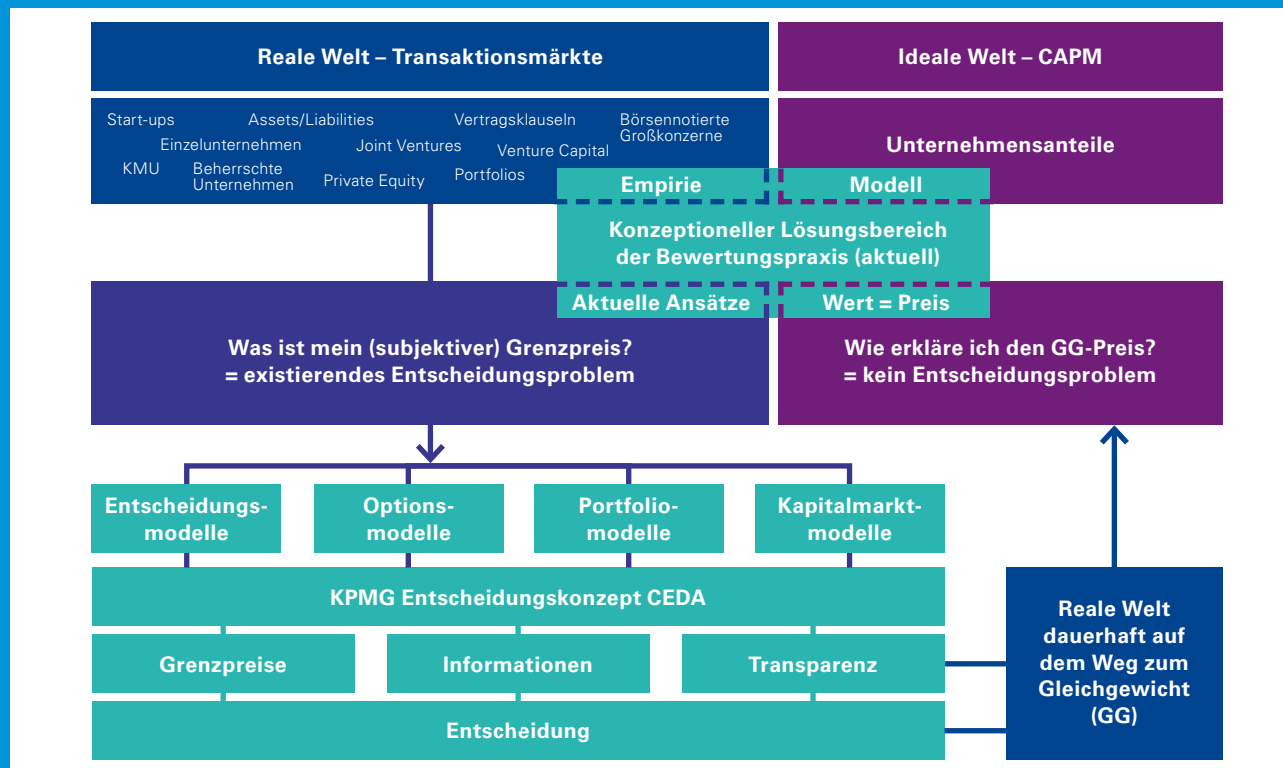
Dr. Marc Castedello
Partner, KPMG in Deutschland

wonnenen zusätzlichen Informationen führen zu einer verbesserten Kapitalmarktkommunikation und -transparenz.

Mit CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) verfügt KPMG über ein praktikables Entscheidungs- und Bewertungskonzept. Es verbindet beobachtbare reale Sachverhalte konsistent und widerspruchsfrei und lässt sich flexibel an unterschiedliche Fragestellungen anpassen. Dabei nähert es die bislang idealisierten Modellannahmen der verwendeten gleichgewichtstheoretischen Ansätze sukzessive an die Treiber der realen Märkte an. CEDA schafft den konzeptionellen Rahmen, der jeder Handlungsoption in jeder Entscheidungssituation das individuelle Preisschild anheftet.

www.kpmg.de/ceda

02 Erweitertes Lösungskonzept für praktische Entscheidungsfragestellungen durch CEDA



Quelle: KPMG, 2016

2

Ableitung der Plan-Cashflows



2.1 Erstellung der Planungsrechnung

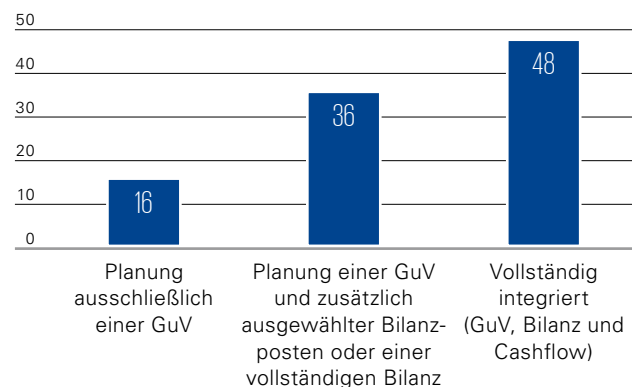
Eine detaillierte und integrierte Planungsrechnung ist im Rahmen von Unternehmensbewertungen – für jegliche Anlässe – von zentraler Bedeutung und stellt die Grundlage einer nachhaltigen und systematischen Ableitung von zukünftigen Erwartungswerten dar, in denen alle erwarteten Risiken und Chancen des zu bewertenden Unternehmens vollständig abgebildet werden.

Im Gegensatz zum steigenden Trend der letzten Jahre (2013/2014: 41 Prozent; 2014/2015: 61 Prozent) hat sich die Anzahl der Teilnehmer, die eine vollständig integrierte Planung durchführen, rück-

läufig entwickelt. In diesem Jahr gaben lediglich 48 Prozent der Befragten an, eine vollständig integrierte Planungsrechnung zu erstellen. Demnach wurden die bewertungsrelevanten Cashflows nur bei knapp der Hälfte der Teilnehmer konsistent aus dem abgestimmten Zusammenspiel der Planzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), der Bilanz und der Kapitalflussrechnung abgeleitet. Demgegenüber ist der Anteil der teilnehmenden Unternehmen, die neben der Planung einer GuV nur eine Planung ausgewählter Bilanzposten vornehmen, gegenüber dem Vorjahr deutlich angestiegen (2015/2016: 36 Prozent; 2014/2015: 23 Prozent). In Summe verwendeten unverändert 84 Prozent der Teilnehmer eine nach unserer Einschätzung grundsätzlich geeignete Planungsstruktur zur Ableitung der Plan-Cashflows. (Abbildung 03)

Insbesondere im Bereich **Financial Services** erstellten nur wenige Teilnehmer (15 Prozent) eine vollständig integrierte Planung. Ursächlich hierfür ist, dass aufgrund ihrer spezifischen Geschäftsmodelle Banken und Versicherungen überwiegend keine Bilanzplanungen erstellen. Die für die Erfüllung regulatorischer Anforderungen relevanten Positionen (zum Beispiel Kredit- und Wertpapiervolumina, Kapitalanlagen, versicherungstechnische Rückstellungen) werden jedoch regelmäßig geplant, um die Einhaltung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen und anderer Kennzahlen in der Planung abzubilden. Neben der Planung der GuV und der Risikoaktiva- und Eigenkapitalplanung werden zumeist jedoch auch Liquiditäts- und Fundingplanungen erstellt.

03 Detaillierungsgrad der Planungsrechnung
Gesamt (Angaben in Prozent)



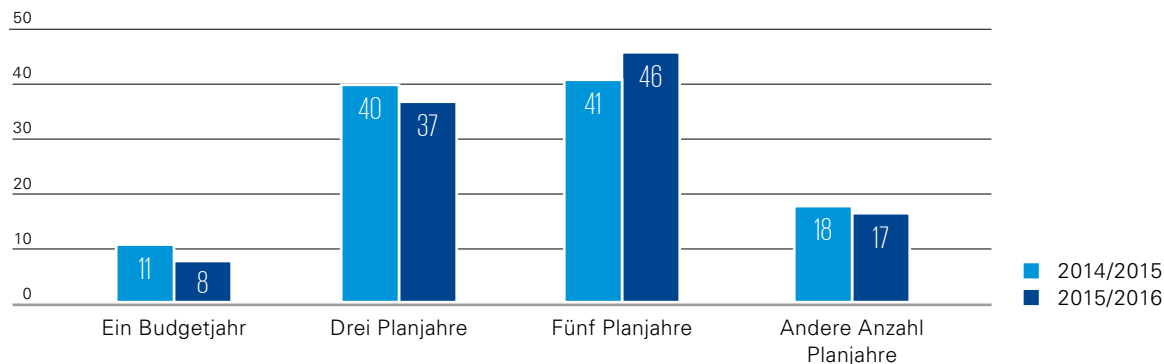
Quelle: KPMG, 2016

Die Wahl der Länge des Planungshorizonts bewegt sich in einem Spannungsfeld: Ein längerer Planungshorizont bedeutet – insbesondere bei den weiterhin beobachtbaren dynamischeren Marktgegebenheiten – eine höhere Planungsunsicherheit, wenn der Planungsprozess nicht mit zusätzlichen Szenario- und Simulationsanalysen einhergeht. Ein kurzer Planungshorizont führt wiederum dazu, dass Investitions- und Produktlebenszyklen sowie langfristige Branchenentwicklungen nicht vollständig in der Planung abgebildet werden, sodass fehlerhafte Bewertungsergebnisse und darauf aufbauend Fehlentscheidungen die Folge sein können.

Im Rahmen von Impairment Tests ist zudem – zumindest bei Anwendung des Value in Use-Konzepts – die Regelung des IAS 36.33 (b) zu beachten, wonach Planungsrechnungen einen Betrachtungszeitraum von fünf Planjahren grundsätzlich nicht überschreiten sollen; es sei denn, dass das Unternehmen nachweisen kann, dass es die Fähigkeit besitzt, die künftigen Mittelzu- und -abflüsse auch über einen längeren Zeitraum hinreichend genau zu schätzen.

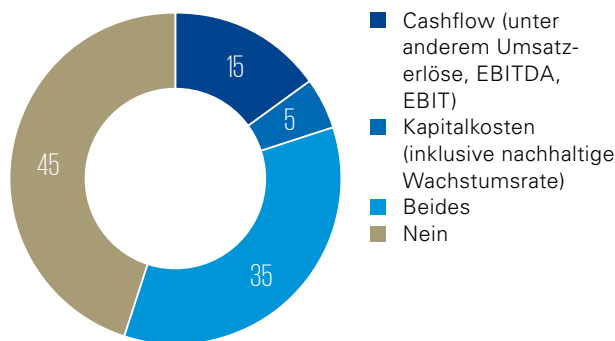
Wie auch in den vergangenen Jahren stellte die Mehrzahl der befragten Unternehmen auf einen Planungshorizont von drei oder fünf Jahren ab, wobei es gegenüber dem Vorjahr zu einer leichten Verschiebung hin zu längeren Planungshorizonten gekommen ist. Der Durchschnitt der Planjahre der Unternehmen, die eine andere Anzahl an Planjahren gewählt haben, lag bei rund acht Jahren. (Abbildung 04)

04 Planungshorizont im Jahresvergleich Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2016

05 Berücksichtigung von Sensitivitäten Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

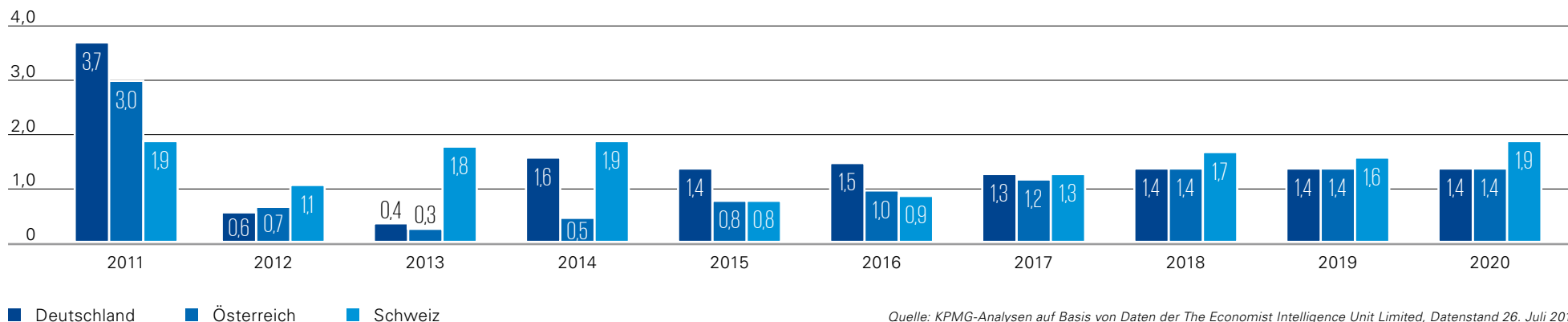
Gut die Hälfte der teilnehmenden Unternehmen (55 Prozent) hat im Rahmen ihrer Planung Sensitivitätsanalysen berücksichtigt – zumeist (mit 35 Prozentpunkten) sowohl für den Cashflow bzw. für die Parameter, die den Cashflow bestimmen, als auch für die Kapitalkosten. Weitere 15 Prozentpunkte führten Sensitivitätsanalysen ausschließlich für den Cashflow – unter anderem Umsatzerlöse, Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Zuschreibungen (EBITDA) sowie Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) – oder ausschließlich für die Kapitalkosten (5 Prozentpunkte, inklusive nachhaltige Wachstumsrate) durch. (Abbildung 05)

2.2 Wachstumserwartungen

Die Annahmen hinsichtlich der erwarteten Umsatzentwicklung sowie der künftig erzielbaren Ergebnisse – wie zum Beispiel EBITDA oder EBIT – stellen entscheidende Prämissen bei der Erstellung der Planungsrechnung dar.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht werden die künftig erzielbaren Ergebnisse auch von der makroökonomischen Gesamtentwicklung beeinflusst. Grundsätzlich gehen derzeit die Konjunkturprognosen für die kommenden Jahre für Deutschland, Österreich und die Schweiz auch nach dem Beschluss Großbritanniens über den Austritt aus der Europäischen Union (Brexit) von einem weitgehend stabilen, positiven Wachstum aus. (Abbildung 06)

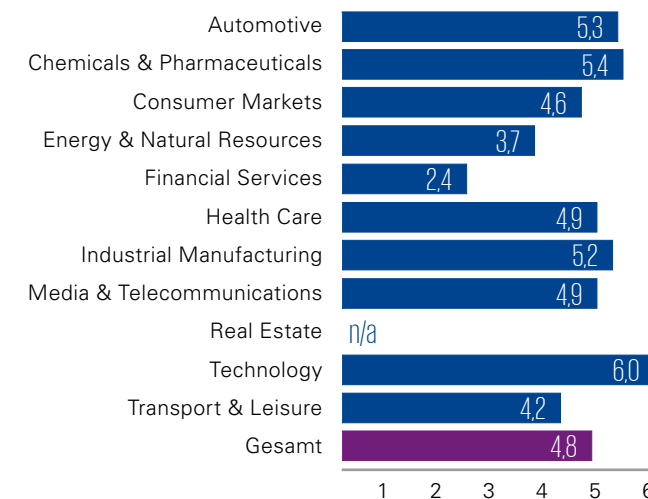
06 Konjunkturprognosen zum realen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG-Analysen auf Basis von Daten der The Economist Intelligence Unit Limited, Datenstand 26. Juli 2016

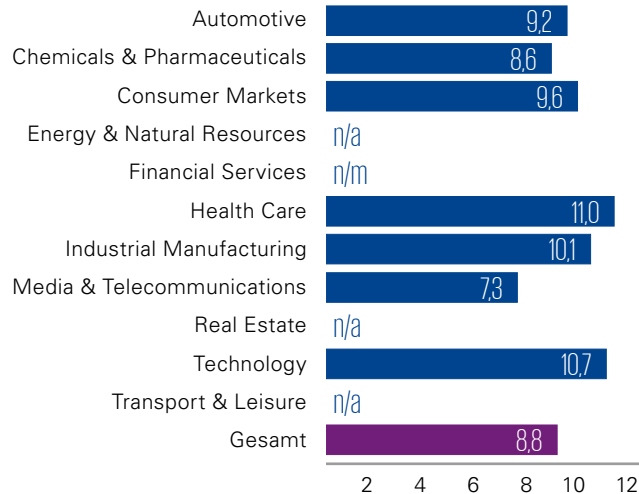
Die von den Studienteilnehmern zugrunde gelegte Wachstumserwartung hinsichtlich der Umsatzerlöse lag mit durchschnittlich 4,8 Prozent ungefähr auf dem Niveau des Vorjahres (2014/2015: 4,9 Prozent). Hinsichtlich des EBIT erwarteten die teilnehmenden Unternehmen unverändert ein im Vergleich zum Umsatz überproportionales Wachstum. Allerdings haben sich die Erwartungen etwas eingetrübt – sie lagen mit einem Durchschnittswert für das erwartete EBIT-Wachstum in Höhe von 8,8 Prozent deutlich unter dem Vorjahreswert von 10,9 Prozent. (Abbildung 07; Abbildung 08, Seite 16)

07 Wachstumsprognosen Umsatz nach Branchen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

Wachstumsprognosen EBIT nach Branchen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

2.3 Ableitung von Erwartungswerten

Für Unternehmen ist es besonders wichtig, kontinuierlich die Qualität und Flexibilität ihrer Planungsrechnung zu verbessern und auszubauen. Während in einer stabilen wirtschaftlichen Atmosphäre die einwertige Schätzung einer „normalen“ Planungsrechnung ausreichend sein kann, lassen sich in einem volatileren Marktumfeld die Performance- und Risikotreiber nur durch szenariobasierte, mehrwertige Planungsrechnungen systematisch und transparent erfassen. Wie in unserem nachfolgenden Schwerpunktthema erläutert, kommen bei der Analyse der Performance- und Risikotreiber dabei zunehmend „Big Data“ und Business Analytics Tools zum Einsatz.

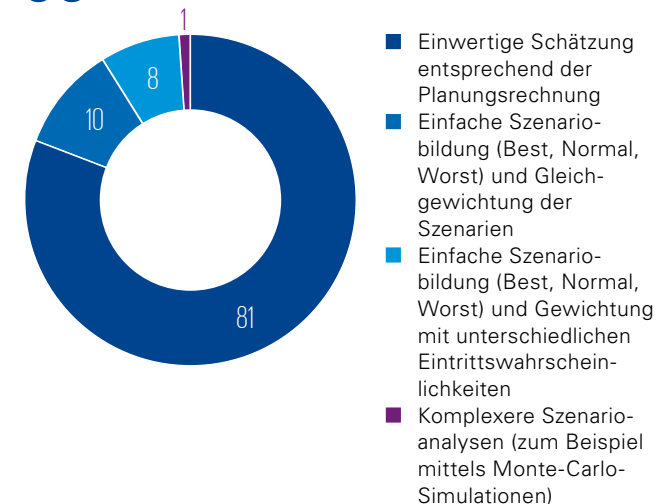
Dem Trend der vergangenen Jahre folgend leitete auch in diesem Jahr der Großteil der Studienteilnehmer die Erwartungswerte bewertungsrelevanter Cashflows auf der Basis einer einwertigen Schätzung entsprechend der Planungsrechnung ab (81 Prozent; Vorjahr: 83 Prozent). Eine einfache Szenarioanalyse haben insgesamt 18 Prozent der Teilnehmer vorgenommen, davon 10 Prozentpunkte mit einer Gleichgewichtung der einzelnen Szenarien und 8 Prozentpunkte mit einer Gewichtung entsprechend der jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeit der Szenarien. Nur knapp 1 Prozent haben komplexere Szenarioanalysen bei der Ableitung von Erwartungswerten berücksichtigt. (Abbildung 09)

„In Zeiten erhöhter Unsicherheit und Volatilität kommt der Planung eine besondere Bedeutung zu. Szenariobasierte, mehrwertige Planungsrechnungen ermöglichen Unternehmen, die Performance- und Risikotreiber systematisch zu erfassen und hinreichend abzubilden.“

Stefan Schöniger

Partner, KPMG in Deutschland

Ableitung der Erwartungswerte Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

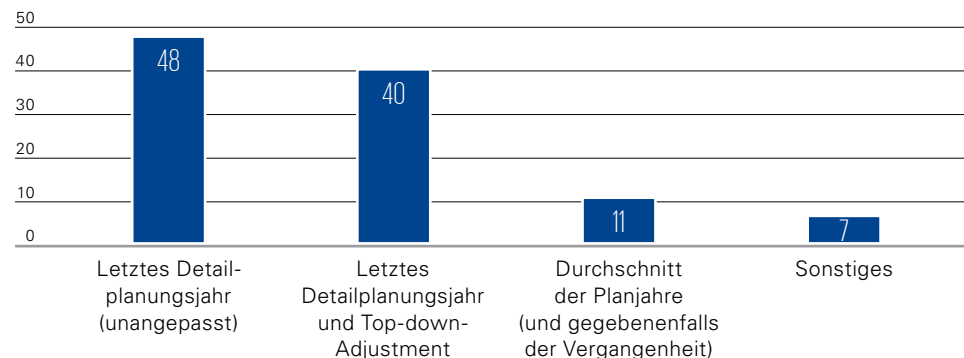
2.4 Festlegung des nachhaltigen Jahres

Ein wesentlicher Werttreiber im Rahmen der Unternehmensbewertung ist die Höhe der Cashflows in der ewigen Rente. Voraussetzung für die Ableitung der ewigen Rente ist, dass sich das Unternehmen in einem „eingeschwungenen Zustand“ befindet. Zur Abbildung eines eingeschwungenen Zustands ist nicht nur hinreichend lange zu planen, sondern auf Basis von Simulationen konsistent abzubilden, was aus Sicht des Bewertungsstichtags langfristig mög-

lich erscheint. Diese Simulationen werden in der Regel nicht zu einer einwertigen Größe, sondern zu einer Bandbreite für das nachhaltige Ergebnis führen.

Der weit überwiegende Teil der Unternehmen legte der Ermittlung der ewigen Rente das letzte Planjahr – gegebenenfalls unter Berücksichtigung von sogenannten Top-down-Adjustments – zugrunde. Einen Durchschnitt der Planjahre (und gegebenenfalls der Vergangenheit) verwendeten 11 Prozent der Studienteilnehmer bei der Ableitung der ewigen Rente. (Abbildung 10)

10 Ableitung der ewigen Rente
Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2016

„Eine unreflektierte Verwendung des letzten Detailplanungsjahres ‚plus Wachstumsrate‘ zur Ableitung der ewigen Rente ist nicht nur bei Unternehmen mit zyklischen Geschäftsmodellen oder bei Unternehmen, deren Geschäftsmodell einer permanenten Veränderung unterliegt, problematisch. Grundsätzlich sollte bei allen Unternehmen 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.“

Karen Ferdinand
Partner, KPMG in Deutschland

Big Data und Business Analytics Tools

Die Digitalisierung ganzer Lebens- und Wirtschaftsbereiche schafft eine immense Flut an Daten und bringt zahlreiche Veränderungen, Innovationen und Neuheiten mit sich. Der Schlüssel zum Umgang mit den immensen Datenmengen, die gerne unter dem populären Schlagwort „Big Data“ zusammengefasst werden, liegt in intelligent verknüpften und interaktiven Analysen. Auch bei der Beurteilung von Planungen – unter anderem als Grundlage von Impairment Tests – spielen qualitative und quantitative Analysen von Massendaten inzwischen eine wesentliche Rolle. Insbesondere Analysen im Hinblick auf marktbezogene Entwicklungen anhand umfangreicher Markt- und Makrodaten bilden eine wesentliche Grundlage für die Plausibilisierung der Planungsrechnungen für unterschiedlichste Handlungsoptionen. Somit gilt es, den markt- und makroökonomischen Kontext so umfangreich wie möglich datenbasiert abzubilden. Denn nur durch eine umfängliche Betrachtung der relevanten Treiber, wie unter anderem Umwelt- und Marktfaktoren (zum Beispiel Wettbewerb, Kaufkraft), lassen sich Chancen und Risiken evaluieren.

Durch den Einsatz von Business Analytics Tools können unstrukturierte Datenmengen aus einer Vielzahl von Datenquellen effizient verarbeitet, strukturiert visualisiert und zu verwertbaren Erkenntnissen verdichtet werden. Ausgereifte Business Analytics Tools nehmen daher einen zunehmend wichtigeren Platz im Rahmen der Planungsplausibilisierung und somit auch bei den Impairment Tests ein. Sie unterstützen durch anschauliche und verständliche Visualisierung die Analyse komplexer Datenstrukturen und ermöglichen eine effiziente Nutzung der immer umfangreicheren und immer schneller verfügbaren

Datenmenge. Diese Entwicklung wiederum ermöglicht es Bewertern, fundierte Einblicke in Marktstrukturen in einem engeren Zeitrahmen zu erhalten und somit Planungen zu plausibilisieren. KPMG setzt daher seit mehreren Jahren sowohl für Branchenstudien als auch für Planungsanalysen im Rahmen von Unternehmensbewertungen, Impairment Tests oder die Beurteilung von Handlungsalternativen Business Analytics Tools ein, um betriebswirtschaftliche Analysen zu beschleunigen und Mandanten auch bei strategischen Entscheidungen besser unterstützen zu können.

Um im Zeitalter der Datenfluten und der damit verbundenen Schnelllebigkeit von Informationen auch künftig im internationalen Wettbewerb bestehen zu können, bedarf es innovativer, revolutionärer, ja sogar disruptiver Ansätze, um die Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens nachhaltig zu sichern. So führen beispielsweise immer kürzer werdende Entwicklungszyklen und disruptive Entwicklungen innerhalb einer Branche dazu, dass klassische Methoden zur Planungsanalyse, wie unter anderem Vergangenheitsanalysen oder breite Wettbewerbsanalysen, an Bedeutung verlieren. Die Nutzung von Business Analytics Tools ermöglicht auch hier die Auswertung einer Vielzahl von Marktanalysen und erhöht somit die Qualität der Performancemessung bzw. unterstützt bei der Risikoeinschätzung von wesentlichen Planungsannahmen. Sie können im Hinblick auf ihre finanziellen Auswirkungen besser analysiert und visualisiert werden.

Auch der Automobilsektor steht vor gravierenden Veränderungen. Unternehmen dieser Branche wer-

den in den nächsten Jahren ihr Geschäftsmodell und ihr bestehendes Produkt- und Serviceportfolio überarbeiten, um sich langfristig behaupten zu können. Somit müssen auch hier Entscheidungen auf der Grundlage von qualitätsgesicherten Kennzahlen getroffen werden. Daher haben wir eine Analyse aus diesem Sektor gewählt, um beispielhaft den Nutzen eines Data Analytics Tools zu demonstrieren. Am Beispiel der aktuellen weltweiten Fahrzeugproduktion nach Städten lässt sich erkennen, dass man bei der Auswertung dieser hochkomplexen Daten und Datenstrukturen ohne Data Analytics Tools zwangsläufig an die Grenzen der Analysefähigkeit stößt; insbesondere, wenn man die zeitliche Dimension hinzunimmt. Mit Unterstützung der neuen Analyseinstrumente lassen sich leicht Entwicklungen im Zeitablauf erkennen und mit Managementschätzungen abgleichen. (Abbildung 11, Seite 19)

Die Analysen lassen sich intelligent mit verschiedenen Datenquellen kombinieren und in weiterführende Analysen integrieren. Sie erlauben Aussagen zur Zukunftsfähigkeit von verschiedenen Geschäftsmodellen oder beispielsweise die Planung einer Internationalisierungsstrategie und lassen sich dabei belastbarer plausibilisieren. Ferner ermöglichen die Analyseergebnisse verschiedene Zukunftsszenarien zu simulieren und – in Kombination mit fortschrittlichen Instrumentarien zur Entscheidungsfindung und Unternehmenssteuerung, wie in den anderen Schwerpunktthemen dieser Studie beschrieben – ein „quantifizierbares Gefühl“ für Planungsrisiken und somit Geschäftsrisiken zu entwickeln.

„Durch die Verwendung von Big Data-Analyse-
tools haben wir unsere bereits jahrelang er-
probten und anerkannten Beratungslösungen
nicht nur dynamisiert, sondern auch inhalt-
lich erweitert. So können wir im Rahmen von
Planungsplausibilisierungen und Impairment
Tests noch größeren Mehrwert für unsere Man-
danten schaffen.“

Olaf Thein

Partner, KPMG in Deutschland

Als Fazit lässt sich feststellen, dass Business Ana-
lytics Tools bereits heute unverzichtbare Werk-
zeuge bei der Plausibilisierung von Planungen und
zugrunde liegenden Annahmen sind; ihre Bedeu-
tung wird zukünftig weiter rasant zunehmen. Sie
ermöglichen die Verknüpfung von Datenquellen,
die Visualisierung komplexer Zusammenhänge und
unterstützen bei der Erarbeitung von wesentlichen
Key Performance Indicators (KPIs). Sie können dann
bei Bedarf simuliert werden, um das in der Planung
enthaltende Risiko transparent zu machen.

Unter dem folgenden Link und QR-Code finden Sie
die Beispielanalyse. Analysieren und filtern Sie das
Dashboard nach Ihren eigenen Präferenzen!

<http://tinyurl.com/KPMGNextGenAuto>



11

Globale Automobilproduktion

Pkw und leichte Nutzfahrzeuge (unter 6 Tonnen)

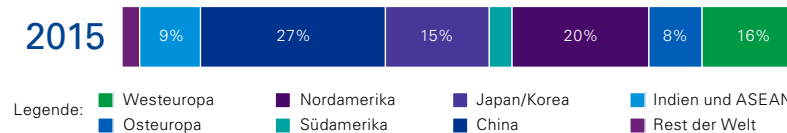
Jährliches Produktionsvolumen nach Standorten: 2015



Top 10: Produktionsstandorte 2015

#	Standort		
1	Chongqing		2.776.402
2	Liuzhou		2.015.415
3	Ulsan		1.528.831
4	Wuhan		1.425.436
5	Changchun		1.308.171
6	Shanghai		1.301.506
7	Guangzhou		1.198.653
8	Shenyang		1.115.243
9	Shunyi		1.052.001
10	Tianjin		971.261
11	Wolfsburg		815.655
12	Kyushu		794.370
13	Nanjing		759.046
14	Manesar		707.649
15	Chengdu		699.404

2015



Gesamt 88,56 m



Quelle: KPMG Automotive Institute, LMC, Q1, 2016

3 Ableitung der Kapitalkosten- parameter



3.1 Gesamtübersicht WACC

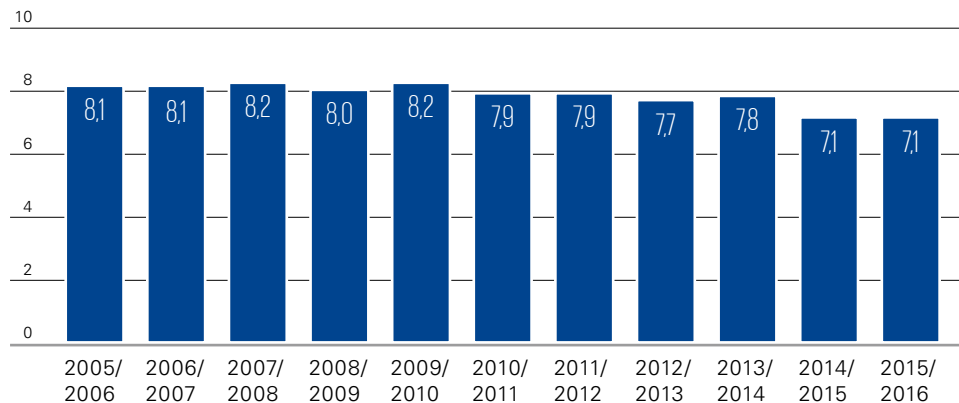
Nach dem seit 2009/2010 beobachtbaren stetigen Abwärtstrend der gewichteten Kapitalkosten (WACC) blieb der durchschnittlich angesetzte WACC mit 7,1 Prozent auf dem Niveau des Vorjahres. Ursächlich für die rückläufige Entwicklung des WACC in der Vergangenheit war der Rückgang des risikolosen Basiszinssatzes, der durch den korrespondierenden Anstieg der Marktrisikoprämie nicht vollständig kompensiert wurde, was insgesamt zu einem Rückgang der Eigen- und Gesamtkapitalkosten führte. (Abbildung 12)

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 und teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen sowie zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingeflossen sind.

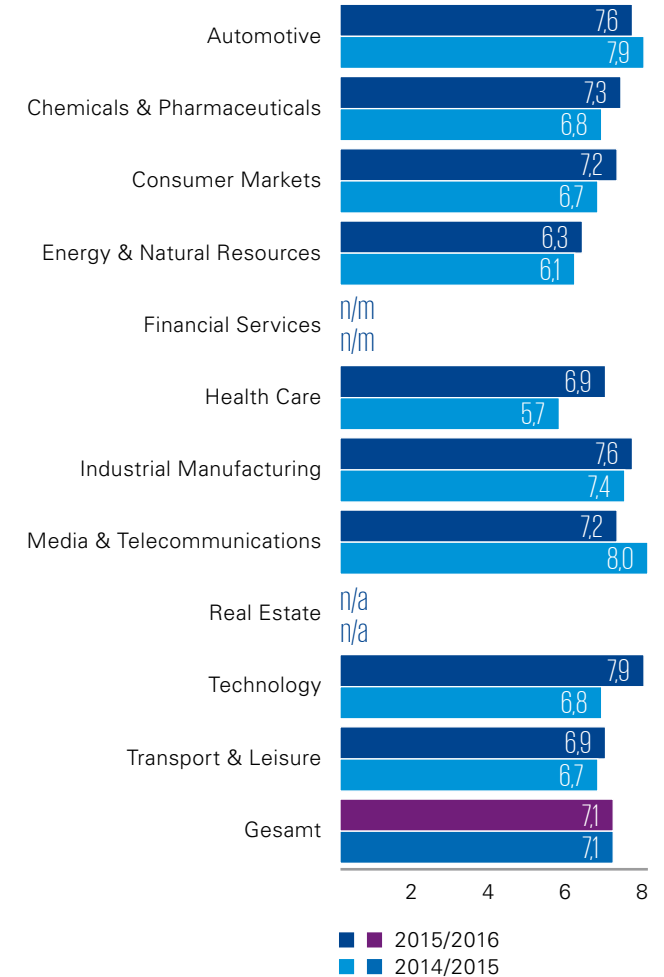
Im Gegensatz zum nahezu unveränderten Gesamtniveau der Kapitalkosten über alle teilnehmenden Unternehmen zeigt sich in den einzelnen Branchen eine sehr unterschiedliche Entwicklung im Vergleich zum Vorjahr. Während die Kapitalkosten im Bereich **Media & Telecommunications** um 0,8 Prozentpunkte auf 7,2 Prozent gesunken sind, sind sie in den Bereichen **Technology** und **Health Care** jeweils um 1,1 bzw. 1,2 Prozentpunkte gestiegen. (Abbildung 13)

12 Durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmenssteuern) im Zeitablauf
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

13 Durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmenssteuern) nach Branchen
(Angaben in Prozent)

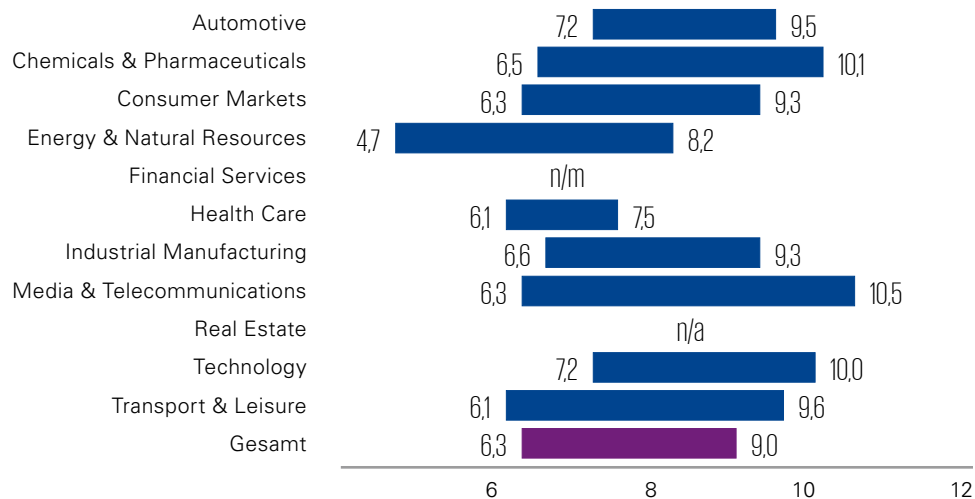


Quelle: KPMG, 2016

Variierende Kapitalkosten auf Basis einzelner Cash Generating Units (CGUs) werden bei 40 Prozent der Studienteilnehmer berücksichtigt. Abweichungen resultieren dabei aus unterschiedlichen Risikofaktoren innerhalb der einzelnen CGUs. Der WACC nach Unternehmenssteuern bewegte sich für die einzelnen CGUs im Durchschnitt zwischen 6,3 Prozent und 9,0 Prozent. Dabei fielen die angegebenen Bandbreiten je nach Branche sehr unterschiedlich aus. (Abbildung 14)

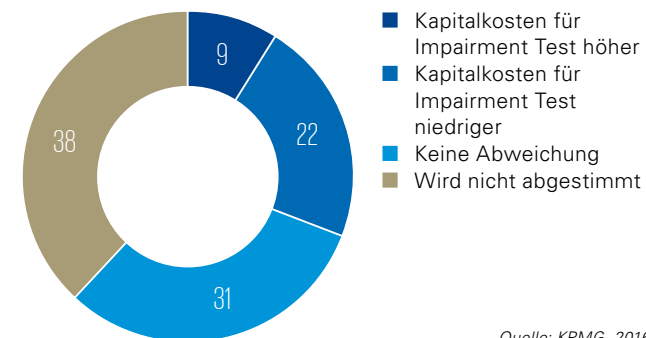
Die vergangenen Befragungen haben gezeigt, dass die Unternehmen häufig abweichende Kapitalkosten für unterschiedliche Bewertungsanlässe verwenden. Aus diesem Grund haben wir den Teilnehmern die Frage gestellt, ob die für die Zwecke des Impairment Test abgeleiteten Kapitalkosten auch für andere Zwecke, wie die Bewertung im Zusammenhang mit Transaktionen oder steuerliche Zwecke, herangezogen werden.

14 Bandbreite durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmenssteuern) je CGU nach Branchen (Angaben in Prozent)



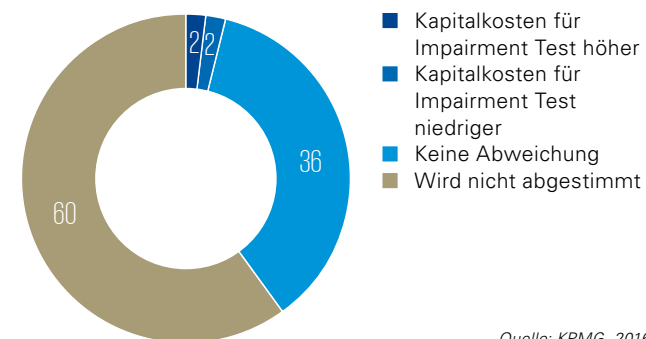
Quelle: KPMG, 2016

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



Quelle: KPMG, 2016

16 Abweichung Kapitalkosten bei steuerlichen Bewertungen Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

Wie bereits im Vorjahr, nahm mit rund 62 Prozent (Vorjahr: 63 Prozent) die Mehrheit der Studienteilnehmer zumindest einen Abgleich zwischen den Kapitalkosten im Rahmen des Impairment Test und den Kapitalkosten im Rahmen von M&A-Transaktionen/Investitionsentscheidungen vor. Ein Abgleich mit den Kapitalkosten bei steuerlichen Bewertungen wurde hingegen bei lediglich 40 Prozent der Unternehmen vorgenommen (Vorjahr: 45 Prozent). (Abbildungen 15 und 16, Seite 22)

„Grundsätzlich sollte es keine abweichenden Kapitalkosten für die einzelnen Bewertungsanlässe geben, da die Kapitalkosten zumindest auf konsistenten Konzepten basieren sollten und es nur – wenn überhaupt – in Einzelfällen anlassbezogene Abweichungen bei den Parametern geben sollte.“

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

3.2 Risikoloser Basiszinssatz

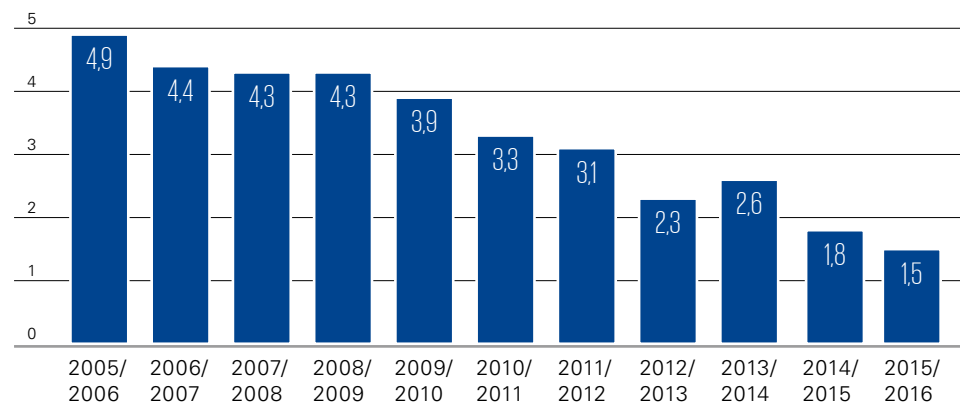
Der kontinuierliche Abwärtstrend des risikolosen Basiszinssatzes seit 2008/2009 setzte sich in diesem Jahr weiter fort. Analog zur Entwicklung der Renditen für Staatsanleihen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz ist im Studienzeitraum auch der von den Studienteilnehmern veranschlagte Basiszinssatz auf ein historisch niedriges Zinsniveau von nunmehr 1,5 Prozent zurückgegangen. (Abbildung 17)

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.

Der von Unternehmen aus Deutschland und Österreich angesetzte Basiszinssatz ging um 0,4 Prozentpunkte auf ebenfalls 1,5 Prozent zurück, während der Basiszinssatz der teilnehmenden Unternehmen aus der Schweiz mit einem Rückgang von nur 0,1 Prozentpunkten nahezu auf dem Niveau des Vorjahres lag. Daher hat sich die Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen weiter verringert und beträgt nunmehr 0,2 Prozentpunkte. (Abbildungen 18 und 19, Seite 24)

17 **Durchschnittlich verwendeter Basiszinssatz im Zeitablauf**
Gesamt (Angaben in Prozent)

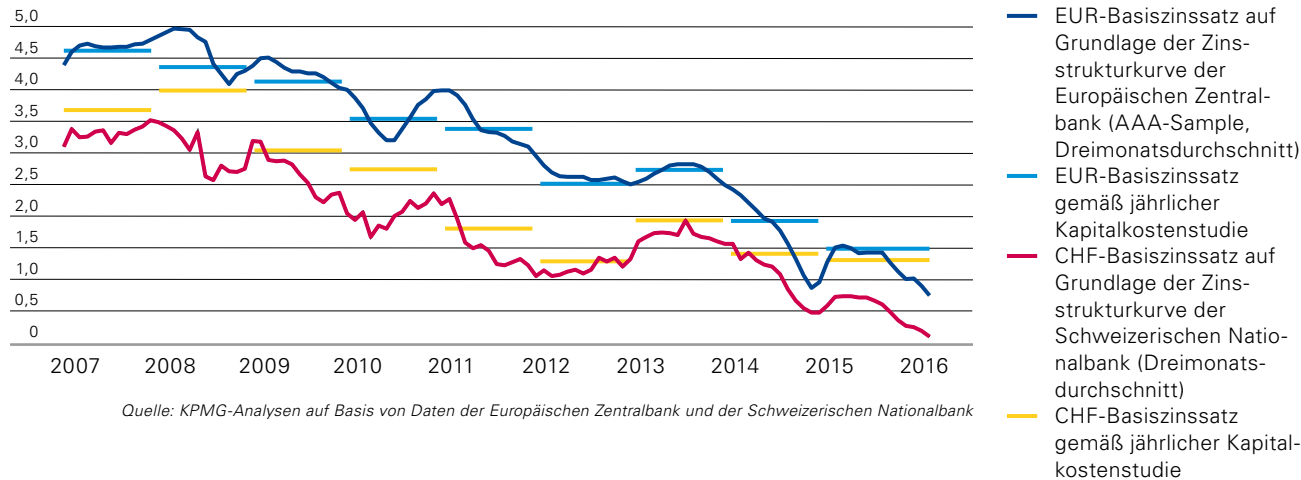


Quelle: KPMG, 2016

18

Zinsstrukturkurve

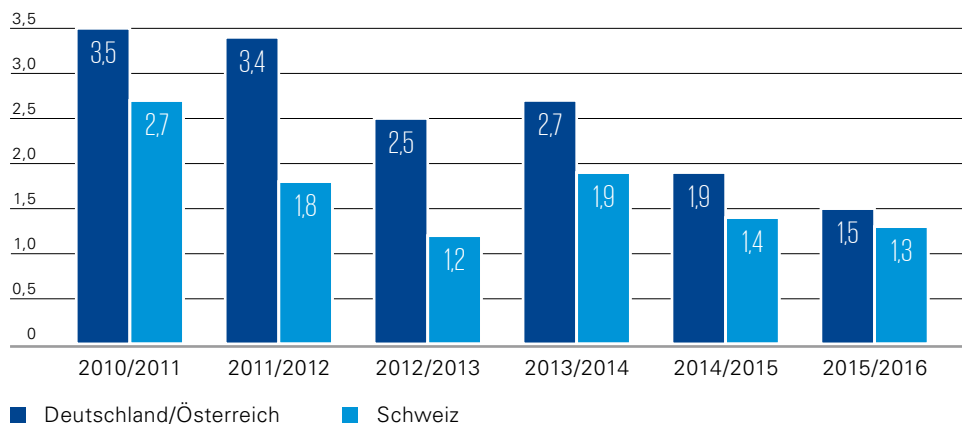
Europäische Zentralbank versus Schweizerische Nationalbank (Angaben in Prozent)



19

Durchschnittlich verwendeter Basiszinssatz

Deutschland/Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

„Dem globalen Trend sinkender Zinsen folgt auch die Schweiz und die Schweizer Unternehmen spiegeln diese Entwicklung in einem sinkenden Basiszinssatz wider. Spannend wird es sicher in den kommenden Monaten, nachdem im Juni 2016 nun auch die 30-jährige Schweizer Staatsanleihe erstmalig ins Negative drehte. Das stellt sowohl Praktiker wie auch die Finanztheorie vor neue Herausforderungen. Ist ein Basiszinssatz unter null sachgerecht? Wie ist die Marktrisikoprämie anzusetzen, gleichbleibend oder höher? Kann es sein, dass die Unternehmenswerte in einem Negativzinsumfeld ansteigen? Wie ist kurzfristige Deflation und drohende langfristige Inflation in den Unternehmensplanungen zu berücksichtigen?“

Johannes Post

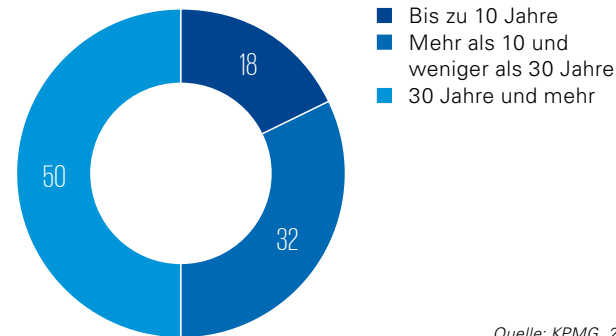
Partner, KPMG in der Schweiz

Bei der Analyse des angesetzten risikolosen Zinssatzes sind insbesondere auch die unterschiedlichen Laufzeiten der zugrunde liegenden Staatsanleihen/Zinsstrukturkurven zu beachten. Da in der Regel die Prämisse der Unternehmensfortführung und des hieraus resultierenden unendlichen Zeithorizonts einer Unternehmensbewertung besteht, ist ein möglichst langfristiger Zinssatz zur Gewährleistung der Laufzeitäquivalenz und damit die Verwendung von langfristigen Zinsstrukturkurven vorzuziehen.

Diesem Grundsatz sind im Beobachtungszeitraum 45 Prozent aller Studienteilnehmer (Vorjahr: 37 Prozent) gefolgt. Sie haben Staatsanleihen bzw. Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von 30 Jahren oder mehr zur Bestimmung des Basiszinssatzes herangezogen. In Deutschland und Österreich wurde dieses Vorgehen mit 50 Prozent überdurchschnittlich häufig angewandt. In der Schweiz dominierte weiterhin die Ableitung des Basiszinssatzes aus Staatsanleihen/Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von höchstens zehn Jahren. Mit einem Anteil von 59 Prozent hat diese Vorgehensweise jedoch im Vergleich zum Vorjahr etwas an Bedeutung verloren (Vorjahr: 70 Prozent). (Abbildungen 20 und 21)

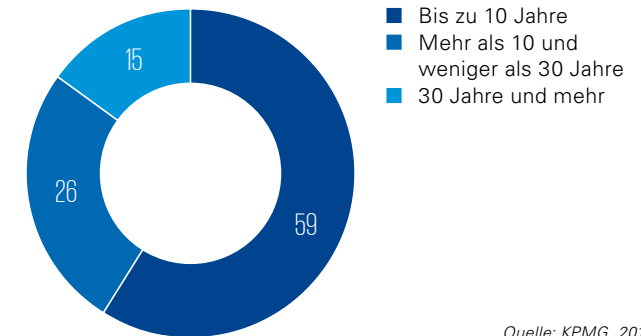
Zur Verdeutlichung der Effekte, die sich aus der Verwendung von zehnjährigen gegenüber dreißigjährigen Anleihen ergeben, haben wir die durchschnittlichen Renditeunterschiede zwischen deutschen und schweizerischen Bundesanleihen gegenübergestellt. Hier zeigt sich, dass die Zinssätze von zehnjährigen Anleihen deutlich unter denen von dreißigjährigen Anleihen liegen. (Abbildung 22)

20 Ableitung Basiszinssatz Deutschland und Österreich
Gesamt (Angaben in Prozent)



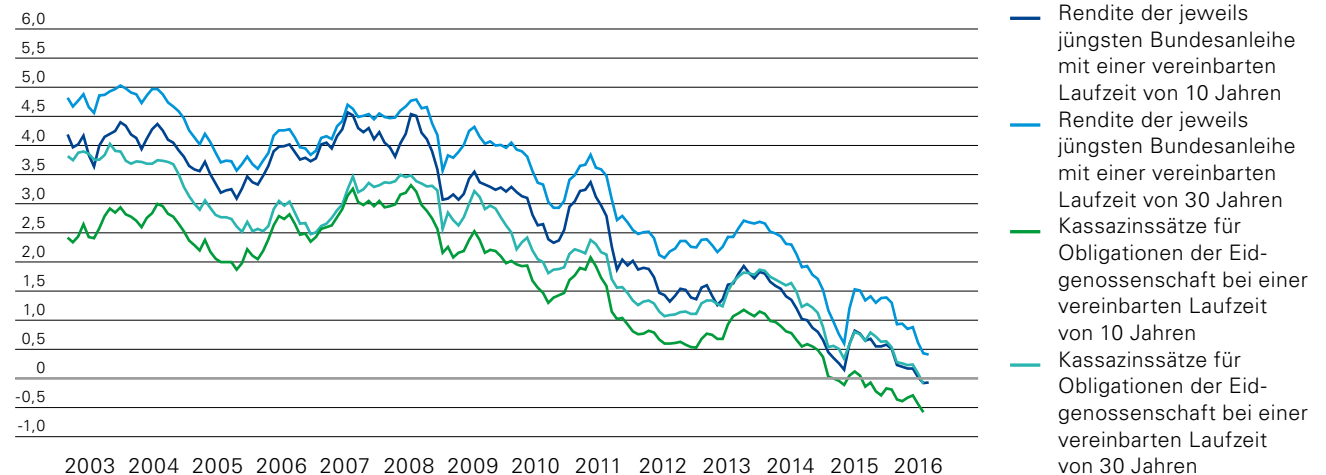
Quelle: KPMG, 2016

21 Ableitung Basiszinssatz Schweiz
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

22 Rendite 10- und 30-jähriger Anleihen
Deutschland versus Schweiz (Angaben in Prozent)



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

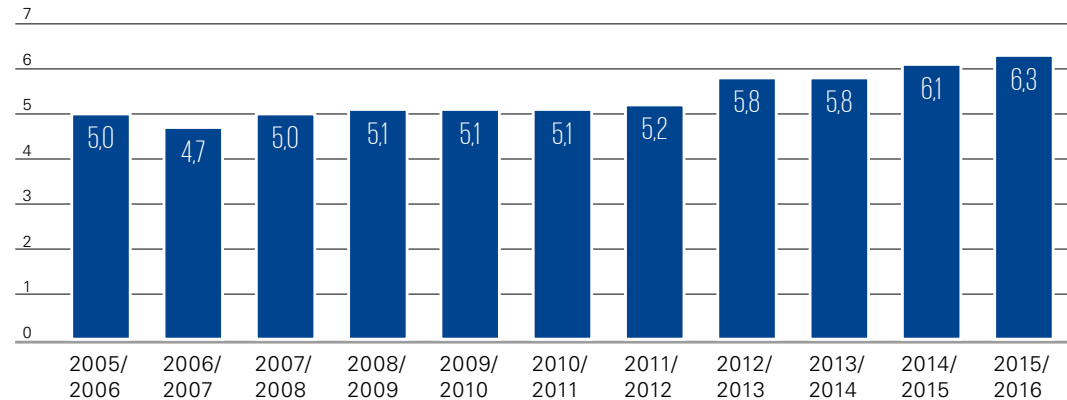
3.3 Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie bildet die von einem Investor über den sicheren Basiszins hinaus geforderte Rendite für das Halten eines Marktportfolios aus unsicheren Titeln ab. 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.

Die durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie bewegte sich im Zeitraum 2007/2008 bis 2011/2012 in einer engen Bandbreite zwischen 5,0 Prozent und 5,2 Prozent. Infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise stieg sie 2012/2013 deutlich um 0,6 Prozentpunkte auf 5,8 Prozent und im vergangenen Jahr um weitere 0,3 Prozentpunkte auf 6,1 Prozent. Auch in diesem Jahr wurde eine Erhöhung der durchschnittlich verwendeten Marktrisikoprämie verzeichnet, um 0,2 Prozentpunkte auf 6,3 Prozent. (Abbildung 23)

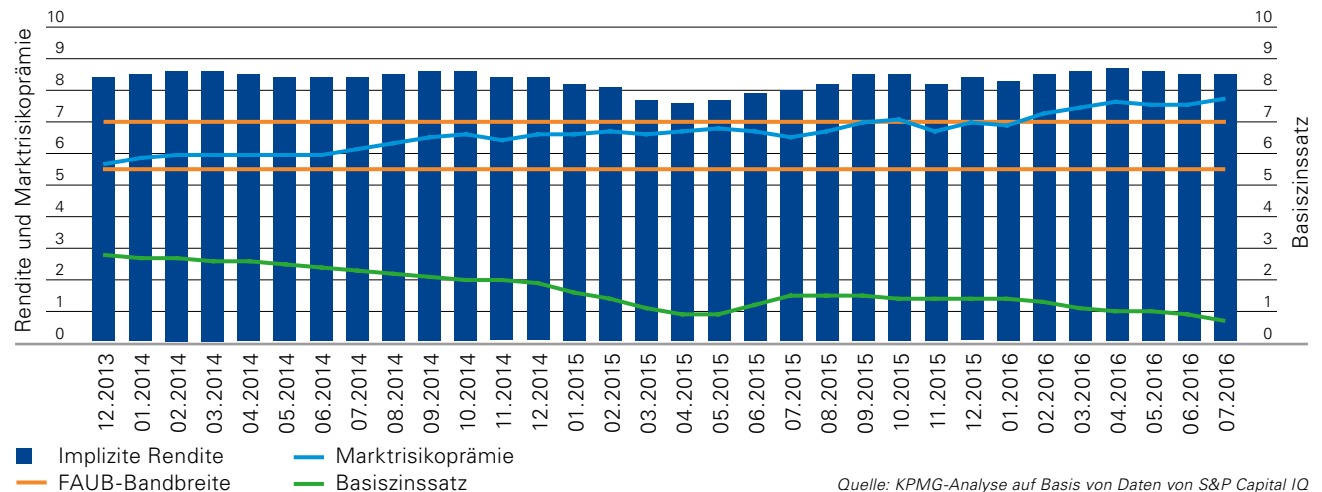
Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW) hat in diesem Zusammenhang am 19. September 2012 „Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ veröffentlicht. Im Rahmen dieser Publikation empfiehlt er, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern an einer Bandbreite von 5,5 Prozent bis 7,0 Prozent zu orientieren.

23 **Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie im Zeitablauf**
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

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



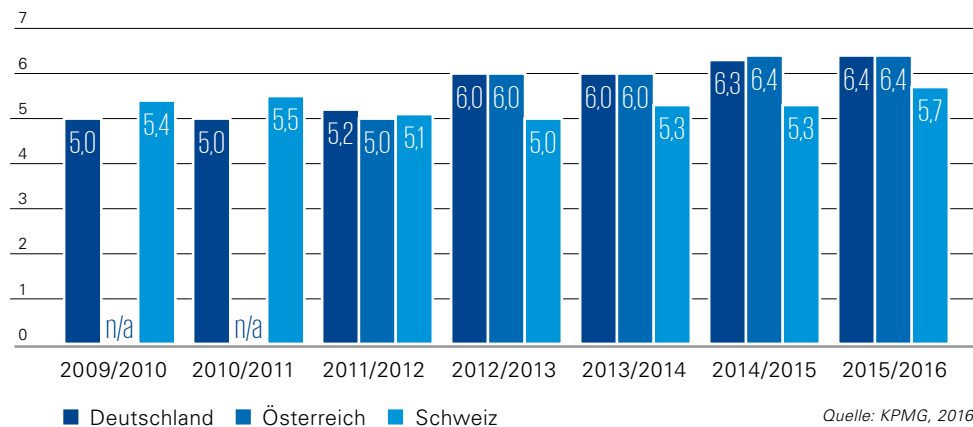
Quelle: KPMG-Analyse auf Basis von Daten von S&P Capital IQ

Vor diesem Hintergrund sowie des weiterhin rückläufigen Trends des Basiszinssatzes haben die Teilnehmer ausgehend von der maßgeblichen Gesamtrenditebetrachtung erneut eine resultierende Erhöhung der Marktrisikoprämie berücksichtigt, die den Rückgang des Basiszinssatzes zumindest teilweise kompensiert. Diese Entwicklung deckt sich auch mit den am Markt beobachtbaren impliziten Renditen börsennotierter Unternehmen in Deutschland. (Abbildung 24, Seite 26)

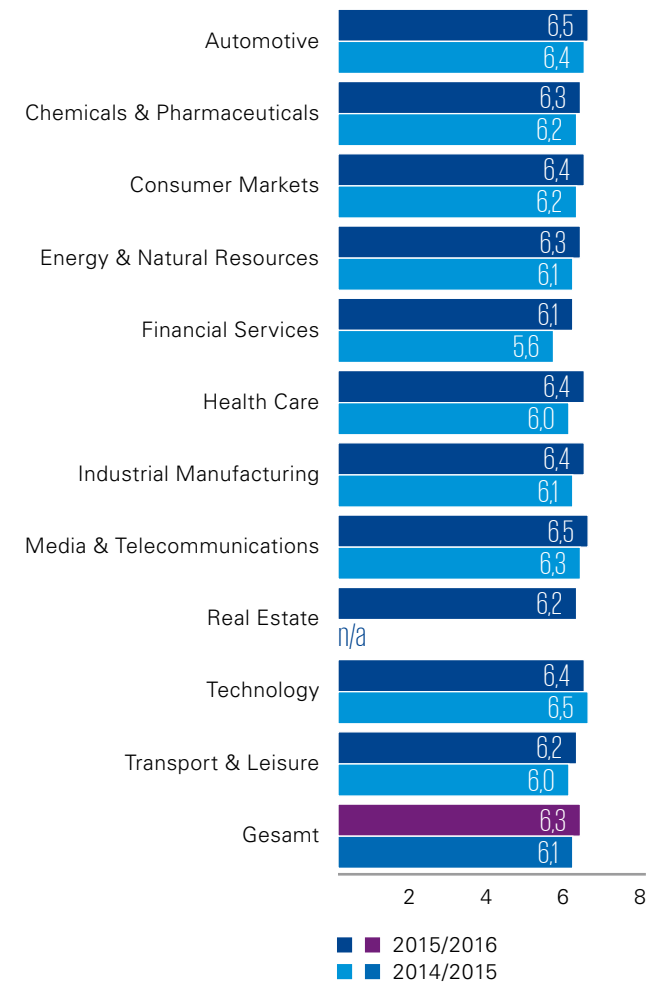
Die durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie der deutschen Studienteilnehmer von 6,4 Prozent lag 2015/2016 oberhalb der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite. (Abbildung 25)

Da es sich bei der Marktrisikoprämie nicht um einen branchenabhängigen Parameter handelt, sollten keine wesentlichen Unterschiede zwischen einzelnen Branchen zu erkennen sein. Die durchschnittlich angesetzten Marktrisikoprämien der Teilnehmer bewegten sich branchenübergreifend in einer engen Bandbreite von 6,1 bis 6,5 Prozent. Wie im Vorjahr setzten die teilnehmenden Unternehmen des Bereichs **Financial Services** mit 6,1 Prozent die geringste Prämie an, während die höchste Marktrisikoprämie mit 6,5 Prozent in den Bereichen **Automotive** und **Media & Telecommunications** verwendet wurde. (Abbildung 26)

25 Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie im Zeitablauf Deutschland versus Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)



26 Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie nach Branchen (Angaben in Prozent)

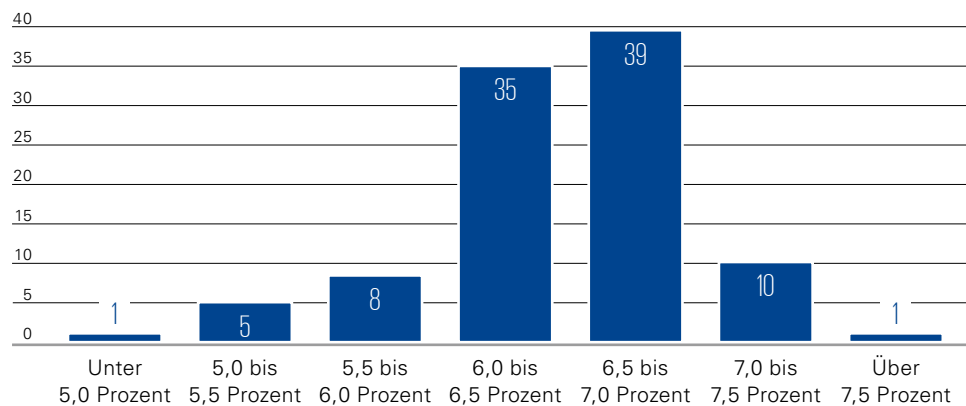


Bei der Analyse der einzelnen Unternehmen zeigte sich erneut, dass die Mehrheit (74 Prozent) der deutschen Studienteilnehmer eine Marktrisikoprämie zwischen 6,0 und 7,0 Prozent angesetzt haben. Nur jeweils 1 Prozent der deutschen Studienteilnehmer hat eine Marktrisikoprämie unter 5,0 Prozent bzw. über 7,5 Prozent bei der Ermittlung ihrer Kapitalkosten verwendet. (Abbildung 27)

„In der Schweiz lag die durchschnittlich angesetzte Marktrisikoprämie bei vergleichbarem Basiszinssatz unverändert deutlich unterhalb der in Deutschland und Österreich angesetzten Prämie. Das wäre ceteris paribus dann plausibel, wenn die von Investoren geforderte Gesamtrendite in der Schweiz niedriger wäre als in Deutschland und Österreich und sie dementsprechend für die Schweiz geringere Risikoerwartungen hätten.“

Dr. Marc Castedello
Partner, KPMG in Deutschland

27 Verteilung der angesetzten Marktrisikoprämie deutscher Unternehmen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

3.4 Betafaktor

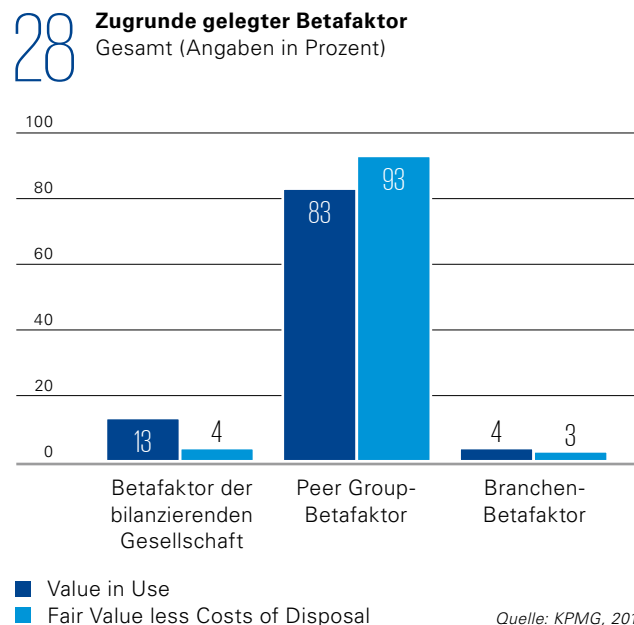
Der Betafaktor ist ein weiterer entscheidender Bestandteil bei der Ableitung der Eigenkapitalkosten. Er drückt aus, in welchem Maße das unternehmensspezifische Risiko mit dem des Marktportfolios vergleichbar ist.

Bei der Bestimmung des künftigen Betafaktors ergeben sich insbesondere zwei Schwierigkeiten. So stellen in der Praxis in der Regel historische Renditen den Ausgangspunkt zur Ermittlung des zukunftsorientierten Betafaktors für Bewertungszwecke dar. Weiterhin gibt es bereits bei der Erhebung der historischen Betafaktoren verschiedene Hürden – zum Beispiel dadurch, dass CGUs als zu bewertende Einheiten im Rahmen des Impairment Test grundsätzlich nicht börsennotiert sind. Da demnach in der Regel für CGUs keine Betafaktoren direkt ablesbar sind, wird in der Praxis regelmäßig eine Peer Group aus vergleichbaren börsennotierten Unternehmen herangezogen. Hierdurch soll das unternehmensspezifische Risiko der CGU bestmöglich abgebildet werden.

Die Ableitung eines Betafaktors aus einer Peer Group ist sowohl für die Ermittlung des Fair Value less Costs of Disposal (beizulegender Zeitwert) als auch des Value in Use (Nutzungswert) implizit vorgesehen, um der gebotenen Marktperspektive Rechnung zu tragen.

Dabei erschweren jedoch zunehmend verschmelzende Branchen die Ableitung einer geeigneten Peer Group, die das gesuchte operative Risiko der zu beurteilenden CGU reflektiert.

Sind die einzelnen CGUs unterschiedlichen operativen Risiken ausgesetzt, sollte für jede CGU eine individuelle Peer Group ermittelt werden, um das unterschiedliche Risikoprofil der einzelnen CGUs adäquat abzubilden. Eine solche Differenzierung der Peer Group für einzelne CGUs nahm allerdings weniger als die Hälfte der Studienteilnehmer vor (2015/2016: 40 Prozent).



Zusätzlich kommen – wie im Schwerpunktthema „Risikotransparenz und Risikosteuerung“ auf Seite 34 beschrieben – fortschrittliche Alternativen in Betracht, die geeignet sind, das operative Risiko von CGUs simulativ aus Markt- und Unternehmensdaten abzuleiten. Aktuell werden solche Ansätze noch nicht in signifikantem Umfang in der Bewertungspraxis angewendet.

Insgesamt verwendeten in diesem Jahr 93 Prozent (Fair Value less Costs of Disposal) bzw. 83 Prozent (Value in Use) eine Peer Group.

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. Den Betafaktor der bilanzierenden Gesellschaft setzten in diesem Jahr 13 Prozent (Value in Use) bzw. 4 Prozent (Fair Value less Costs of Disposal) der teilnehmenden Unternehmen an. (Abbildung 28)

Unverschuldete Betafaktoren

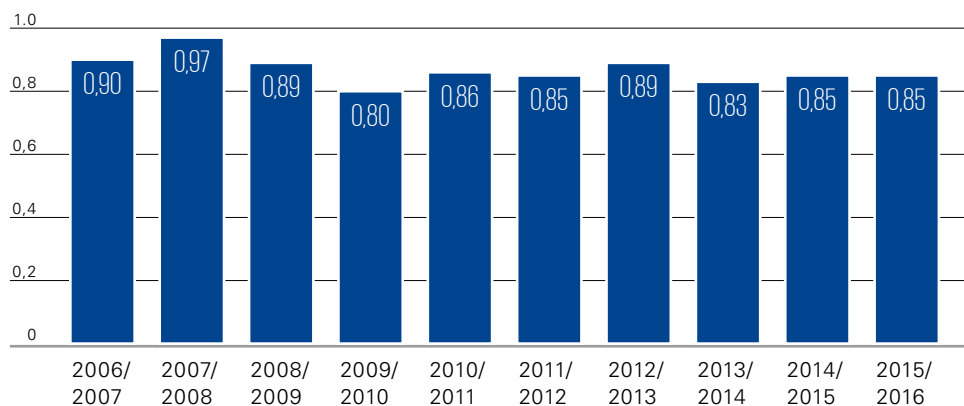
Bei der Bestimmung der Kapitalkosten wird das systematische operative Risiko mittels des unverschuldeten Betafaktors dargestellt. Der durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktor ist mit 0,85 nahezu unverändert zu den letzten beiden Jahren geblieben. (Abbildung 29)

Trotz der insgesamt durchschnittlich konstanten Entwicklung zeigten sich innerhalb der einzelnen Branchen einige wesentliche Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr. Innerhalb des Bereichs

Energy & Natural Resources ist der durchschnittlich angesetzte unverschuldete Betafaktor um 0,18 auf 0,76 gesunken und liegt damit wieder auf seinem langfristigen historischen Durchschnitt. Das könnte ein Zeichen dafür sein, dass die Studienteilnehmer die Unsicherheiten und herausfordernden Marktbedingungen in dieser Branche geringer als in früheren Jahren einschätzen. Der stärkste Anstieg dagegen wurde im Bereich **Transport & Leisure** beobachtet. Hier hat sich der unverschuldete Betafaktor um 0,10 auf nunmehr 0,78 erhöht (Vorjahr: 0,68). (Abbildung 30)

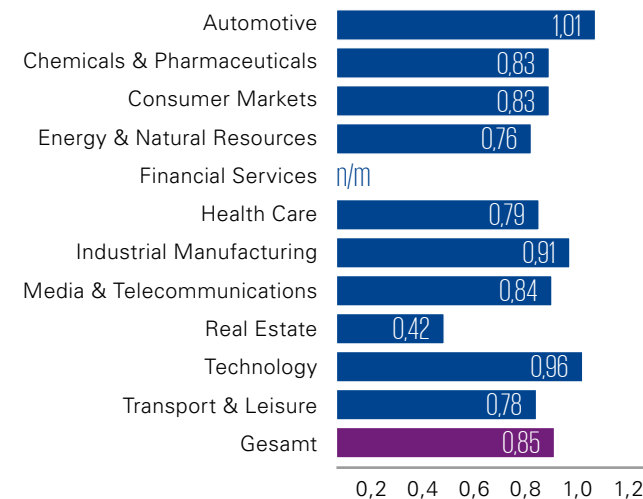
Der durchschnittlich höchste unverschuldete Betafaktor fand sich bei Unternehmen im Bereich **Automotive** (1,01), der durchschnittlich niedrigste Betafaktor im Bereich **Real Estate** (0,42). Der Grund für die geringe Schwankung im Immobilienbereich liegt insbesondere in den weniger konjunkturanfälligen Erlösen, zum Beispiel durch langfristige Mietverträge oder den grundsätzlichen Bedarf an Wohnraum.

29 Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren im Zeitablauf
Gesamt



Quelle: KPMG, 2016

30 Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren nach Branchen



Quelle: KPMG, 2016

Verschuldete Betafaktoren

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

Der durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktor ist im Vergleich zum Vorjahr um 0,04 auf 0,99 gesunken. Da sowohl die Höhe des unverschuldeten Betafaktors als auch der Fremdkapitalkosten unverändert zum Vorjahr geblieben ist, lässt sich der leichte Rückgang des verschulde-

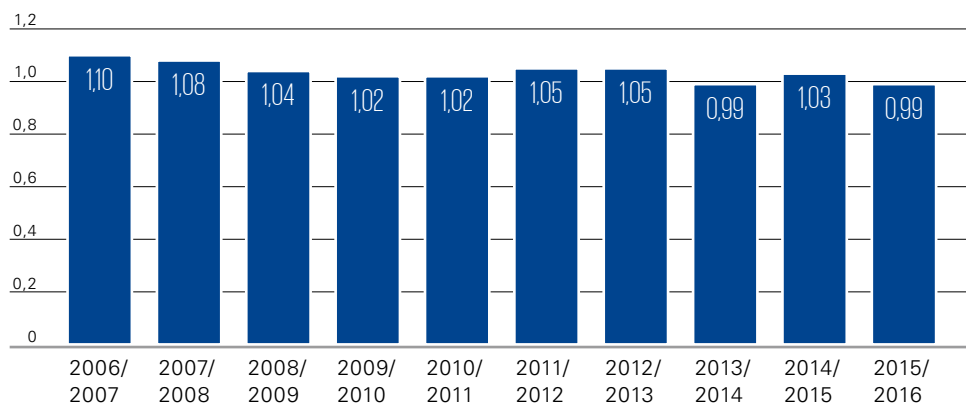
ten Betafaktors ausschließlich auf die gesunkene Fremdkapitalquote zurückführen. (Abbildung 31; Abbildung 44, Seite 41)

Nach Definition des Betafaktors als relatives Risikomaß müsste der Durchschnitt über alle verschuldeten Betafaktoren des Marktes 1,00 ergeben. Wie Abbildung 31 zeigt, bewegen sich die erhobenen Werte seit Jahren in einer engen Bandbreite um diesen theoretisch richtigen Wert, der in diesem Jahr erneut nahezu genau getroffen wurde. Die durchgeführten empirischen Erhebungen dieser Studie repräsentieren folglich hinreichend den Gesamt-

markt. Hieraus lässt sich weiterhin schließen, dass bei den Impairment Tests zumindest im Durchschnitt keine systematische Unter- oder Überschätzung des Betafaktors und damit des systematischen Risikos vorliegt.

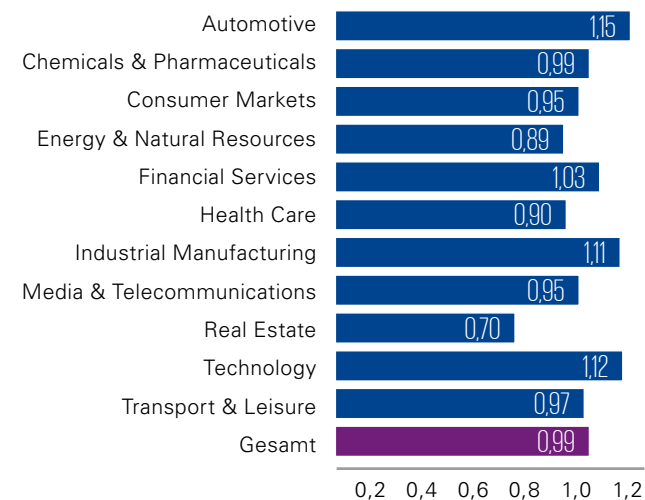
Die höchsten verschuldeten Betafaktoren wurden von Unternehmen in den Bereichen **Automotive** (1,15), **Technology** (1,12) und **Industrial Manufacturing** (1,11) angesetzt, die niedrigsten Werte waren in den Bereichen **Real Estate** (0,70), **Energy & Natural Resources** (0,89) sowie **Health Care** (0,90) zu beobachten. (Abbildung 32)

31 Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren im Zeitablauf
Gesamt



Quelle: KPMG, 2016

32 Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren nach Branchen



Quelle: KPMG, 2016

3.5 Eigenkapitalkosten

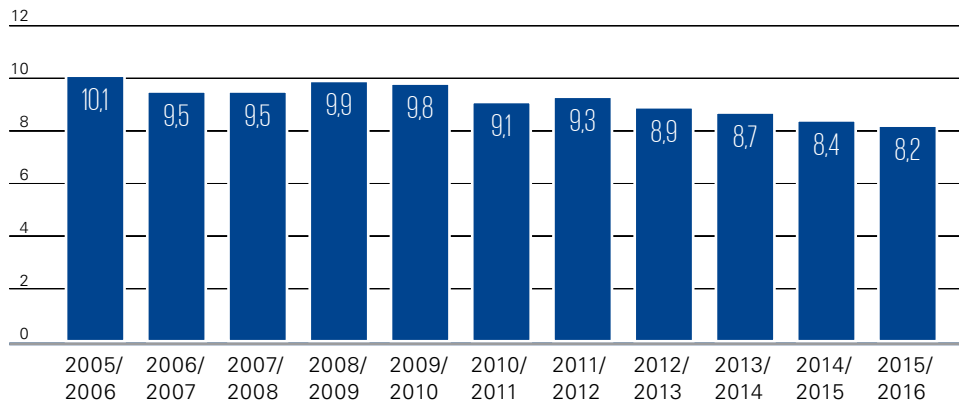
Die verschuldeten Eigenkapitalkosten ergeben sich nach dem CAPM aus risikolosem Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und verschuldetem Betafaktor.

Der Trend sinkender verschuldeter Eigenkapitalkosten, der in den vergangenen Jahren zu beobachten war, hat sich erneut fortgesetzt: Nach 8,4 Prozent im vergangenen Jahr sanken sie nunmehr auf 8,2 Prozent. Dieser Rückgang resultiert aus den auf den Vorseiten beschriebenen Veränderungen der einzelnen Parameter. Dabei wurden die eigenkapitalkostensenkenden Effekte aus dem Rückgang des

Basiszinssatzes von der gestiegenen Marktrisikoprämie nur teilweise kompensiert. (Abbildung 33)

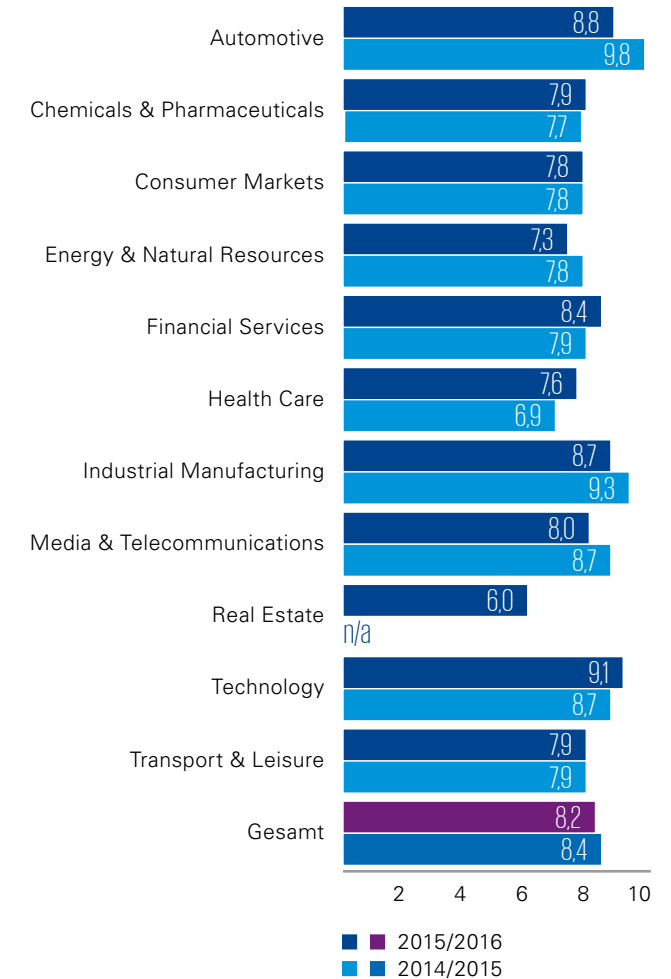
Ein Vergleich der einzelnen Branchen zeigt durchaus unterschiedliche Entwicklungen bei den durchschnittlich verwendeten Eigenkapitalkosten. Während in den Bereichen **Automotive**, **Industrial Manufacturing** und **Media & Telecommunications** deutliche Rückgänge im Vergleich zum Vorjahr zu beobachten sind, waren insbesondere in den Bereichen **Financial Services** und **Health Care** höher angesetzte Eigenkapitalkosten zu verzeichnen. In den übrigen Bereichen liegt eine eher konstante Entwicklung vor. (Abbildung 34)

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



Quelle: KPMG, 2016

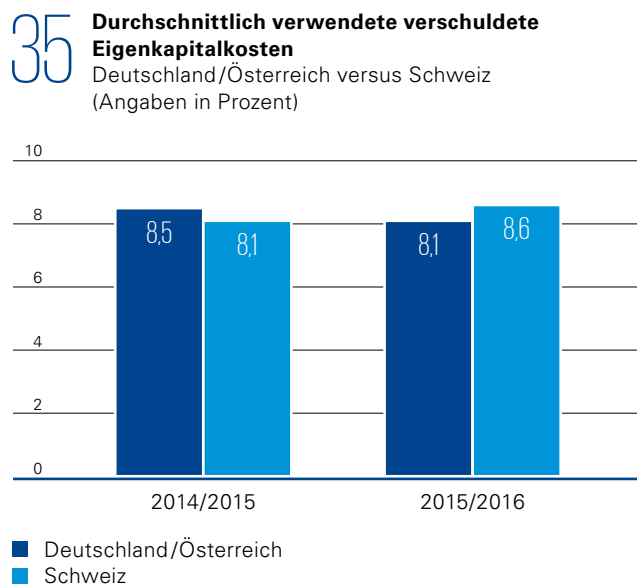
34 Durchschnittlich verwendete verschuldete Eigenkapitalkosten nach Branchen
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

Die Entwicklung der verschuldeten Eigenkapitalkosten war in Deutschland und Österreich auf der einen Seite und in der Schweiz auf der anderen Seite unterschiedlich. Während die verschuldeten Eigenkapitalkosten in Deutschland und Österreich im Vergleich zum Vorjahr insbesondere aufgrund der geringeren Basiszinssätze rückläufig waren, sind die verschuldeten Eigenkapitalkosten in der Schweiz vor allem aufgrund der höheren Marktrisikoprämie angestiegen. (Abbildung 35)

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 und teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen sowie zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingeflossen sind.



Quelle: KPMG, 2016

Risikotransparenz und Risikosteuerung

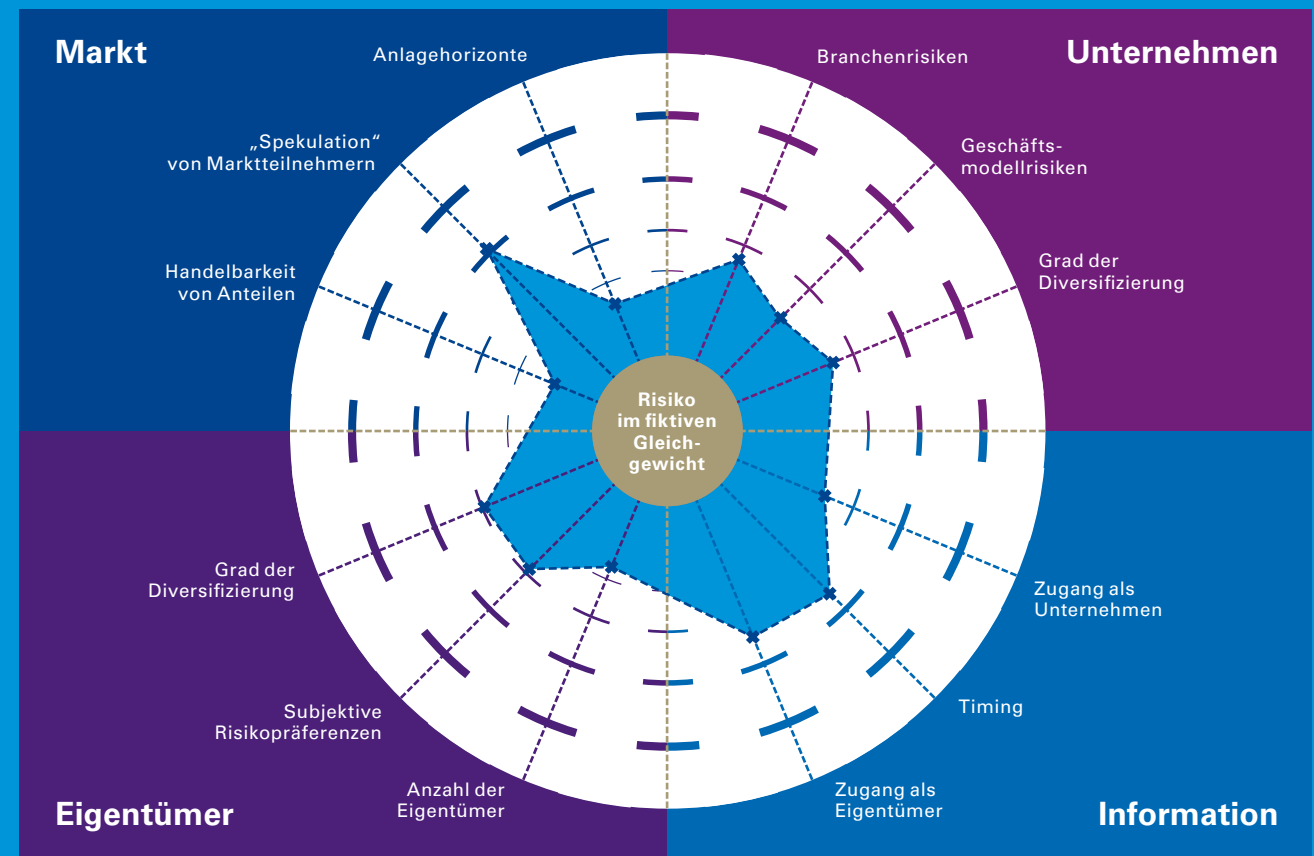
Wie im Schwerpunktthema „Neue Methoden zur Wertbestimmung“ (Seite 10) ausgeführt, können die heutigen Bewertungsansätze die Realität nur sehr begrenzt wiedergeben. Sie beschreiben lediglich den niemals erreichbaren gleichgewichtigen Idealzustand, in dem gemäß der Theorie „der Markt ausschließlich das sogenannte systematische Risiko“ vergütet. Die Unternehmenspraxis braucht aber zu einer aktiven und transparenten Risikosteuerung praktische Handlungsempfehlungen, die die bisherigen Ansätze nicht geben können. Folglich drohen Bewertungsfehler im Sinne einer nicht vollständigen Risikoberücksichtigung in der Praxis immer dort, wo eine Entscheidungssituation keine gleichgewichtige Idealsituation widerspiegelt. Das dürfte regelmäßig der Fall sein – theoretischer Lösungsansatz und reales Problem überschneiden sich folglich kaum.

In der theoretischen Version des „vollkommenen Marktes“ haben alle Unternehmenseigner umfassende Informationen über sämtliche Risiken aller bestehenden Investitionsmöglichkeiten. Doch woher kommen diese Informationen in der Realität? Gibt es sie tatsächlich? Auf welchen Entscheidungen beruhen sie? Wer ist für sie verantwortlich? In der Bewertungspraxis sehen sich die Unternehmenslenker zunächst mit Entscheidungssituationen zu unterschiedlichen Handlungsoptionen konfrontiert. CEO und CFO sollten selbstverständlich im Sinne des Shareholder Value handeln. Doch zugleich ist der Fokus ihres Handelns weniger an einer idealisierten Modellsituation orientiert als vielmehr an der konkreten strategischen Ausrichtung und dem langfristigen Überleben ihres Unternehmens auf hoch kompetitiven und komplexen Märkten. Im Bereich

der strategischen Beratung mangelt es hierfür weniger an performancesteigernden Handlungsempfehlungen; vielmehr tun sich viele Entscheider und ihre

Berater schwer damit, nachvollziehbare Maßnahmen und Handlungsempfehlungen zur Risikoreduktion abzuleiten und zu begründen.

36 Gelingt die vollständige Reflexion grenzpreisrelevanter Risiken in theoretischen Modellen?



Quelle: KPMG, 2016

Ursächlich hierfür ist oft der eingeeengte Blick auf theoretische Gleichgewichtsmodelle, die lediglich erklären sollen, wie Risiko auf einem vollkommenen Markt berücksichtigt wird, praktische Handlungsempfehlungen hingegen liefern sie nicht. Das kann jedoch nicht das Ziel unternehmerischer Entscheidungen in der Realität sein, in der es darauf ankommt, das Risikoprofil des eigenen Unternehmens entsprechend positiv zu beeinflussen.

Für den Vergleich zwischen mehreren Handlungsalternativen ist für CEO und CFO in einem ersten Schritt die Kenntnis der mit der Entscheidung verbundenen erwarteten finanziellen Konsequenzen (Performance) und des verbundenen Risikos notwendig. „Risiko“ bezeichnet dabei die möglichen Abweichungen der Realität von einer finanziellen Erwartung (Streuung der erwarteten Performancegröße). Da die Entscheidung vor dem Hintergrund eines bestehenden übrigen Geschäfts getroffen wird, sind anschließend in einem zweiten Schritt die jeweiligen korrespondierenden Performance- und Risikoeffekte der Handlungsalternativen auf das Unternehmen im Sinne von Synergien (Performancesynergien und Diversifikationseffekte) zu untersuchen. Abschließend gilt es in Schritt 3, abzuschätzen, welche Effekte im Sinne einer (idealisierten) Kapitalmarktsicht zu erwarten sind, insbesondere wenn mit der jeweiligen Handlungsoption eine entsprechende Geschäftsmodellveränderung einhergeht. Aus diesen drei Schritten lassen sich transparent und konsistent Handlungsempfehlungen und Informationen für die Entscheidungsfindung sowie die hieran anschließende Kapitalmarktkommunikation ableiten. (Abbildung 36, Seite 34)

Die schrittweise Zerlegung des Wertbeitrags der jeweiligen Handlungsoption in seine Performance- und Risikoanteile ist Bestandteil des von KPMG verwendeten Entscheidungsansatzes CEDA, der im Hinblick auf Unternehmenstransparenz und Unternehmenssteuerung zahlreiche Vorteile gegenüber bisherigen Ansätzen aufweist. Die etablierten Modelle versuchten bisher bestenfalls, die operativen Risiken von Handlungsoptionen auf der Basis von vergleichenden Peer Group-Verfahren in Bewertungskalkülen „dem Grunde“ nach zu berücksichtigen. Auf der Basis des beschriebenen dreistufigen Entscheidungsprozesses – korrespondierend zu bisherigen performancesteigernden Maßnahmen – lassen sich nunmehr auch ganz konkrete Handlungsempfehlungen für Unternehmensentscheider zur Risikoreduzierung „der Höhe nach“ benennen und die mit ihnen verbundenen Effekte konsistent und transparent quantifizieren. Auf diese Weise wird es möglich, verschiedenen Handlungsoptionen mit unterschiedlichen operativen Risiken die tatsächlich adäquaten Kapitalkosten zuzuweisen. Und zwar auch dann, wenn bisherige, auf Peer Group-Vergleichen basierende Ansätze mangels fehlender Vergleichbarkeit scheitern. Hieraus ergeben sich sowohl für interne Steuerungszwecke als auch für Rechnungslegungszwecke Vorteile. Fehlentscheidungen aufgrund eines in der Praxis oft zu beobachtenden gesamtkonzern einheitlichen Kapitalkostenansatzes werden vermieden, da nunmehr auf Basis der individuellen Kapitalkosten die tatsächlich wertsteigernde Handlungsoptionen identifiziert und durchgeführt werden.

Die Komposition der jeweils neuen Gesamtkapitalkosten des Unternehmens aus den Kapitalkosten

„Die lediglich rein marktorientierte Risikoreflexion bei der Bestimmung von Kapitalkosten blendet mögliche Handlungsoptionen der Unternehmen für eine gezielte Risikosteuerung regelmäßig aus. Für die optimale Unternehmensentscheidung ist nicht nur die Kenntnis zentraler Risikotreiber notwendig, sondern insbesondere die Transparenz über ihre Beeinflussbarkeit und die hieraus resultierenden aktiven Veränderungsmöglichkeiten bei den entscheidungsrelevanten Kapitalkosten.“

Dr. Andreas Tschöpel
Partner, KPMG in Deutschland

der einzelnen Unternehmensbestandteile und den jeweiligen Handlungsoptionen ist rasch und transparent möglich. Hierdurch können wertvolle Informationen zum Risikoprofil des Unternehmens gewonnen und entsprechend kommuniziert werden, was dazu beiträgt, bestehende Unterschiede zwischen den Erwartungen der Marktteilnehmer (in Bezug auf das quasi „neue Unternehmen“ nach Handlungsoption) und denen des Unternehmensmanagements zu erkennen und mögliche Rückwirkungen auf den Börsenwert besser zu antizipieren.

Neben einer sachgerechten Risikoberücksichtigung lassen sich Risikokomponenten unmittelbar auf die mit den Handlungsoptionen einhergehenden Risikotreiber allozieren. Dies erhöht die Risikotransparenz im Entscheidungsprozess und eröffnet Möglichkeiten einer aktiven Risikosteuerung.

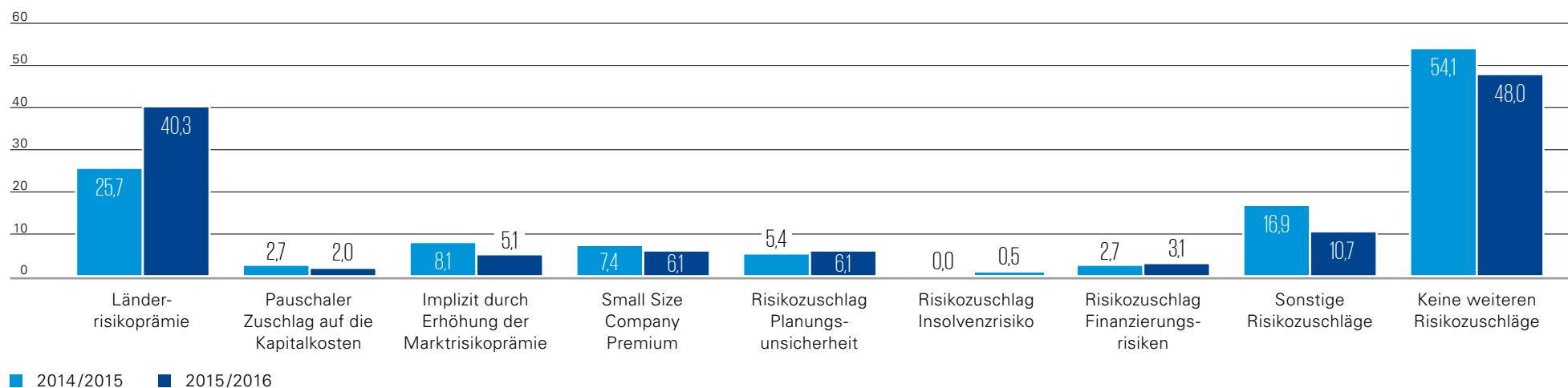
3.6 Weitere Risikozuschläge

Die diesjährigen Studienergebnisse zeigen, dass weitere Risikozuschläge bei der Ermittlung von Kapitalkosten für die teilnehmenden Unternehmen an Bedeutung gewonnen haben. Während im vergangenen Jahr 45,9 Prozent der Studienteilnehmer weitere Risikozuschläge bei der Ableitung der Kapitalkosten berücksichtigt haben, sind es in diesem Jahr mit 52,0 Prozent mehr als die Hälfte. (Abbildung 37)

Der von den Studienteilnehmern nach wie vor am häufigsten berücksichtigte zusätzliche Risikozuschlag ist die Länderrisikoprämie. Sie wurde in diesem Jahr von 40,3 Prozent und damit von deutlich mehr teilnehmenden Unternehmen als im Vorjahr angesetzt, in dem lediglich ein Viertel der befragten Unternehmen eine Länderrisikoprämie berücksichtigte. Eine Begründung für den zunehmenden Ansatz der Länderrisikoprämie könnte darin liegen, dass sich lokale Marktrisikoprämien immer weniger belastbar empirisch messen lassen und dass daher

zum Beispiel auf einer deutschen Marktrisikoprämie basierende Kalküle um eine Länderrisikoprämie ergänzt werden. Weitere Risikozuschläge, wie beispielsweise die implizite Berücksichtigung weiterer Risikofaktoren in der Marktrisikoprämie oder das Small Size Company Premium, haben hingegen im Vergleich zum Vorjahr an Bedeutung verloren.

37 Weitere Risikozuschläge 2014/2015 versus 2015/2016
Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2016

Die Anwendung weiterer Risikozuschläge unterscheidet sich regional weiterhin deutlich. Während in Deutschland 48,0 Prozent der Studienteilnehmer weitere Risikozuschläge ansetzten (Abbildung 38), war dieser Anteil bei den Teilnehmern aus der Schweiz mit 51,7 Prozent vergleichbar und bei den österreichischen Teilnehmern mit 84,2 Prozent erheblich höher.

Eine besonders auffällige Entwicklung zeigte sich in Österreich. Der Anteil der österreichischen Teilnehmer, die Risikozuschläge berücksichtigten, ist im Vergleich zum Vorjahr um knapp 20 Prozentpunkte gestiegen (Vorjahr: 64,7 Prozent). Insbesondere die

Verwendung von Länderrisikoprämien hat deutlich zugenommen und lag 2015/2016 bei 68,4 Prozent (Vorjahr: 47,1 Prozent). (Abbildung 39, Seite 38)

Regionale Unterschiede bestehen nicht nur in der allgemeinen Bedeutung weiterer Risikozuschläge, sondern auch in der Art der angesetzten Zuschläge. Während in Deutschland mit rund 40 Prozent und Österreich mit knapp 70 Prozent die Länderrisikoprämie im Vordergrund stand, spielte in der Schweiz wie in den Vorjahren auch das Small Size Company Premium eine wesentliche Rolle (2015/2016: 24,1 Prozent, Vorjahr: 24,1 Prozent). (Abbildung 40, Seite 38)

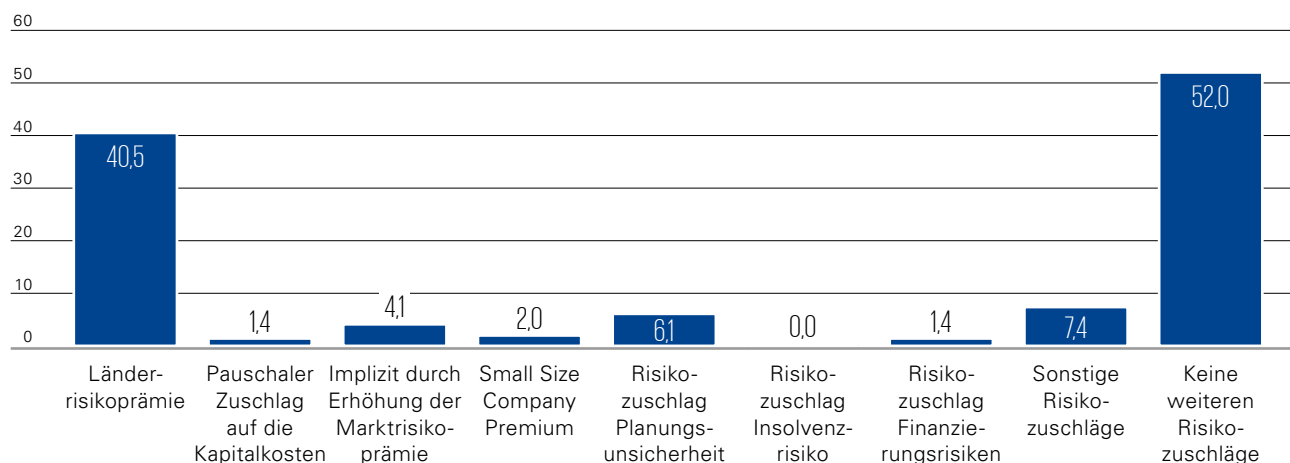
„Die gestiegene Unsicherheit für die Unternehmen und die hohen Marktvolatilitäten haben in Österreich dazu geführt, dass die Risikozuschläge tendenziell erhöht wurden und nur mehr wenige Unternehmen keine weiteren Risikozuschläge bei der Ableitung der Kapitalkosten ansetzen. Zwei Drittel der befragten Unternehmen bilden die erhöhten Risiken durch Länderrisikoprämien ab.“

Dr. Klaus Mittermair

Partner, KPMG in Österreich

38 Weitere Risikozuschläge 2015/2016

Deutschland (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)

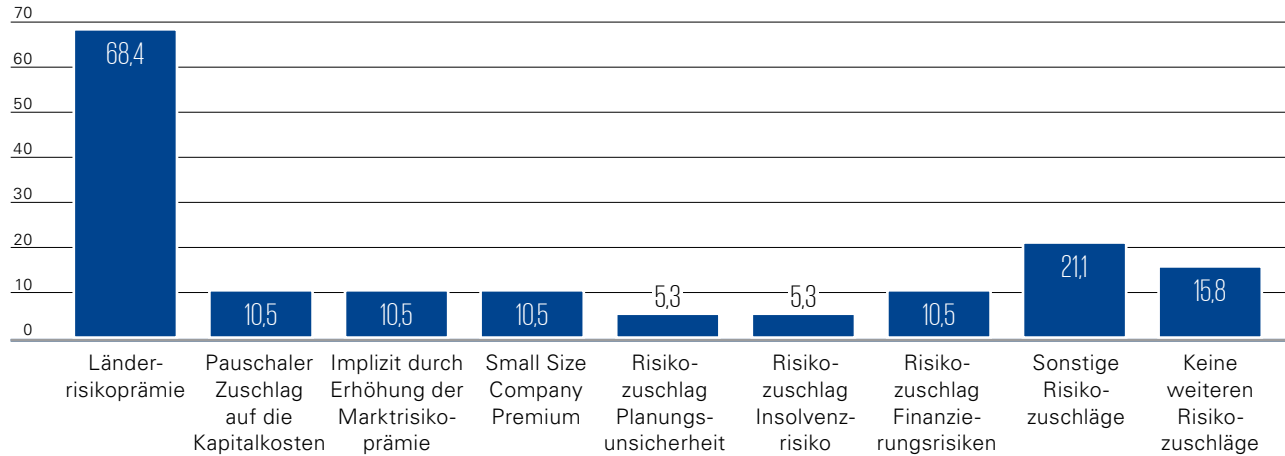


Quelle: KPMG, 2016

39

Weitere Risikozuschläge 2015/2016

Österreich (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)

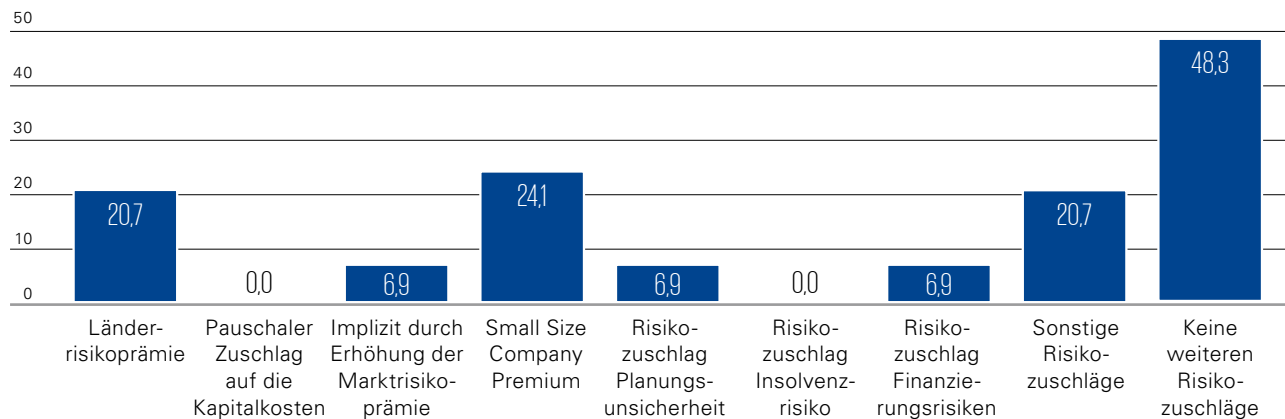


Quelle: KPMG, 2016

40

Weitere Risikozuschläge 2015/2016

Schweiz (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2016

3.7 Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalquote

Fremdkapitalkosten

Die Fremdkapitalkosten stellen neben den Eigenkapitalkosten den zweiten Parameter bei der Ableitung der gewichteten Kapitalkosten dar.

Die wesentlichen in der Praxis verwendeten Vorgehensweisen zur Ermittlung der Kapitalstruktur und der Fremdkapitalkosten sind in Abbildung 41 dargestellt.

Dabei ist zu beachten, dass lediglich die Ableitung der Kapitalstruktur und der Fremdkapitalkosten aus einer Peer Group – analog zur Vorgehensweise beim Betafaktor – der nach IFRS geforderten Marktsicht gerecht wird.

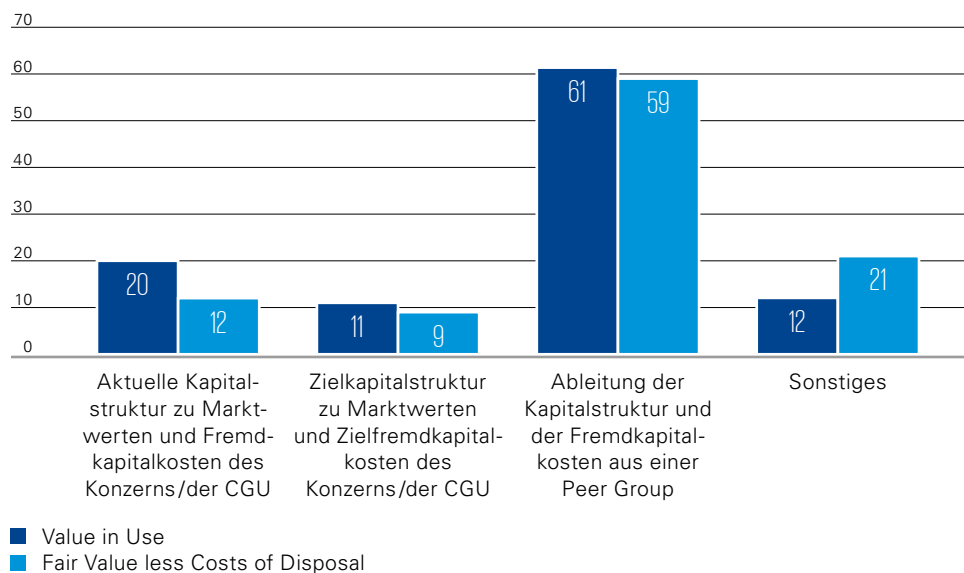
Wie im Vorjahr hat der Großteil der befragten Unternehmen diese Anforderung der IFRS erfüllt. Während allerdings im Vorjahr der weit überwiegende Teil der Studienteilnehmer (81 Prozent) insbesondere bei der Berechnung des Fair Value less Costs of Disposal auf Peer Group-Parameter zurückgriff, wendeten in diesem Jahr deutlich weniger teilnehmende Unternehmen diese Methode an. (Abbildung 41, Seite 39)

Die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten sind trotz der rückläufigen Entwicklung des Basiszinssatzes auf einem konstanten Niveau von 3,4 Prozent verblieben. (Abbildung 42)

In Deutschland und Österreich sind die beobachtbaren Veränderungen der angesetzten Fremdkapitalkosten lediglich marginal. Insgesamt lagen die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten mit 3,4 Prozent bzw. 3,3 Prozent nur jeweils 0,1 Prozentpunkte unter den Vorjahreswerten.

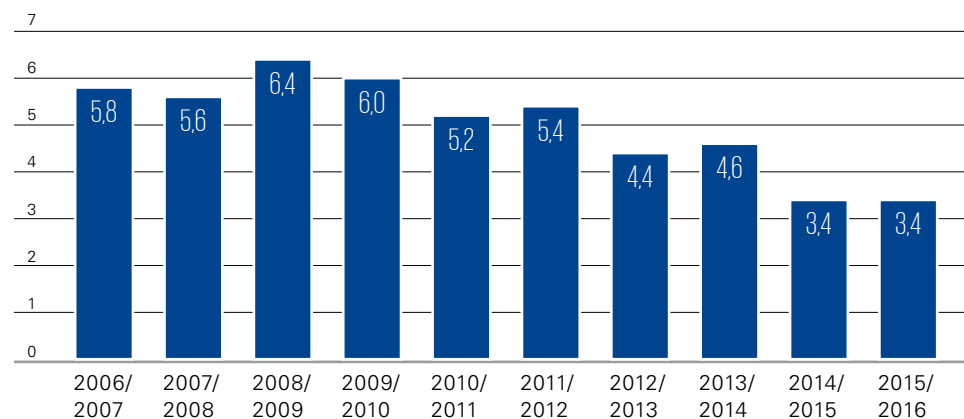
Eine deutliche Veränderung bei den Fremdkapitalkosten wurde dagegen von den Studienteilnehmern aus der Schweiz angegeben. Hier erhöhten sich die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten um 0,5 Prozentpunkte auf 3,5 Prozent.

41 Ableitung Kapitalstruktur und Fremdkapitalkosten Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



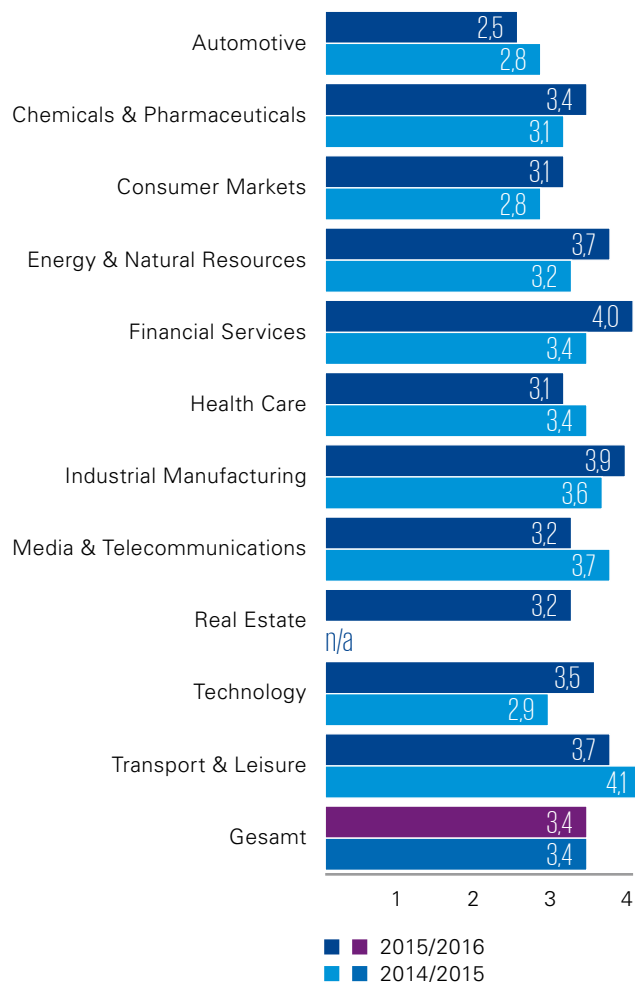
Quelle: KPMG, 2016

42 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten im Zeitablauf Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

43 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten nach Branchen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

Bei der Entwicklung der Fremdkapitalkosten ist insbesondere auffällig, dass bei den deutschen und österreichischen Unternehmen der Rückgang um jeweils 0,1 Prozentpunkte deutlich geringer ausfiel als beim Basiszinssatz. Bei den Schweizer Studienteilnehmern stiegen die Fremdkapitalkosten sogar, obwohl der angesetzte Basiszinssatz marginal um 0,1 Prozentpunkte gesunken ist. Daher ist davon auszugehen, dass die von den Fremdkapitalgebern verlangten Risikoprämien (sogenannte Credit Spreads) im Durchschnitt sowohl in Deutschland und Österreich als auch verstärkt in der Schweiz zugenommen haben.

Insgesamt sind die durchschnittlich angesetzten Fremdkapitalkosten im vergangenen Jahr zwar konstant geblieben, innerhalb der Branchen waren jedoch einige wesentliche Entwicklungen zu beobachten. Die größten Steigerungen gab es in den Bereichen **Financial Services** und **Technology**, in denen die Fremdkapitalkosten um jeweils 0,6 Prozentpunkte auf 4,0 Prozent bzw. 3,5 Prozent gestiegen sind. Die größte Verminderung hingegen war im Bereich **Media & Telecommunications** zu beobachten, wo diese Kosten um 0,5 Prozentpunkte auf 3,2 Prozent gesunken sind. (Abbildung 43)

„Die Entwicklung von Basiszinssatz, Eigen- und Fremdkapitalkosten zeigt, dass die Niedrigzinspolitik der Notenbanken durch höhere Risikoprämien sowohl für Eigen- als auch für Fremdkapital kompensiert wurde und damit die Kapitalkosten für die Unternehmen gleich geblieben sind.“

Stefan Schöniger

Partner, KPMG in Deutschland

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 und teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen sowie 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 errechnet sich dabei aus dem Verhältnis von Marktwert des Fremdkapitals zu Marktwert des Gesamtkapitals.

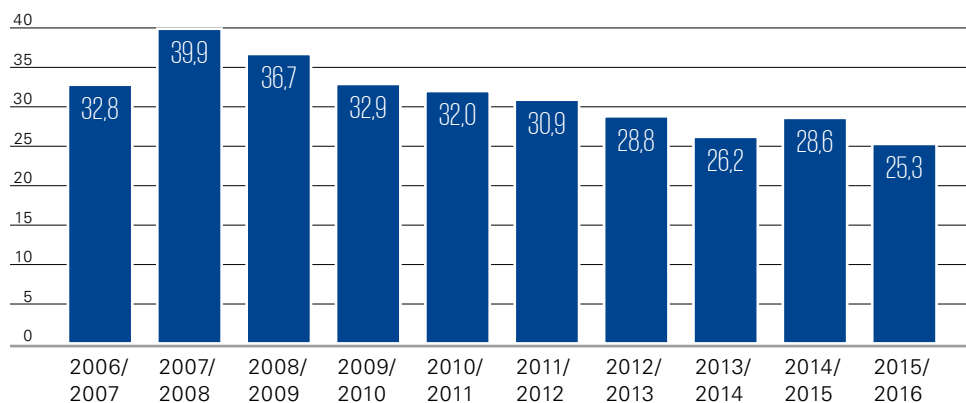
Die durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote hat sich gegenüber dem Vorjahr wieder reduziert. In diesem Jahr lag sie mit 25,3 Prozent noch unter dem Wert des Jahres 2013/2014 und stellt somit einen historischen Tiefststand dar. (Abbildung 44)

Am stärksten fiel die (absolute) Veränderung bei den Studienteilnehmern aus der Schweiz aus. Hier ist die durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote deutlich auf 22,2 Prozent (Vorjahr: 27,2 Prozent) gesunken. Die Rückgänge auf 24,7 Prozent in

Deutschland (Vorjahr: 27,5 Prozent) bzw. 34,2 Prozent in Österreich (Vorjahr: 36,7 Prozent) fielen dagegen moderater aus. Diese Entwicklungen setzen somit den sich generell abzeichnenden Abwärtstrend der Fremdkapitalquote der vergangenen Jahre fort.

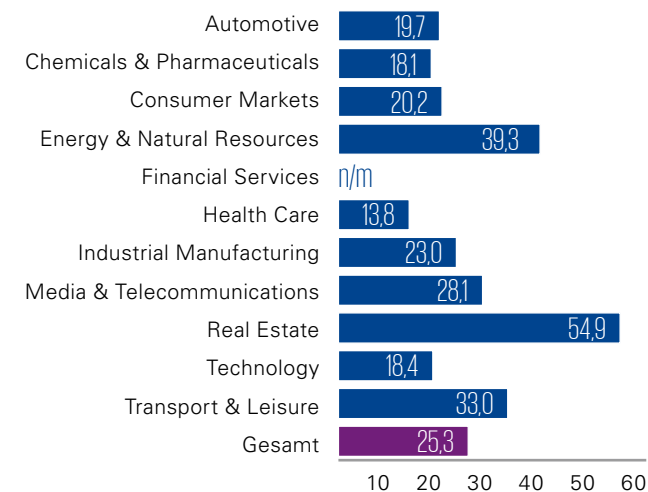
Die höchsten Fremdkapitalquoten fanden sich in den Bereichen **Energy & Natural Resources** und **Real Estate**, die niedrigste Quote im Bereich **Health Care**. (Abbildung 45)

44 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote im Zeitablauf
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

45 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote nach Branchen
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

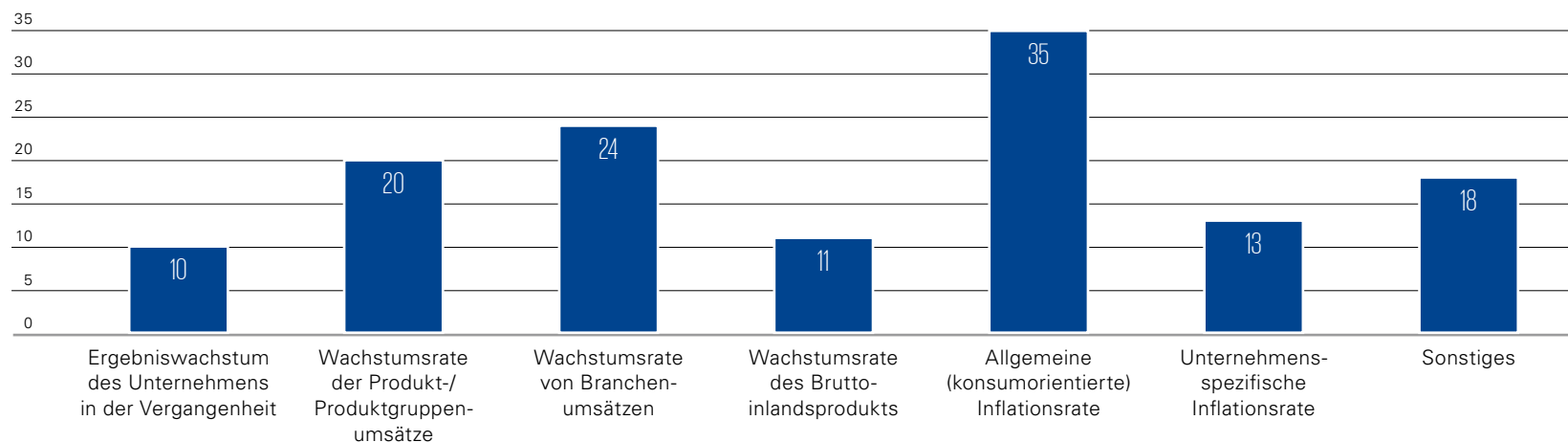
3.8 Nachhaltige Wachstumsrate

Rund 54 Prozent der Studienteilnehmer verwendeten zur Bemessung der nachhaltigen Wachstumsraten die Umsatz- und Ergebniswachstumsraten der Vergangenheit bzw. der Detailplanungsperiode. Diese Vorgehensweise kann konzeptionelle Schwächen hinsichtlich der Äquivalenz zwischen angesetzten Cashflows und Wachstumsraten bergen, da dieses Vorgehen nur dann sachgerecht ist, wenn

die tatsächlich für die Bewertung herangezogenen Cashflows um erforderliche 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 46)

Rund 46 Prozent der Teilnehmer verwendeten allgemeine wirtschaftliche Wachstums- oder Inflationsraten zur Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate. Lediglich 13 Prozent der teilnehmenden Unternehmen verwendeten unternehmensspezifische Inflationsraten. Da in der Regel nur unternehmensspezifische Veränderungsdaten die individuellen Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie etwaiges Effizienzsteigerungspotenzial sachgerecht abbilden können, sind sie bei der Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate allgemeinen (konsumorientierten) Inflationsraten vorzuziehen.

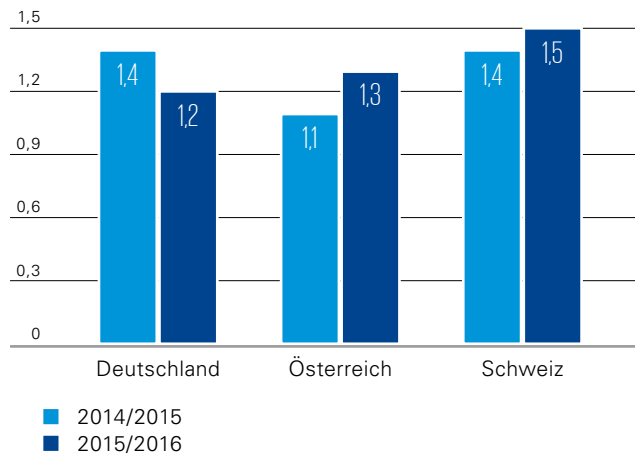
46 **Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate**
Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2016

Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate leicht rückläufig entwickelt und lag in diesem Jahr insgesamt bei durchschnittlich 1,3 Prozent (Vorjahr: 1,4 Prozent). Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich der aggregierte Effekt aus gegenläufigen Entwicklungen in den einzelnen Ländern ergab. Während in Deutschland die durchschnittlich angesetzte Wachstumsrate von 1,4 Prozent im Vorjahr auf 1,2 Prozent gesunken ist, kam es in Österreich und der Schweiz zu einem Anstieg um jeweils 0,2 bzw. 0,1 Prozentpunkte auf 1,3 Prozent bzw. 1,5 Prozent. (Abbildung 47)

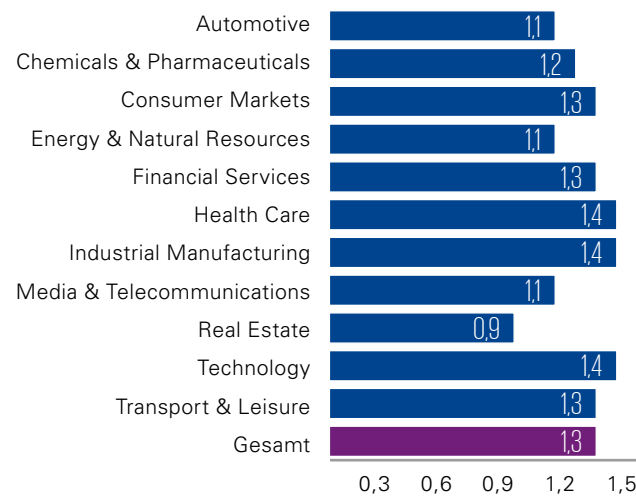
47 Nachhaltige Wachstumsrate
Deutschland versus Österreich versus Schweiz
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

Innerhalb der Branchen haben sich die angesetzten Wachstumsraten stark verändert. Während im Vorjahr die Unternehmen der Bereiche **Financial Services** und **Industrial Manufacturing** die höchsten Raten angesetzt hatten, setzten in diesem Jahr Unternehmen der Bereiche **Health Care**, **Industrial Manufacturing** sowie **Technology** die höchsten Wachstumsraten an. Lediglich im Bereich **Real Estate** wurde mit einem Wachstum von unter einem Prozent gerechnet. (Abbildung 48)

48 Nachhaltige Wachstumsrate nach Branchen
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

4 Impairment Test



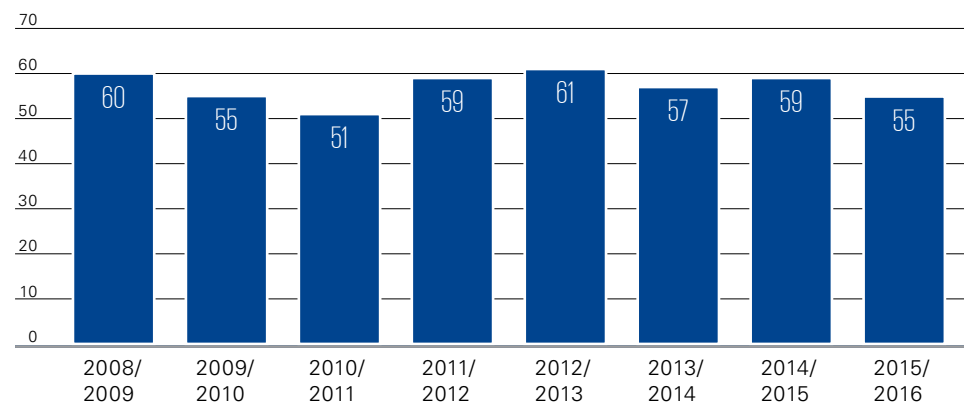
4.1 Anlass und Ergebnis

Der Anteil der Studienteilnehmer, die im Konzernabschluss eine Wertminderung bei Goodwill oder Assets vorgenommen haben, lag mit 55 Prozent leicht unter dem Niveau der Vorjahre. (Abbildung 49)

Am häufigsten wurde von den Teilnehmern eine Wertberichtigung auf einzelne Vermögenswerte durchgeführt (2015/2016: 32 Prozent; Vorjahr: 33 Prozent). Der Anteil der Unternehmen, die sowohl einen Asset Impairment als auch einen Goodwill Impairment durchgeführt haben, hat sich von 19 Prozent im Vorjahr auf 15 Prozent reduziert. Ein Impairment ausschließlich auf den Goodwill haben nur 8 Prozent der Unternehmen vorgenommen (Vorjahr: 7 Prozent). (Abbildung 50)

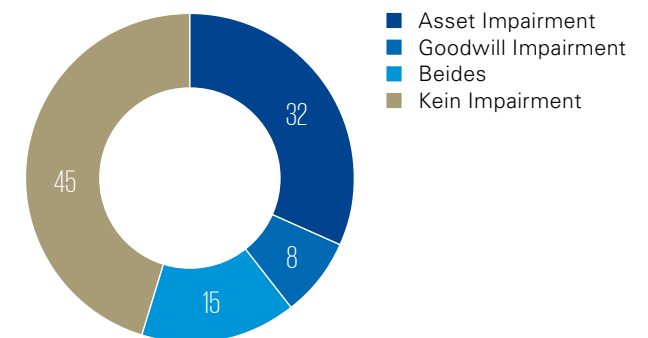
Die Höhe der Wertminderung hat sich dabei im Vergleich zum Vorjahr unterschiedlich entwickelt. Bei den Asset Impairments stieg der durchschnittliche Abschreibungsbedarf leicht an auf 102 Millionen Euro (Vorjahr: 100 Millionen Euro). Beim Goodwill hat sich die durchschnittliche Wertminderung in diesem Jahr auf 69 Millionen Euro verringert (Vorjahr: 89 Millionen Euro).

49 Durchführung einer Wertminderung im Zeitablauf
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

50 Durchführung einer Wertminderung
Gesamt (Angaben in Prozent)

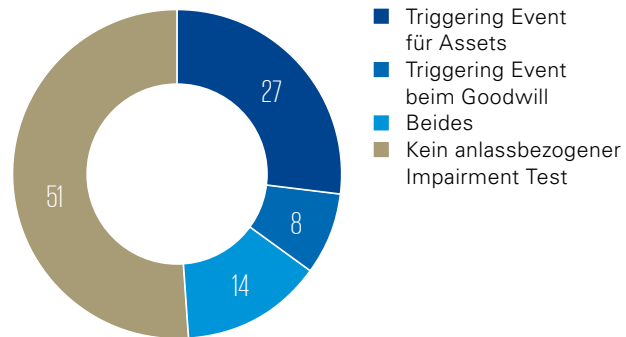


Quelle: KPMG, 2016

In diesem Jahr führte bei rund der Hälfte der teilnehmenden Unternehmen ein sogenanntes Triggering Event – also ein Anhaltspunkt für eine Wertminderung – zu einem außerplanmäßigen Impairment Test (2015/2016: 49 Prozent; Vorjahr: 53 Prozent). (Abbildung 51)

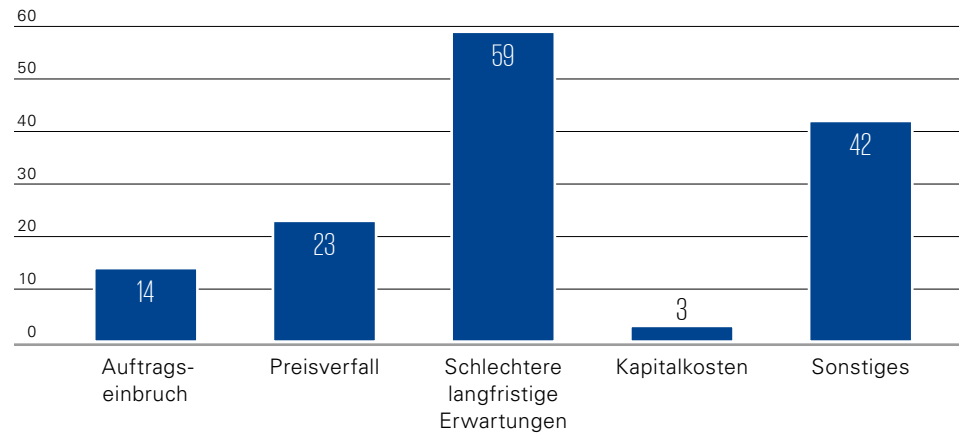
In den Fällen, in denen ein Triggering Event Auslöser für die Durchführung eines Impairment Test war, war wie im Vorjahr eine geänderte Einschätzung der künftigen Entwicklung (schlechtere langfristige Erwartungen) mit 59 Prozent der häufigste Grund. Lediglich 3 Prozent der Studienteilnehmer gaben Kapitalkosten als Anhaltspunkt für eine Wertminderung an. Weitere 42 Prozent gaben „sonstige Triggering Events“, die im Vorjahr noch nicht vertreten waren, als Auslöser an. (Abbildung 52)

51 Triggering Event Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

52 Ursache des Triggering Event Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2016

4.2 Bestimmung des Recoverable Amount

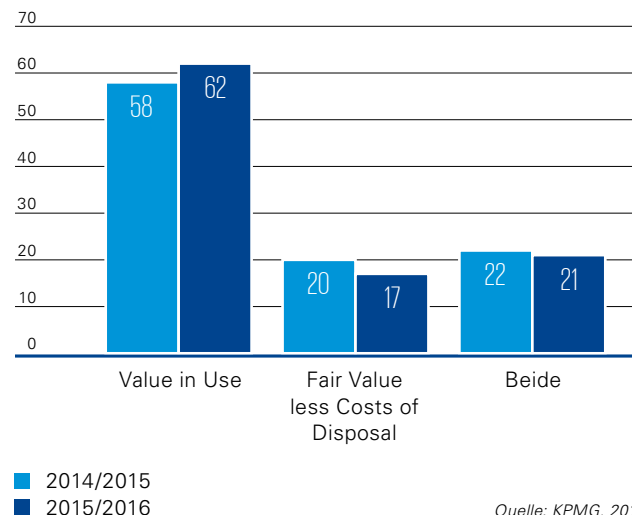
Der Recoverable Amount ergibt sich nach IAS 36.6 und IAS 36.18 als der höhere der beiden folgenden Beträge: Fair Value less Costs of Disposal und Value in Use.

Die Anzahl der Unternehmen, die ausschließlich einen Value in Use ermittelten, ist im Verlauf des vergangenen Jahres auf 62 Prozent leicht angestiegen (Vorjahr: 58 Prozent). Ausschließlich einen Fair Value less Costs of Disposal haben lediglich 17 Prozent der Unternehmen bestimmt (Vorjahr: 20 Prozent). Der Anteil der Unternehmen, die beide Bewertungskonzepte verwendet haben, blieb nahezu unverändert im Vergleich zum Vorjahr. (Abbildung 53)

Wie in den Vorjahren sind bei der Bestimmung des Recoverable Amount erneut regionale Unterschiede zu erkennen. Vergleicht man die Gesamtübersicht mit den Einzelergebnissen aus der Schweiz, zeigt sich, dass sich der Trend der Vorjahre fortsetzt und die dort ansässigen Unternehmen mit 79 Prozent überproportional häufig den Value in Use-Ansatz verwendeten. Im Gegensatz zum Vorjahr ermittelten die österreichischen Studienteilnehmer in diesem Jahr ebenfalls überproportional häufig ausschließlich den Value in Use-Ansatz (72 Prozent; Vorjahr: 53 Prozent).

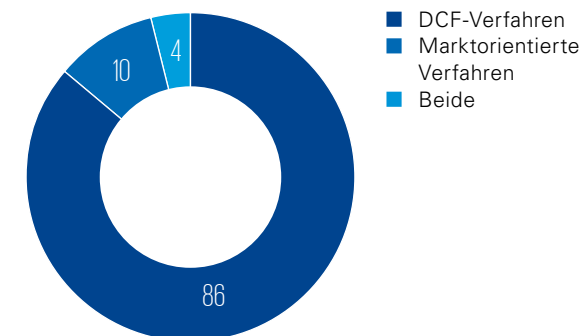
Die Anzahl der Unternehmen, die eine einheitliche Planungsrechnung bei der Ableitung beider Wertansätze zur Bestimmung des Recoverable Amount zugrunde gelegt haben, hat mit 78 Prozent abgenommen (Vorjahr: 86 Prozent). Diese Entwicklung ist insbesondere vor dem Hintergrund unterschiedlicher Regelungen zur Berücksichtigung von Restrukturierungsmaßnahmen und Erweiterungsinvestitionen in der Planungsrechnung zu begrüßen, auch wenn die Anzahl der Unternehmen weiterhin sehr hoch erscheint.

53 Verfahren zur Bestimmung des Recoverable Amount
Gesamt (Angaben in Prozent)



Ferner blieb das DCF-Verfahren mit 86 Prozent das vorherrschende Bewertungsverfahren bei der Ableitung des Fair Value less Costs of Disposal (Vorjahr: 74 Prozent). Der Grund hierfür liegt in der Regel darin, dass keine mit den jeweiligen CGUs vergleichbaren Marktdaten vorliegen. Lediglich 10 Prozent der Studienteilnehmer haben auf marktorientierte Verfahren und 4 Prozent auf beide Verfahren zurückgegriffen. (Abbildung 54)

54 Bewertungsverfahren bei Ableitung des Fair Value less Costs of Disposal
Gesamt (Angaben in Prozent)

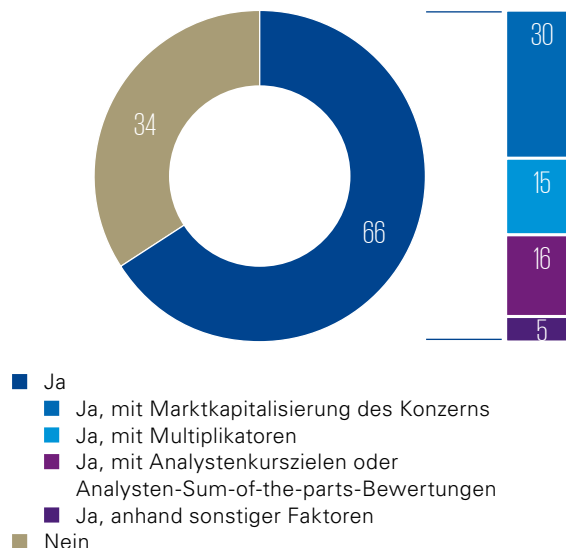


4.3 Plausibilisierung

Da es beim Konzept des Fair Value less Costs of Disposal auf den Veräußerungspreis und damit vorrangig auf die Einschätzung durch potenzielle 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 jedoch, 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.

Insgesamt 66 Prozent der börsennotierten Studienteilnehmer haben im vergangenen Jahr eine Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse anhand von Markterwartungen durchgeführt (Vorjahr: 72 Prozent). Auffällig ist hier, dass der Anteil der Unternehmen, der die Plausibilisierung anhand der Marktkapitalisierung des Konzerns durchgeführt hat, auf 30 Prozent angestiegen ist (Vorjahr: 21 Prozent), während der Anteil, der eine Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren oder Analystenkurszielen durchgeführt hat, gesunken ist (Vorjahr: 30 Prozent bzw. 17 Prozent). Die Plausibilisierung anhand der Marktkapitalisierung eignet sich insbesondere im Hinblick darauf, dass sie einen Abgleich der Summe aller CGUs mit der Marktkapitalisierung des Konzerns ermöglicht. (Abbildung 55)

55 Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse
Börsennotierte Unternehmen
Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



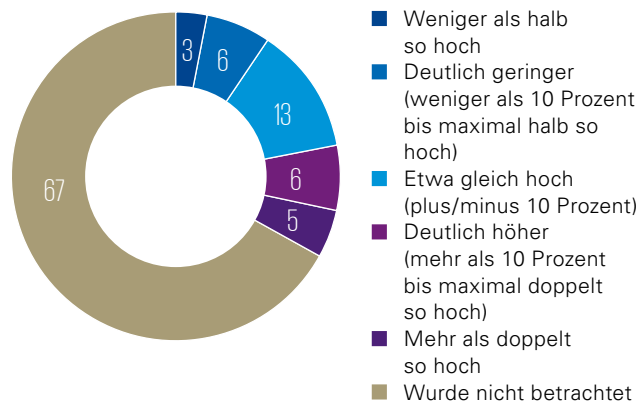
Quelle: KPMG, 2016

Da die Marktkapitalisierung aufgrund der oftmals nur in geringem Umfang gehandelten Anteile die Kontrolle oder einen maßgeblichen Einfluss über ein Unternehmen in der Regel nicht abbildet, kann es bei der Überleitung gegebenenfalls angebracht sein, eine Kontrollprämie zu berücksichtigen. Ferner können bei einem Abgleich der nach dem Value in Use-Ansatz gefundenen Werte mit der Marktkapitalisierung die Bewertungsperspektive und die dem Kapitalmarkt zur Verfügung stehenden Informationen eine Rolle spielen. Neben der Marktkapitalisierung des Konzerns sollten daher immer auch Branchen- und Analystenreports sowie Multiplikatoren zur Plausibilisierung genutzt werden.

Im DAX-30 hat erneut der Großteil der teilnehmenden Unternehmen eine Plausibilisierung der abgeleiteten Werte vorgenommen, wobei der Anteil im Vergleich zum Vorjahr um 14 Prozentpunkte gesunken ist (2015/2016: 83 Prozent; Vorjahr: 97 Prozent). Im Rahmen der Plausibilisierung haben die Teilnehmer in erster Linie auf die Marktkapitalisierung des Konzerns (32 Prozent) abgestellt. Aber auch Multiplikatoren kamen mit 20 Prozent zum Einsatz und Analystenkursziele beziehungsweise Sum-of-the-Parts-Bewertungen von Analysten mit 22 Prozent.

56 Vergleich von Marktkapitalisierung und Fair Value less Costs of Disposal

Börsennotierte Unternehmen (Angaben in Prozent)

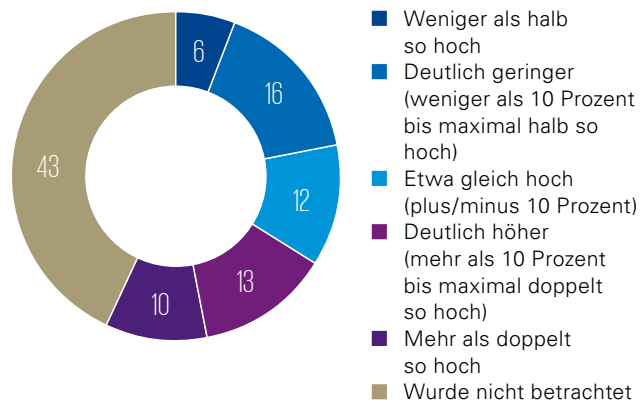


Quelle: KPMG, 2016

Von dem Drittel der börsennotierten Studienteilnehmer, die die Marktkapitalisierung in Relation zum berechneten Fair Value less Costs of Disposal gesetzt haben, lag die Marktkapitalisierung bei 9 Prozent der Unternehmen um mindestens 10 Prozent unter dem ermittelten Fair Value und bei 11 Prozent um mindestens 10 Prozent darüber. Beim Value in Use war die Marktkapitalisierung bei 22 Prozent (23 Prozent) der Befragten um mindestens 10 Prozent niedriger (höher). (Abbildungen 56 und 57)

57 Vergleich von Marktkapitalisierung und Value in Use

Börsennotierte Unternehmen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

5

Relevanz von Unternehmens- werten und Unternehmens- wertentwicklung



Wertorientierte Steuerungssysteme 2.0

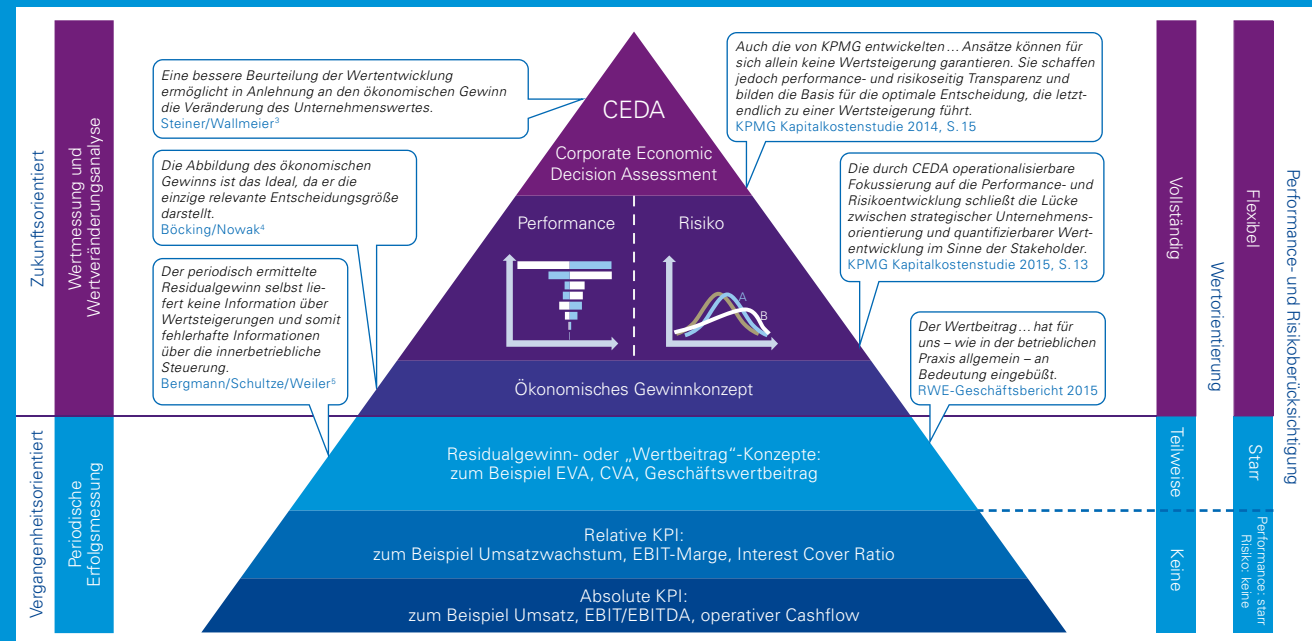
Unternehmerische Entscheidungen sollten sich immer an ihren Wertauswirkungen orientieren. Für Unternehmenslenker bilden die den Wert beziffernden „Preisschilder der einzelnen Handlungsoptionen“ den Beurteilungs- und Entscheidungsmaßstab auf Unternehmensebene. Unternehmenseigner erhalten durch sie Kenntnis über die potenzielle Mehrung ihres Vermögens. In der Praxis zeigt sich jedoch immer wieder, dass zwischen den Wertwartungen von Unternehmenslenkern und Anteilseignern Differenzen bestehen, die in der Regel auf unterschiedliche Informationen über die zu erwartende Performance und das hiermit verbundene Risiko einer Handlungsmöglichkeit zurückgeführt werden können. Im Rahmen der Unternehmenskommunikation sollen wertorientierte Steuerungssysteme einen Beitrag zur Schließung dieser Lücke leisten und die Frage beantworten helfen, wie die Entwicklung des Shareholder Value einer Periode korrekt gemessen und transparent kommuniziert werden kann.

In der Unternehmenspraxis existieren zahlreiche Verfahren zur Unternehmenssteuerung, die sich im Zeitablauf von eher sehr einfach anzuwendenden Vergleichen absoluter bzw. relativer Größen (wie zum Beispiel EBIT und EBIT-Margen) hin zu den sogenannten Residualgewinn- oder auch Wertbeitragskonzepten (wie zum Beispiel Economic Value Added, EVA, oder Cash Value Added, CVA) gewandelt haben. Trotz zahlreicher berechtigter Kritikpunkte in der Literatur, dass diese Verfahren zur

sachgerechten Wertmessung ungeeignet sind und daher zu Fehlsteuerungen führen können, waren sie – bedingt durch ihre einfache Anwendbarkeit und mangels praktikabler Alternativkonzepte – in der Praxis bislang vorherrschend. Zumindest gilt das für die Berichterstattung gegenüber dem Kapitalmarkt. Eine Aussage, inwieweit diese Konzepte tatsächlich von den Unternehmen „gelebt“ werden, lässt sich daraus natürlich nicht ableiten. Nicht zuletzt durch die dynamischen und volatilen Marktentwicklungen

scheint jedoch aktuell ein Umdenkprozess im Rahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung einzusetzen. In einem Geschäftsbericht ist zu lesen: „Der Wertbeitrag war lange Zeit unsere zentrale Steuerungsgröße, hat aber für uns – wie in der betrieblichen Praxis allgemein – an Bedeutung eingebüßt.“² Aufgrund der konzeptionellen Schwächen ist der beobachtbare Bedeutungsverlust bzw. das Eingeständnis der Bedeutungslosigkeit der etablierten Ansätze als wertorientierte Steuerungssysteme

58 Entwicklung (wertorientierter) Steuerungskonzepte



Quelle: KPMG, 2016

² RWE-Geschäftsbericht 2015, Seite 53

³ Vergleiche Finanz-Betrieb, 5/1999, S. 1–10

⁴ Vergleiche Finanz-Betrieb, 10/1999, S. 281–288

⁵ Vergleiche Controlling, 10/2012, S. 554–560

nicht überraschend. Ursächlich hierfür sind insbesondere die gestiegenen Erwartungen und Anforderungen des Managements und der Anteilseigner im aktuellen und zukünftig erwarteten Marktumfeld. Denn ein wesentlicher Nachteil dieser Ansätze besteht darin, dass sie in der Regel auf vergangenheitsorientierten Daten aufsetzen und ihre Möglichkeiten zur Erfassung und Verarbeitung der maßgeblichen Wertdeterminanten – Performance und Risiko – regelmäßig limitiert sind. Im früher weitgehend stabilen Marktumfeld war ihr Aussagegehalt möglicherweise hinreichend. Den aktuellen und zukünftigen Anforderungen sind sie jedoch nur sehr eingeschränkt gewachsen. (Abbildung 58, Seite 51)

Bislang überwogen zudem Performance-orientierte Analysen zur Ist-Situation. Zukunftsorientierte Aussagen erfolgten in der Regel lediglich qualitativ. Das tatsächliche Risikoprofil des Unternehmens und seine Veränderung wurden oft nicht transparent gemacht oder gar ausgeblendet. Das birgt die Gefahr, dass eine hohe Performance möglicherweise fehlinterpretiert wird, wenn ihr ein intransparentes zukünftiges Risiko gegenübersteht. Hierin besteht ein signifikanter Nachteil der sogenannten Residualgewinnverfahren – wie auch in ihrem nicht sachgerechten und stark vereinfachenden Bezug auf bilanzielle Buchgrößen zur Ableitung des Wertbeitrags. Denn zur Messung der Wertveränderung ist für den Anteilseigner nicht sein Anteil am Buchwert des Unternehmens relevant, sondern vielmehr sein für den Erwerb des Anteils investiertes Kapital bezogen auf den Zeitpunkt der Wertmessung. Die Bestimmung der jeweiligen Kapitalkosten als Mindestrendite erfolgt zudem oft unternehmens-einheitlich und regelmäßig auch ohne die konkrete

korrespondierende Berücksichtigung des jeweiligen Risikoprofils des Unternehmens bzw. der Handlungsoption.

Als Folge orientieren sich Unternehmenslenker möglicherweise an nicht sachgerechten Benchmarks und Anteilseigner nehmen vorsorglich Preisabschläge vor, um der wachsenden Unsicherheit und dem fehlenden Verständnis der zukünftigen Performance- und Risikoentwicklung des Unternehmens Rechnung zu tragen. Aus dieser Erwartungslücke lassen sich die Anforderungen an „Wertorientierte Steuerungssysteme 2.0“ ableiten. Neben einer ausschließlichen Zukunftsorientierung ist die tatsächlich erzielte Wertsteigerung bzw. Wertver-nichtung relevant. Ihre Ableitung gelingt – anders als bei den vergangenheits- und Accounting-orientierten Residualgewinnverfahren – auf der Basis etablierter Bewertungsverfahren, die praktikabel die Bestimmung des sogenannten „ökonomischen Gewinns“ als sachgerechte Benchmark zur geforderten Wertsteigerung ermöglichen. Die Ermittlung des tatsächlichen Wertbeitrags allein ist aber allenfalls ein notwendiger, jedoch nicht hinreichender Schritt hin zu einer wertorientierten Kapitalmarktkommunikation. Schließlich ist dem Wertbeitrag allein nicht anzusehen, worauf er beruht. Im Sinne einer sachgerechten Entscheidungsfindung sind die den Wert bestimmenden Performance- und Risikobestandteile konsistent aufzuschlüsseln und ihren jeweiligen Maßnahmen und Treibern zuzuordnen und zu kommunizieren. Erst hierdurch gelingt die transparente Verbindung von unternehmerischen Entscheidungen durch das Unternehmensmanagement mit den hieraus zu erwartenden Wertveränderungen für die Unternehmenseigner. Erst die

„Zahlreiche am Markt verbreitete Steuerungssysteme sind aufgrund konzeptioneller Schwächen für eine transparente und konsistent wertorientierte Steuerung nur bedingt geeignet. Sie lassen oft den notwendigen Zukunftsbezug sowie eine vollständige und flexible Reflexion des wertrelevanten Performance- und Risikobezugs vermissen. Ihre Bedeutung für eine Kapitalmarktkommunikation im heutigen Marktumfeld ist zunehmend begrenzt. CEDA vermeidet diese Schwächen und steht für eine rasche und widerspruchsfreie Entscheidungsfindung und die transparente Kommunikation hierüber.“

Dr. Andreas Tschöpel
Partner, KPMG in Deutschland

vollständige und flexible Berücksichtigung der Werttreiber macht eine tatsächlich wertorientierte Unternehmenssteuerung möglich.

KPMG verwendet mit CEDA einen wertorientierten Entscheidungs- und Steuerungsansatz, der die Anforderungen an Unternehmenssteuerungssysteme im aktuellen und zukünftigen Unternehmensumfeld erfüllt und anderen Ansätzen überlegen ist. Er ermittelt nicht nur das tatsächliche Wertpotenzial einer unternehmerischen Handlungsoption konsistent und widerspruchsfrei, sondern leistet durch die transparente Darstellung der relevanten Performance- und Risikobeiträge einen wertvollen Beitrag zur Kapitalmarktkommunikation und zur Reduzierung sogenannter Erwartungslücken.

5.1 Kriterien bei der Investitionsentscheidung

Die sachgerechte Beurteilung von Investitionsentscheidungen stellt aufgrund des aktuellen Marktumfelds, in dem ein hohes Maß an Volatilität und Unsicherheit herrscht, eine große Herausforderung dar. Zudem besteht die Gefahr, dass aufgrund günstiger und leicht verfügbarer Finanzierungen, Risiken des Investments unterschätzt bzw. nicht hinreichend berücksichtigt werden.

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

Daneben suchen Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen auch mittels vorgeblich wertorientierter Zielsetzungen wie zum Beispiel dem sogenannten Wertbeitrag (EVA) oder dem Gewinn aus dem eingesetzten Kapital (Return on Capital Employed, ROCE), der auch die Verzinsungsansprüche der Eigenkapitalgeber berücksichtigen soll, zu unterlegen.

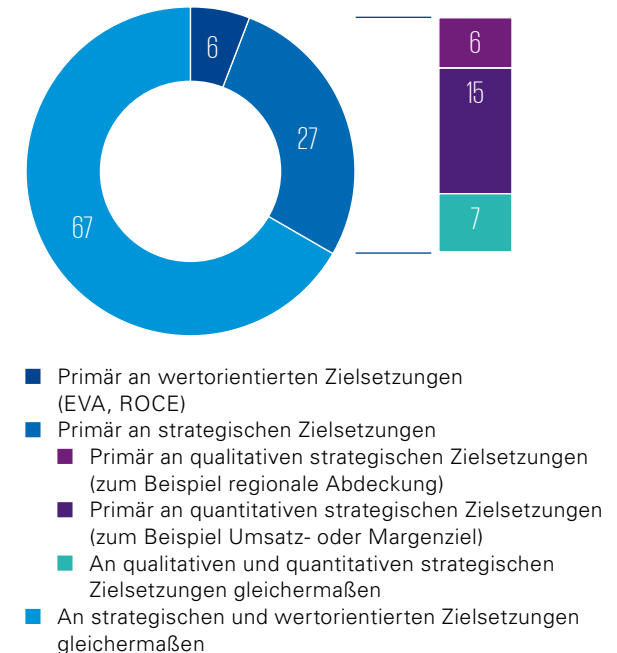
So gaben mehr als zwei Drittel der Studienteilnehmer (67 Prozent) an, dass sie ihre Investitionsentscheidungen an strategischen und wertorientierten

Zielsetzungen gleichermaßen festmachten (Vorjahr: 59 Prozent). Während sich 6 Prozent der Unternehmen primär an wertorientierten Zielsetzungen orientierten, dienten bei den restlichen 27 Prozent quantitative oder qualitative strategische Zielsetzungen als primäre Entscheidungskriterien. (Abbildung 59)

Der Betrachtung von erwarteten Wertbeiträgen im Rahmen der Evaluierung von Investitionsalternativen ist hierbei jedoch besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Denn wie vorstehend gezeigt, können diese vereinfachenden klassischen Verfahren die Herausforderungen und Erwartungen an ein modernes Entscheidungskriterium im aktuellen und zukünftigen Marktumfeld nur bedingt erfüllen.

Insbesondere ist zu beachten, dass eher statische Modelle wie EVA und ROCE die maßgeblich wertrelevanten Informationen eines Unternehmens in der Regel nur unvollständig und zudem nicht konsistent erfassen. Ihr starker Vergangenheitsbezug, die Orientierung an buchhalterischen Größen sowie die fehlende bzw. stark eingeschränkte äquivalente Risikoberücksichtigung können den Informationsgehalt dieser Ansätze zusätzlich stark einschränken. Daher empfehlen wir moderne Ansätze, die auf mehrwertigen Planungsrechnungen einschließlich Simulations- und Szenarioanalysen basieren und 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.

59 Kriterien bei der Investitionsentscheidung
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

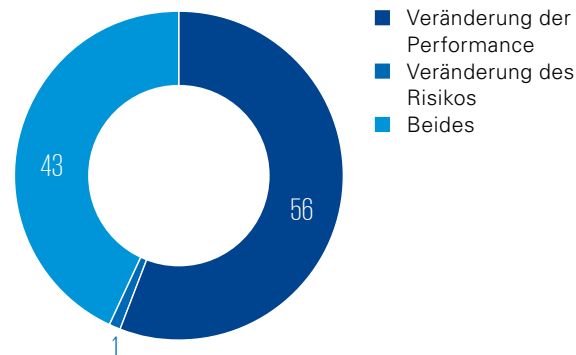
5.2 Monitoring der Wertentwicklung

Getroffene Investitionsentscheidungen sind hinsichtlich ihrer tatsächlichen Wertentwicklung fortlaufend zu überwachen, um auf Veränderungen des Marktumfelds rasch und zielgerichtet reagieren zu können. Wertveränderungen können nur dann transparent auf ihre Ursachen zurückgeführt werden, wenn die im Rahmen des Entscheidungsprozesses identifizierten Werttreiber hinsichtlich ihres Einflusses auf die Unternehmensperformance und das Unternehmensrisiko fortlaufend überwacht werden.

Auf diese Weise können Fehlentwicklungen frühzeitig erkannt und Gegenmaßnahmen ergriffen werden. Ferner können die gewonnenen Erkenntnisse auf zukünftige Projekte und Investitionsvorhaben übertragen und somit die Entscheidungsgrundlagen sowie die Unternehmenskommunikation verbessert werden.

Wie im Vorjahr zeigt das Ergebnis unserer Studie die wachsende Bedeutung des Monitorings der Wertentwicklung für die befragten Unternehmen. Für den ganz überwiegenden Teil (82 Prozent) stellt ein wertorientiertes Monitoring einen wichtigen Aspekt insbesondere für Entscheidungs- und Steuerungszwecke dar (Vorjahr: 74 Prozent). Für die verbleibenden 18 Prozent der Teilnehmer spielte das Monitoring der Wertentwicklung eine weniger wichtige oder gar keine Rolle (Vorjahr: 26 Prozent), diese Unternehmen fokussieren sich noch primär auf rein qualitative und strategische Zielsetzungen in ihren Investitionsentscheidungen und transferieren sie nicht in messbare Wertgrößen.

60 **Monitoring der Wertentwicklung**
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

„Die wachsende Ausrichtung der Unternehmen an den mit ihren Entscheidungen konkret verbundenen Wertveränderungen ist im Sinne des Shareholder Value-Gedankens grundsätzlich zu begrüßen. Unseres Erachtens besteht jedoch bei den angewandten Instrumentarien konzeptioneller Anpassungsbedarf, da die bislang noch mehrheitlich genutzten ‚klassischen‘ Verfahren die für eine tatsächliche Wertbestimmung notwendigen Einflüsse auf Performance und Risiko nicht bzw. nicht vollständig berücksichtigen. Fehlentscheidungen können die Folge sein.“

Karen Ferdinand

Partner, KPMG in Deutschland

Darüber hinaus haben wir in diesem Jahr den Teilnehmern die Frage gestellt, woran sie sich beim Monitoring im Wesentlichen orientieren. Insgesamt rund 56 Prozent der teilnehmenden Unternehmen fokussierten sich beim Monitoring lediglich auf die Veränderung der Performance und hier auf vereinfachte KPIs wie Umsatz, EBITDA, EBIT oder ROCE. Weniger als die Hälfte der befragten Unternehmen (43 Prozent) versucht zusätzlich, die notwendige Veränderung des Risikos sowie Key Risk Indicators (KRIs) zu berücksichtigen. Hierbei scheint der Fokus jedoch oft nur auf der Veränderung von allgemeinen Marktrisiken zu liegen, wie sie zum Beispiel insgesamt in der Marktrisikoprämie reflektiert werden. (Abbildung 60)

Unternehmensspezifische Risikoprofilveränderungen, die dazu dienen könnten, Handlungsoptionen und die mit ihnen verbundenen Risiken transparent offenzulegen, werden so gut wie gar nicht quantifiziert. Eine Ursache hierfür könnte darin liegen, dass aktuell Ansätze fehlen, die eine gleichzeitige performance- und risikoorientierte Sichtweise im Rahmen des Entscheidungsprozesses ermöglichen. Hierfür kommen die auf den vorstehenden Seiten vorgestellten weiterentwickelten Ansätze in Frage. Auch in der Kapitalmarktkommunikation spielen Kapitalkosten und die Möglichkeiten, sie gezielt zu beeinflussen, ganz offenbar noch eine untergeordnete Rolle (vergleiche Abschnitt 5.3) – auch wenn sie signifikanter Bestandteil eines jeden Bewertungskalküls und somit jeder Entscheidungsfindung sein sollten. Die Gründe liegen auch hier in fehlenden nachvollziehbaren und belastbaren Informationen zu den mit Investitionen und ihren Alternativen verbundenen Performance- und Risikoveränderungen.

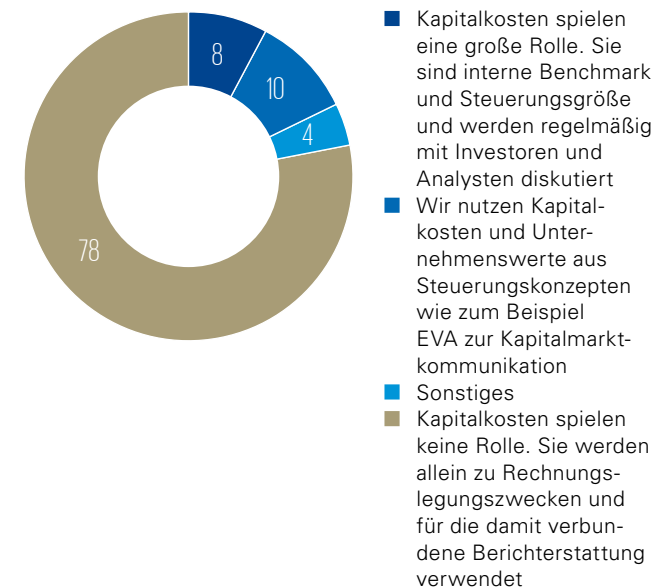
5.3 Die Rolle der Kapitalkosten in der Kapitalmarktkommunikation

Für den weit überwiegenden Teil der Studienteilnehmer spielten Kapitalkosten und Unternehmenswerte bzw. ihre Entwicklung in der Kapitalmarktkommunikation keine Rolle. So wurden zum Beispiel die im Rahmen des Impairment Test ermittelten Werte ausschließlich zu Rechnungslegungszwecken und zu der hiermit verbundenen Berichterstattung verwendet. Ein kleiner Teil der befragten Unternehmen nutzt dagegen die im Rahmen des Impairment Test ermittelten Kapitalkosten als interne Benchmark- und Steuerungsgröße und diskutiert sie regelmäßig mit Investoren und Analysten (2015/2016: 8 Prozent; Vorjahr: 10 Prozent). 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.

Ähnlich wie im Vorjahr gaben 10 Prozent der Studienteilnehmer an, Kapitalkosten und Unternehmenswerte aus wertorientierten Steuerungskonzepten (zum Beispiel EVA) im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation zu nutzen (Vorjahr: 11 Prozent). (Abbildung 61)

61

Kommunikation und Nutzung der Kapitalkosten
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

6

Branchen- auswertungen



In der diesjährigen Studie betrachten wir die erhobenen Werte erneut differenziert nach Branchen. Aufgrund der Besonderheiten im Bereich **Financial Services** haben wir hier angepasste Darstellungsformen gewählt, um wesentliche Branchenspezifika besser hervorzuheben.

Auch in diesem Jahr ist der Bereich **Industrial Manufacturing** unter den Studienteilnehmern am stärksten vertreten. Insgesamt 38 der teilnehmenden Unternehmen ordneten sich dieser Branche zu (Vorjahr: 37 Unternehmen). Die Teilnehmer dieser Branche agieren in unterschiedlichen industriellen Bereichen und stellen überwiegend industrielle Zwischenprodukte her.

Der stärkste Zuwachs hinsichtlich der Anzahl der Studienteilnehmer im Vergleich zum Vorjahr war in den Bereichen **Consumer Markets**, **Financial Services** und **Technology** zu verzeichnen. (Abbildung 62)

Erstmalig ist auch der Bereich **Real Estate** in den eigenständigen Branchenanalysen enthalten.

Die folgenden Seiten geben einen Einblick in die wichtigsten Kennzahlen für die einzelnen Branchen im Zeitverlauf. Darüber hinaus zeigen unsere Branchenspezialisten jeweils aktuelle Trends in ihren Branchen auf und geben einen Ausblick auf künftig erwartete Entwicklungen.

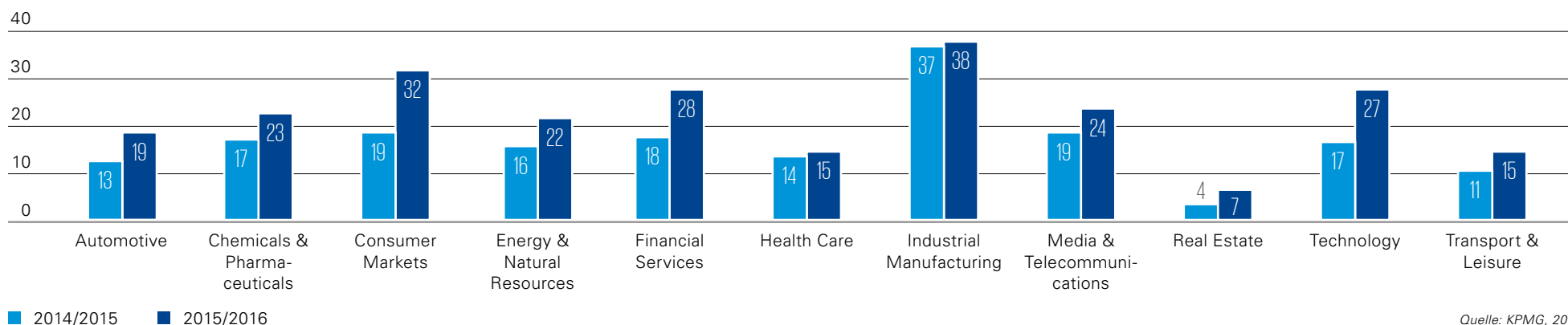
Sollten Sie Interesse an weitergehenden Auswertungen zu einzelnen Branchen haben, freuen wir

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, 2013/2014, 2014/2015 bzw. 2015/2016 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.

62 Studienteilnehmer nach Branchen



Quelle: KPMG, 2016

6.1 Automotive

„Im Automotive-Umfeld sind im Durchschnitt leicht fallende gewichtete Kapitalkosten zu beobachten. Diese Entwicklung ist insbesondere auf zwei Faktoren zurückzuführen: zum einen auf die weiterhin historisch niedrigen Leitzinsen, zum anderen auf die etwas geringeren Betafaktoren. Daher könnte man vermuten, dass sich die langfristigen Renditeerwartungen in der Automobilbranche etwas reduziert haben. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass sich – anders als im letzten Jahr – die Risikoprämien in der Automobilbranche nicht weiter erhöht haben.“

Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der Megatrends Digitalisierung und Elektrifizierung in der Automobilbranche interessant, da sie die bestehenden Geschäftsmodelle bedrohen. Die Geschäftsmodelle von Automobilunternehmen werden sich in Zukunft neben dem starken Fokus auf Produkte und Technologien ebenso stark mit daten- und dienstleistungsgetriebenen Lösungen über den gesamten Kundenlebenszyklus beschäftigen, was zu einer Diversifizierung von Geschäftsrisiken beitragen kann.

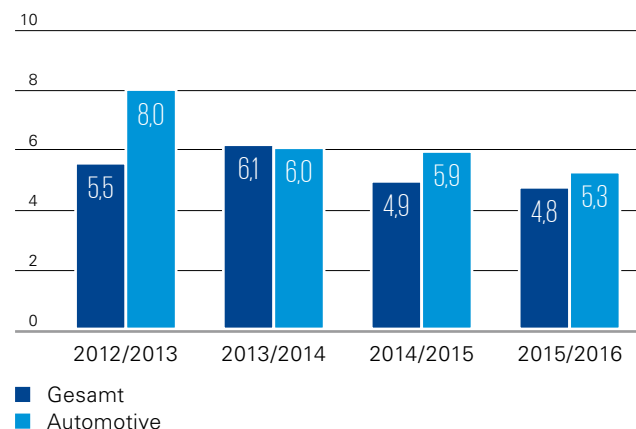
Die dafür notwendigen Investitionen müssen jedoch aus dem Cashflow des bestehenden Geschäftsmodells finanziert werden, was zumindest die aktuellen Investitions- und Finanzierungsrisiken erhöht.

Es bleibt zu beobachten, wie sich diese Diversifikationseffekte weiter auf die langfristigen Kapitalkosten auswirken werden.“

Olaf Thein

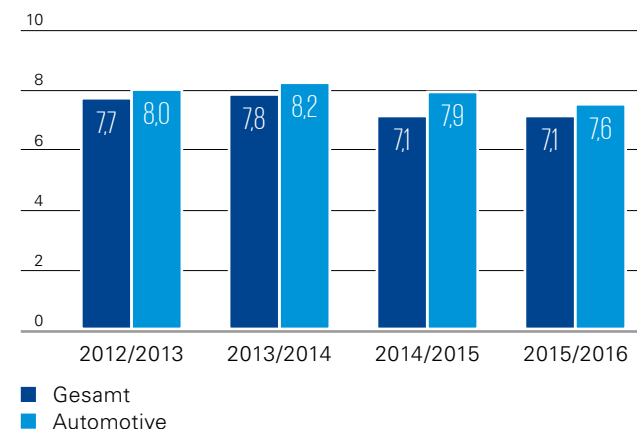
Partner, KPMG in Deutschland

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



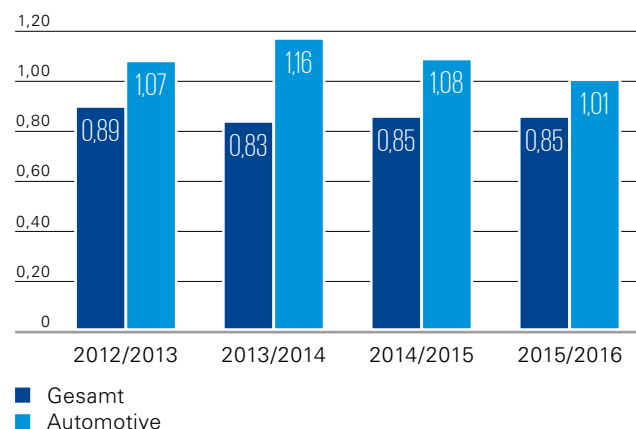
Quelle: KPMG, 2016

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



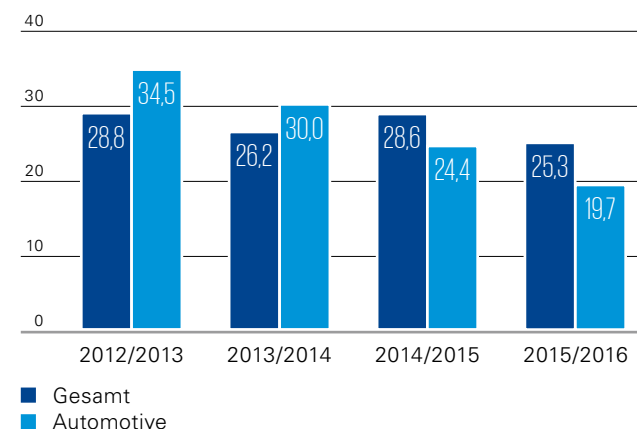
Quelle: KPMG, 2016

65 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Automotive



Quelle: KPMG, 2016

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



Quelle: KPMG, 2016

6.2 Chemicals & Pharmaceuticals

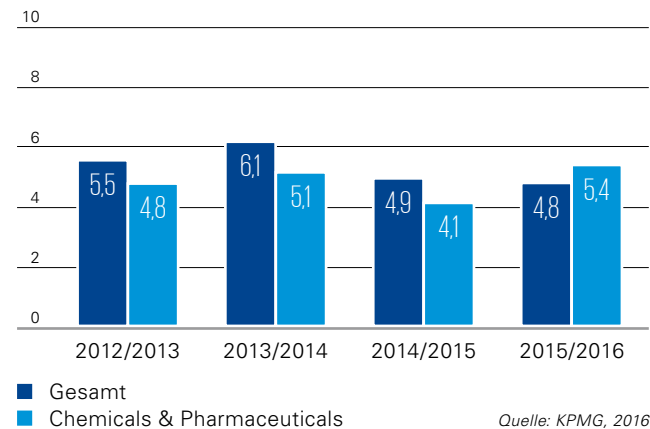
„Die globalen Trends der letzten Jahre in der Chemiebranche werden weiterhin die wesentlichen Wachstumsimpulse setzen und die Eckpunkte für die Planungsrechnungen abbilden. Während in den Schwellenländern das Bevölkerungswachstum und damit die Nachfrage nach Alltagsprodukten zunehmen werden, gewinnen in den Industrieländern Treiber wie Energieeffizienz, Umweltschutz und regenerative Energien an Bedeutung. In den Industrieländern wird es zu einer Nachfrageverschiebung hin zu hochwertigen und innovativen Chemikalien kommen. Ferner werden die Chemieunternehmen davon profitieren, dass die Chemieintensität in den Endprodukten über die Zeit bei vielen Kundenbranchen zunehmen wird.

Die staatlichen Sparmaßnahmen im Gesundheitssystem, die im Vergleich zu den Originalpräparaten oftmals deutlich günstigeren Generika sowie die kostenintensive und risikobehaftete Entwicklung neuer, umsatzstarker Medikamente belasten die Wachstumserwartungen der Pharmaunternehmen. Fast alle Hersteller kämpfen zudem mit Patentausläufen und daraus resultierenden erheblichen Umsatz- und Ertragseinbußen. Den Herausforderungen begegnen die Unternehmen insbesondere mit Portfoliooptimierungen und somit der Fokussierung auf strategische Indikationsgebiete. Um ihre Pipeline in ihren strategisch wichtigen Indikationsgebieten zu stärken, tätigen Pharmaunternehmen vermehrt Zukäufe oder tauschen ganze Geschäftsfelder untereinander.“

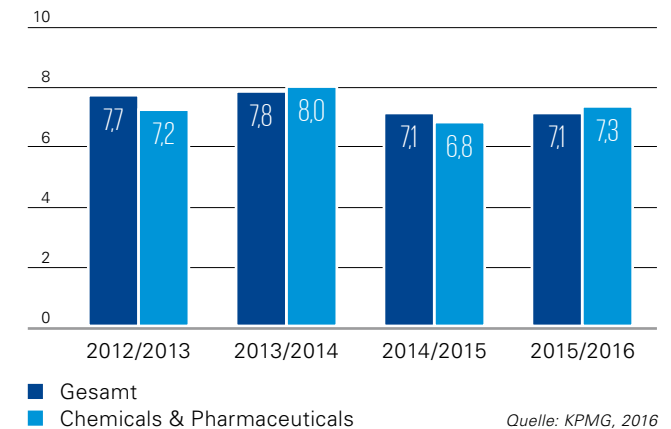
Christian Klingbeil

Partner, KPMG in Deutschland

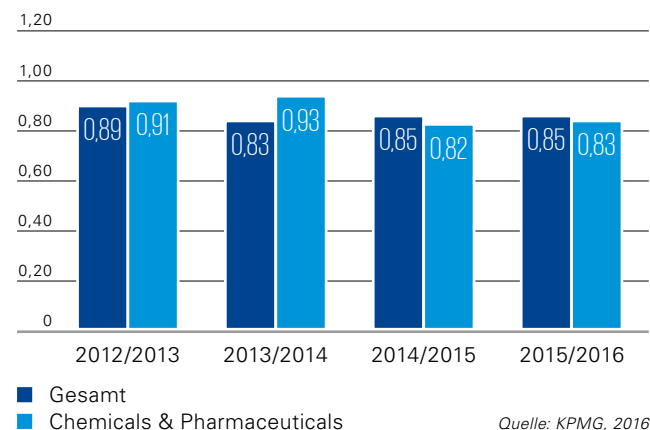
67 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals
(Angaben in Prozent)



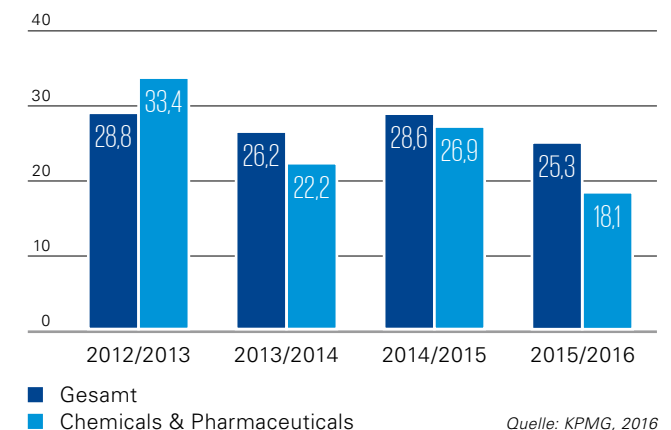
68 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals
(Angaben in Prozent)



69 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals



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



6.3 Consumer Markets

„Der Handel wandelt sich fundamental. Durch neue Technologien, derzeit vor allem das Smartphone, kann der Konsument seine persönlichen Verhaltens- und Konsummuster über alle Vertriebskanäle stärker denn je leben. Zugleich locken die neuen Technologien in einer bis dato nicht gekannten Geschwindigkeit neue Wettbewerber auf den Markt. Ergebnis dieser Entwicklungen sind sogenannte ‚mobile Konsumquoten‘, die im deutschen Non-food-Bereich mittlerweile in einzelnen Produktgruppen bis zu 50 Prozent erreichen. Mobiles Kaufen und Bezahlen wird sukzessive auch in die anderen Warengruppen eindringen – auch bei Lebensmitteln. Letztlich wird es im Handel nicht mehr darum gehen, primär Ware anzubieten, sondern die Bedürfnisstruktur des Kunden zu kennen und möglichst schnell und flexibel befriedigen zu können. Die nächsten Jahre werden diese Entwicklung weiter verstärken und den Paradigmenwechsel zu kundenzentrierten Geschäftsmodellen weiter vorantreiben. Es werden spannende Jahre, in denen neue starke Marken entstehen und andere verblassen werden. Derzeit kristallisiert sich heraus, dass Kunden vermehrt gesamtheitlichen Angeboten und entsprechenden technischen Plattformen ihr Vertrauen schenken.“

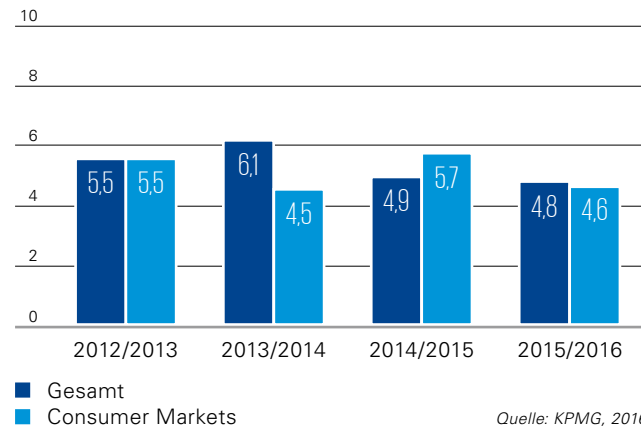
Karen Ferdinand

Partner, KPMG in Deutschland

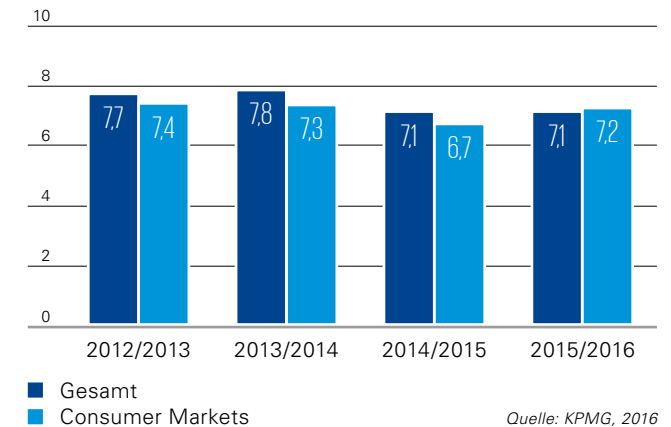
Stephan Fetsch

Partner, KPMG in Deutschland

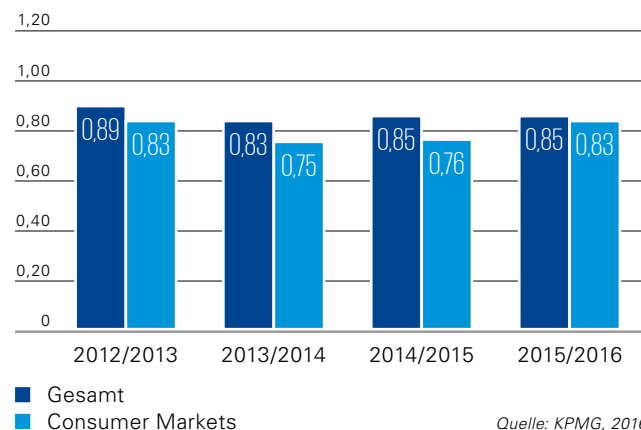
71 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Consumer Markets
(Angaben in Prozent)



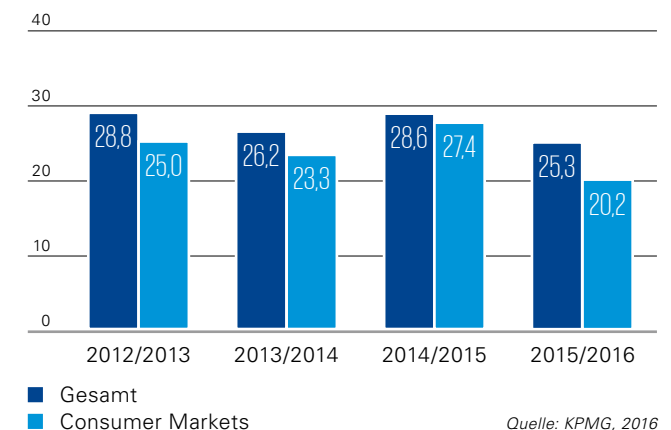
72 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Consumer Markets
(Angaben in Prozent)



73 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Consumer Markets



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



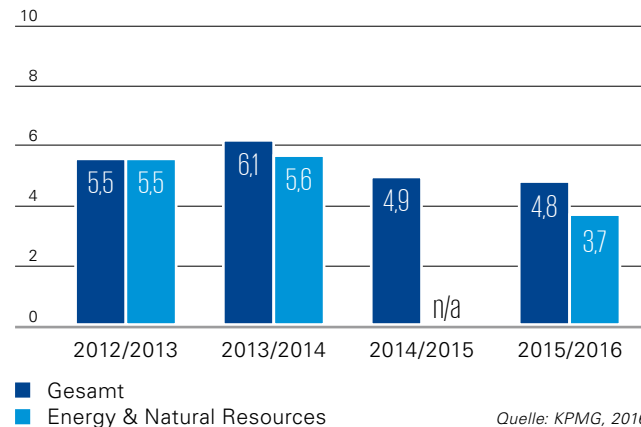
6.4 Energy & Natural Resources

„Die börsennotierten Energieversorger repräsentieren in der Mehrzahl ein integriertes Erzeugungs- und Versorgungsgeschäft, wie es noch bis vor wenigen Monaten als State of the Art galt. Doch die Wertschöpfungskette der Energieversorgungsunternehmen wird sich rapide verändern. Neue Geschäftsstrategien müssen definiert werden – Veränderungen in der Unternehmensstruktur werden folgen. Sie werden auch das Risikoprofil verändern. Dabei sind die Aussichten für das konventionelle Erzeugungsgeschäft und den Handel mit Commodity-Produkten verhalten. Die Renditen für Netzbetriebe sind gesunken und in Deutschland wurden Ausbaukorridore sowie Marktmechanismen für Erneuerbare Energien eingeführt. Je nach Schnelligkeit der Energiesystemtransformation werden sich Unternehmen sehr kurzfristig an ein kleinteiligeres Geschäft anpassen (müssen). Gleichzeitig wird das Vertriebsgeschäft durch die Digitalisierung verändert. Dennoch: Energieversorgung bleibt zu weiten Teilen ein stabiles Geschäft, das zeigt sich an der vergleichsweise langfristigen Konstanz der Kapitalkosten gegenüber der Gesamtwirtschaft. Die Absenkung der Betafaktoren ist signifikant, sie kann fundamental auf die Rücknahme von Wachstumsprämissen zurückgeführt werden. Jedoch verändern sich zu Teilen bereits Peer Groups, da unter anderem die Digitalisierung neue Marktteilnehmer hervorruft.“

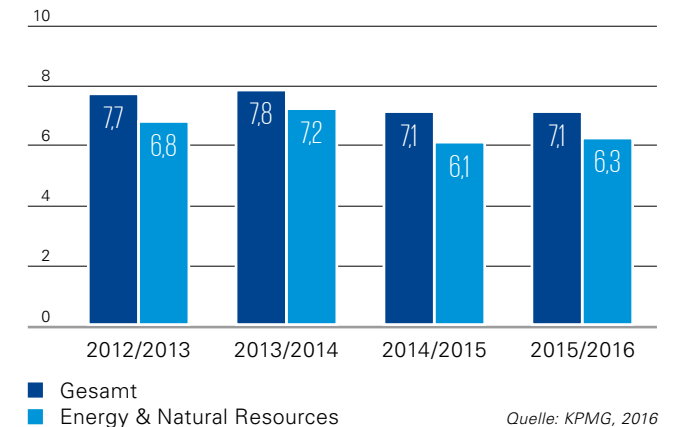
Michael Salcher

Partner, KPMG in Deutschland

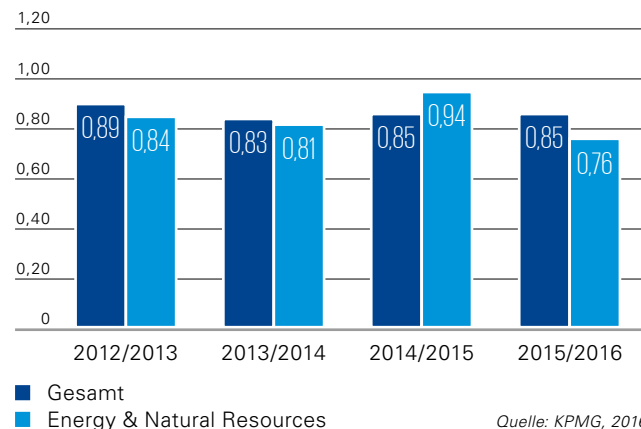
75 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Energy & Natural Resources
(Angaben in Prozent)



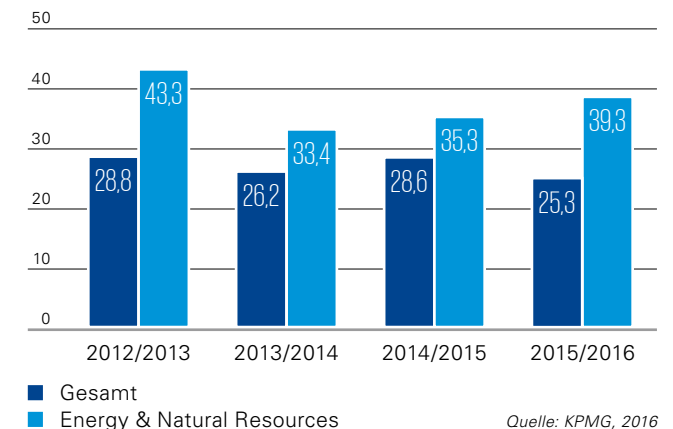
76 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Energy & Natural Resources
(Angaben in Prozent)



77 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Energy & Natural Resources



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



6.5 Financial Services

„Der Finanzdienstleistungssektor wurde auch 2016 geprägt durch die anhaltende Ertragschwäche infolge der Niedrigzinsphase, steigende Kapitalanforderungen und die Suche nach tragfähigen Geschäftsmodellen. Die große Herausforderung für alle Financial Services-Unternehmen besteht unverändert darin, ein nachhaltiges Renditeniveau zu erzielen, das über den Kapitalkosten liegt. Im Bankenbereich setzen viele Marktteilnehmer neben der konsequenten Kostenoptimierung in den traditionellen Geschäftsfeldern auf das Schlüsselthema Digitalisierung, insbesondere den Ausbau der digitalen Vertriebskanäle. Finanztechnologie- und große Internetunternehmen treten hierbei zunehmend in Wettbewerb zu den Banken.

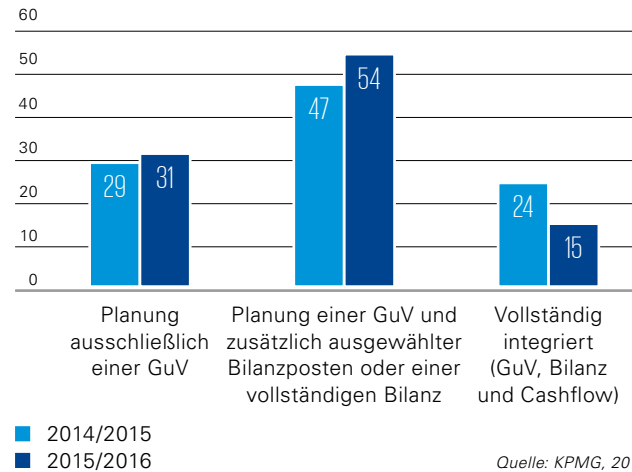
Im Versicherungsbereich steht infolge der steigenden Kapitalanforderungen durch Solvency II vor allem die Entwicklung innovativer und kapitaleffizienter Produkte im Fokus. Auch Run-off-Lösungen für kapitalintensives Geschäft werden vor diesem Hintergrund zunehmend ein Thema.

Mittelfristig ist sowohl im Banken- als auch im Versicherungsbereich mit weiteren Konsolidierungen am Markt zu rechnen. Welche Auswirkungen die Brexit-Entscheidung auf die Finanzplätze Deutschland, Österreich und Schweiz hat, ist derzeit noch nicht absehbar und bleibt spannend abzuwarten.“

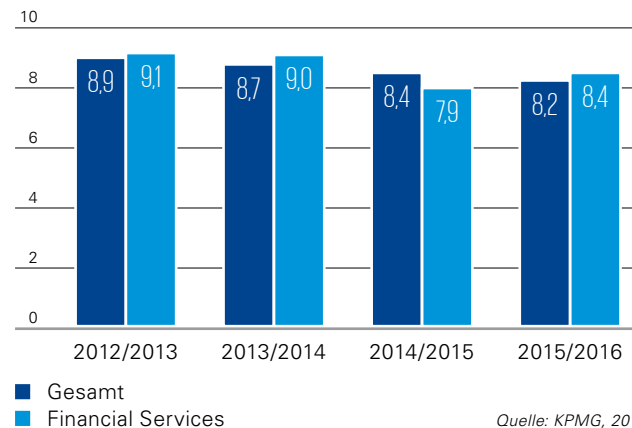
Gudrun Hoppenburg

Director, KPMG in Deutschland

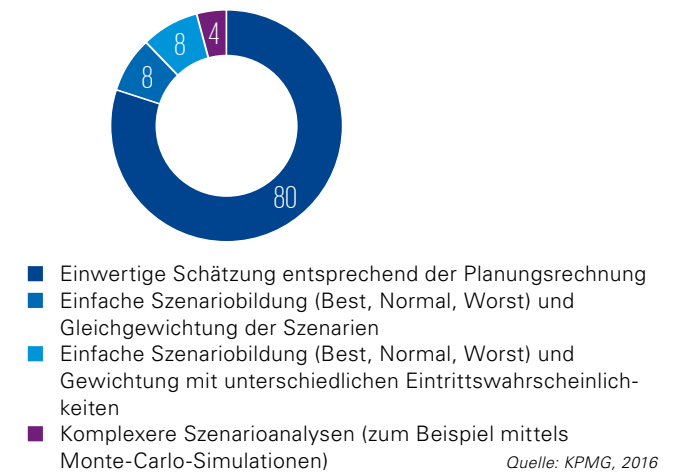
79 Detaillierungsgrad der Planung Financial Services (Angaben in Prozent)



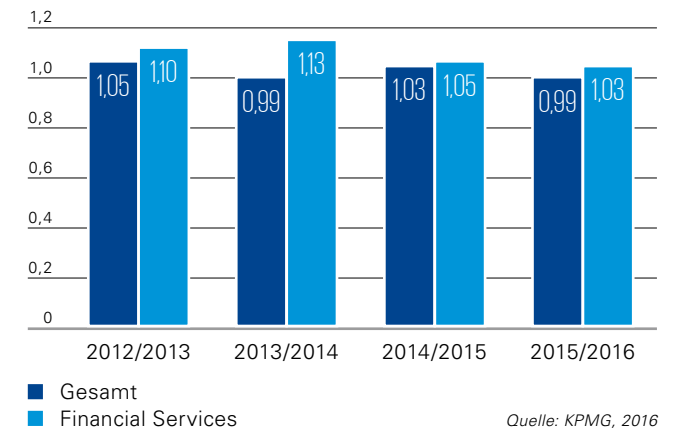
81 Durchschnittlich verwendete Eigenkapitalkosten Gesamt versus Financial Services (Angaben in Prozent)



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



82 Durchschnittlich verwendeter verschuldeter Betafaktor Gesamt versus Financial Services



6.6 Health Care

„Die Digitalisierung des Gesundheitsmarkts wird zukünftig immer bedeutender. Obwohl dieser Markt umfangreiche Anwendungsmöglichkeiten bietet und durch die Entwicklung innovativer Lösungen vielfältiger und individueller werden wird, hinkt das Gesundheitswesen anderen Branchen bei der Digitalisierung derzeit noch hinterher. Der ‚E-Health‘-Trend deckt dabei von der Diagnose bis zur Nachsorge das gesamte Versorgungsspektrum ab und bietet den im Gesundheitsmarkt tätigen Akteuren zahlreiche Chancen, die sich wiederum in den entsprechenden Unternehmensplanungen reflektieren.

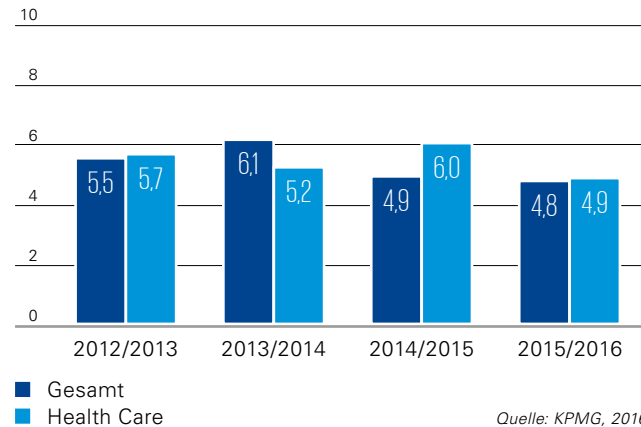
So können Kliniken und sonstige Versorgungseinrichtungen über digitale Dokumentationssysteme ihre Prozesse optimieren und so dem Kostendruck begegnen. Unternehmen der Medizintechnik bietet die zunehmende Nutzung von Operationsrobotern oder Wearables attraktive Wachstumsmöglichkeiten, während Handelsunternehmen verbesserte Logistiklösungen oder die Anbindung an digitale Sprechstunden nutzen können.

Insgesamt sorgt die Entwicklung auch für eine Veränderung der Marktteilnehmer. So ist in jüngerer Vergangenheit eine Vielzahl von Start-ups entstanden, die für die etablierten Marktteilnehmer interessante Kooperationspartner oder Übernahmeziele darstellen können.“

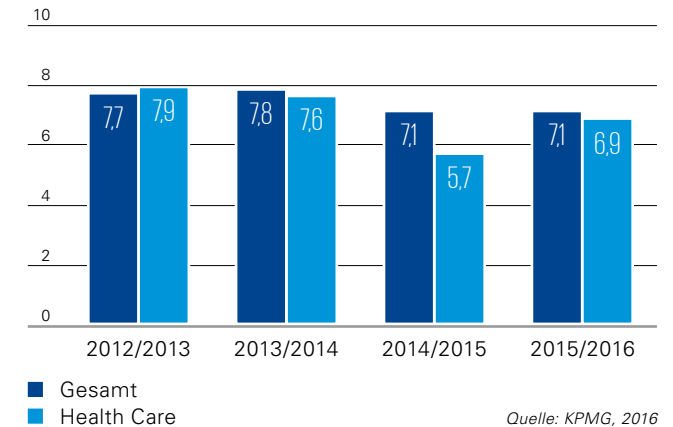
Patrick Klingshirn

Director, KPMG in Deutschland

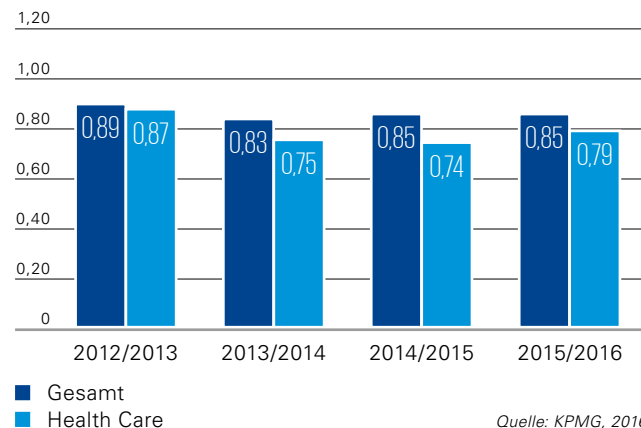
83 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Health Care
(Angaben in Prozent)



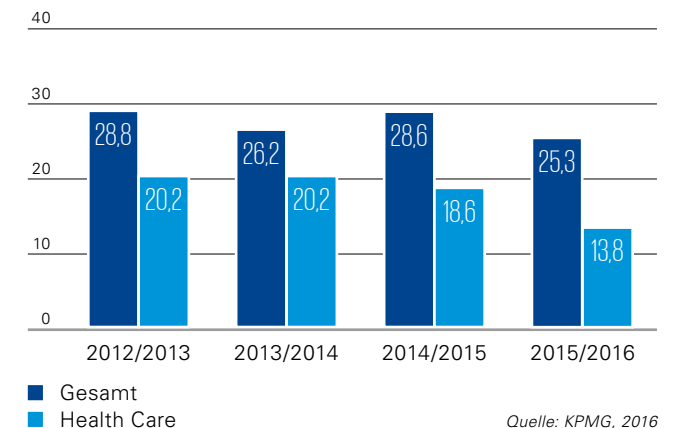
84 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Health Care
(Angaben in Prozent)



85 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Health Care



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



6.7 Industrial Manufacturing

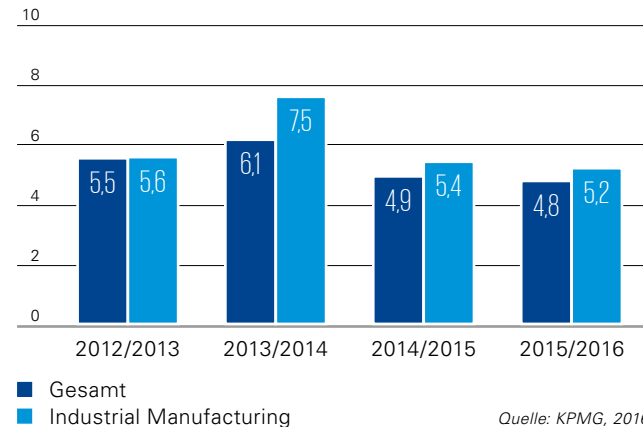
„Laut der KPMG-Studie ‚Global Manufacturing Outlook‘ haben für einen Großteil der befragten Fertigungsunternehmen Wachstumsziele hohe bzw. sehr hohe Priorität. Insbesondere asiatische Unternehmen bestätigten in der Studie eine ‚aggressive Wachstumsstrategie‘, die sich unter anderem durch zahlreiche internationale Unternehmenserwerbe – insbesondere durch chinesische Gesellschaften – beobachten lässt. Das Wachstum soll nach Angabe der befragten Unternehmen vor allem durch Erweiterung des Produkt- und Serviceportfolios, den Eintritt in neue geografische Märkte sowie durch neue Geschäftsbereiche erreicht werden.

Signifikantes profitables Wachstum – insbesondere bei nur begrenztem Marktwachstum in den Industriestaaten – wird nur einem Teil der Unternehmen vorbehalten sein. Das werden primär die Unternehmen sein, die ihr Geschäftsmodell flexibel und in kurzer Reaktionszeit an die volatilen, schnelllebigen und kundengetriebenen Märkte anpassen und Technologien, Know-how und Vertriebsstrategien verschiedener Sektoren zu neuen Lösungen kombinieren. Gleichzeitig werden flexible, ressourceneffiziente Wertschöpfungsketten, die die Möglichkeiten der Digitalisierung, Automatisierung und Vernetzung ausschöpfen, für profitables Wachstum entscheidend sein.“

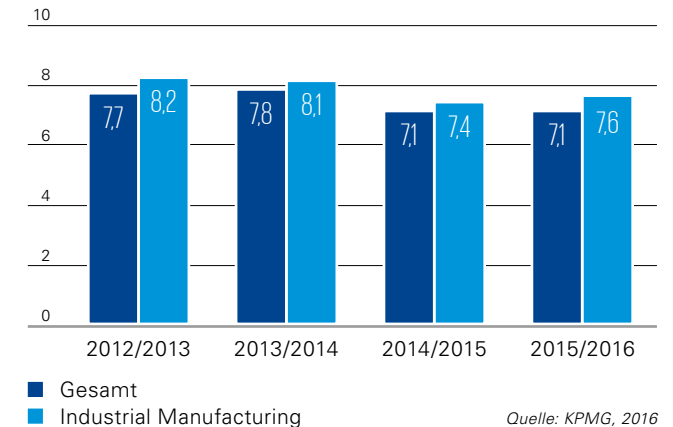
Dr. Jakob Schröder

Partner, KPMG in Deutschland

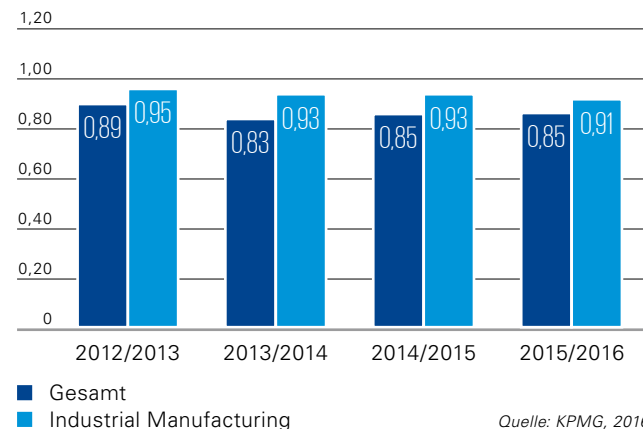
87 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Industrial Manufacturing
(Angaben in Prozent)



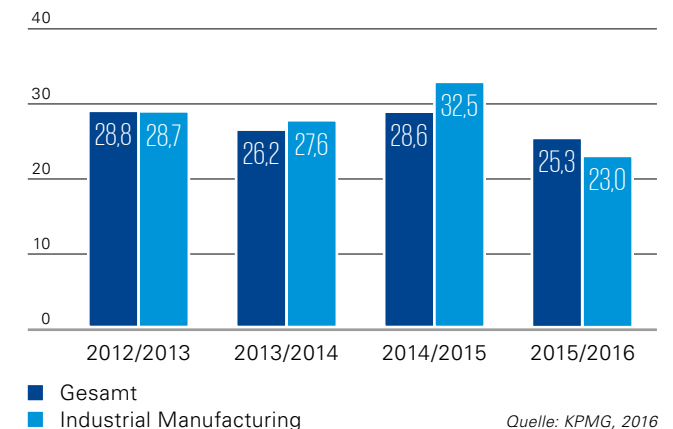
88 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Industrial Manufacturing
(Angaben in Prozent)



89 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Industrial Manufacturing



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



6.8 Media & Telecommunications

„Die digitale Transformation schreitet auch im Sektor Media & Telecommunications weiter fort. Die Auflagenverluste im traditionellen Zeitungs- und Zeitschriftengeschäft konnten bei einigen Medienunternehmen durch Investitionen in digitale, teils komplementäre Geschäftsmodelle kompensiert werden. Medienunternehmen verfolgen dabei unterschiedliche Strategien: zum Beispiel Investitionen in Bildungs-, Musik- oder Handelsaktivitäten. Durch die verschiedenen Expansionsstrategien stehen Medienunternehmen oftmals nicht mehr im vollständigen Wettbewerb zueinander. Die digitale Transformation führt demnach auch in der Medienbranche dazu, dass die Grenzen zu anderen Branchen verschwimmen. Dieser Trend gilt ebenso für Unternehmen in der Telekommunikationsbranche – auch hier bilden die Strategien im Kontext der Digitalisierung eine zentrale Herausforderung für die Zukunft. Denn Vernetzung von Unternehmen und Konsumenten setzt Investitionen in den Ausbau einer IP-Netzinfrastruktur voraus. Dabei stehen Telekommunikationsunternehmen vor der Aufgabe, die wachsende Dynamik im Kerngeschäft mit branchenübergreifenden Kooperationslösungen zu verbinden, um angemessene Renditen zu erwirtschaften. Als Folge sind weitere Konsolidierungen in der Telekommunikationsbranche zu erwarten.“

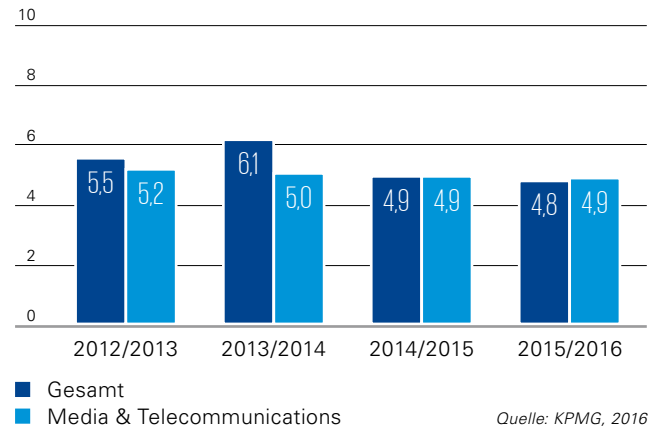
Dr. Vera-Carina Elter

Partner, KPMG in Deutschland

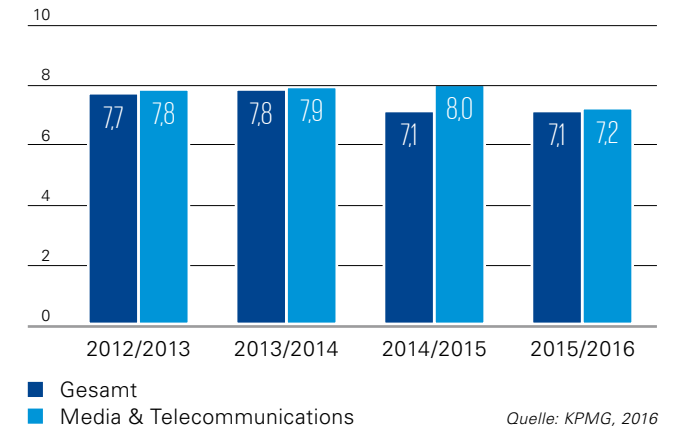
Stefan Schöniger

Partner, KPMG in Deutschland

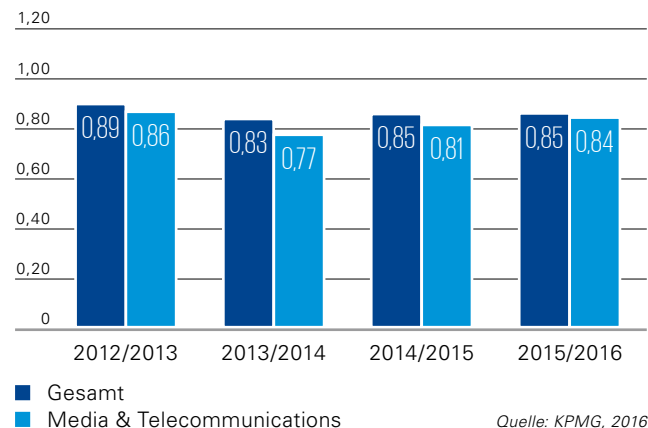
91 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Media & Telecommunications
(Angaben in Prozent)



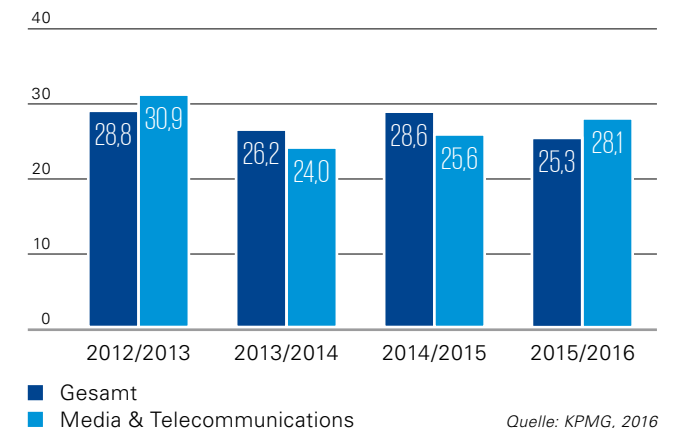
92 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Media & Telecommunications
(Angaben in Prozent)



93 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Media & Telecommunications



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



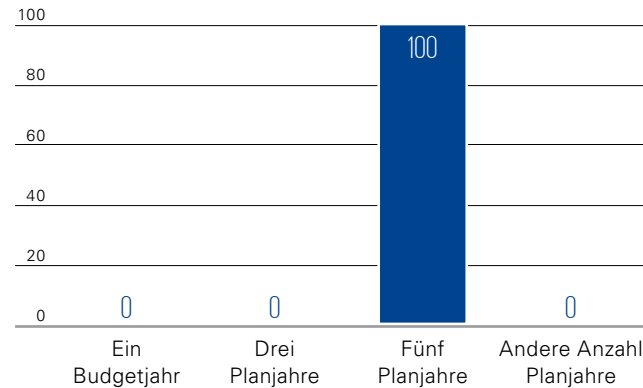
6.9 Real Estate

„Das Wirtschaftswachstum und das geringe Zinsniveau begünstigen den nationalen Immobilienmarkt. Deutschland gilt als sicherer ‚Immobilienhafen‘. Das Transaktionsvolumen 2015 war mit 56 Milliarden Euro das zweithöchste aller Zeiten. Dabei ist der Anteil deutscher und ausländischer Investoren am Transaktionsmarkt mittlerweile wieder gleich hoch. Auch 2016 wird das Interesse vermutlich ähnlich groß sein – allerdings bei einem vergleichsweise geringen Angebot. In allen Assetklassen, von Büro über Einzelhandel bis hin zu Wohnen, lassen sich steigende Mieten beobachten. Das geringe Zinsniveau begünstigt neue Immobilienprojekte. Zu beobachten ist ein Preisanstieg in den Ballungsräumen aufgrund abnehmender Renditeerwartungen der Investoren. Sogenannte B- und C-Städte rücken aufgrund fehlender Alternativen vermehrt in den Fokus. Inwieweit der Brexit den Markt für Gewerbeimmobilien in den deutschen Metropolregionen beeinflussen wird, bleibt abzuwarten. Mittel- bis langfristig liegen die Herausforderungen bei Wohnimmobilien einerseits in der Bereitstellung bezahlbaren Wohnraums in den Großstädten, andererseits im Bevölkerungsrückgang im ländlichen Raum. Büroimmobilienkonzepte müssen eine Antwort auf die zunehmende Flexibilisierung der Arbeitswelt finden und die Märkte für Handels- und Logistikimmobilien hängen stark von der Entwicklung des Onlinehandels ab.“

Gunther Liermann

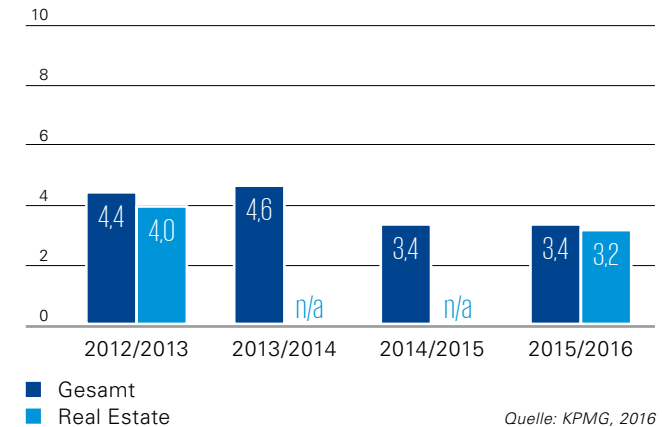
Partner, KPMG in Deutschland

95 Planungshorizont
Real Estate
(Angaben in Prozent)



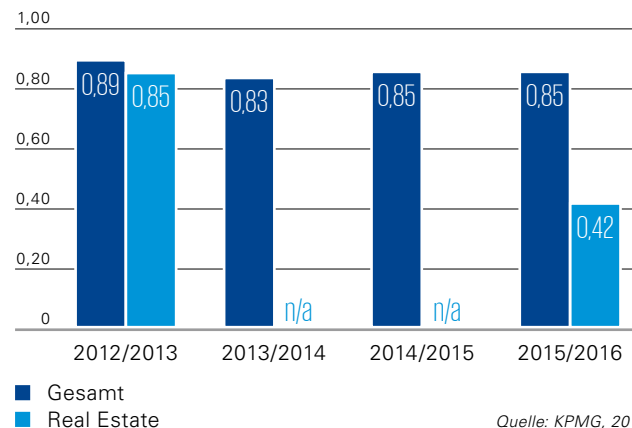
Quelle: KPMG, 2016

96 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten
Gesamt versus Real Estate
(Angaben in Prozent)



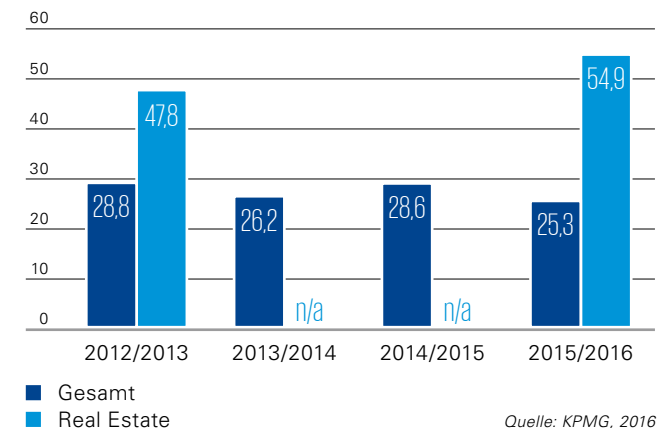
Quelle: KPMG, 2016

97 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Real Estate



Quelle: KPMG, 2016

98 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote
Gesamt versus Real Estate
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2016

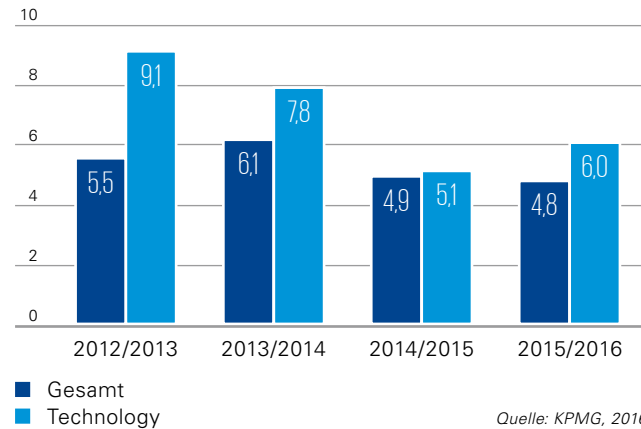
6.10 Technology

„Die Digitalisierung als Megatrend bestimmt weiterhin die Strategien der Unternehmen in der Technologiebranche. Dabei ist hohe Geschwindigkeit des Wandels das zentrale Merkmal. Durch diese Dynamik gilt es für Technologieunternehmen, mit immer neuen Innovationen Wettbewerbsvorteile zu schaffen. Zentral hierfür sind zukünftig zum einen die Erweiterung des eigenen Kompetenzfelds im Zuge von Akquisitionen und Kooperationen und zum anderen Investitionen mit Start-up-Charakter. Data Analytics und Industrie 4.0-Lösungen eröffnen neuartige Prozessinnovationen, die nicht auf die Technologiebranche begrenzt sind, sondern auch neue Geschäftsmodelle in anderen Branchen anstoßen können. Als Folge werden auch viele traditionelle Branchen ihre Technologiekompetenzen durch Akquisitionen und Kooperationen erweitern und dadurch in den Wettbewerb zu reinen Technologieanbietern treten.“

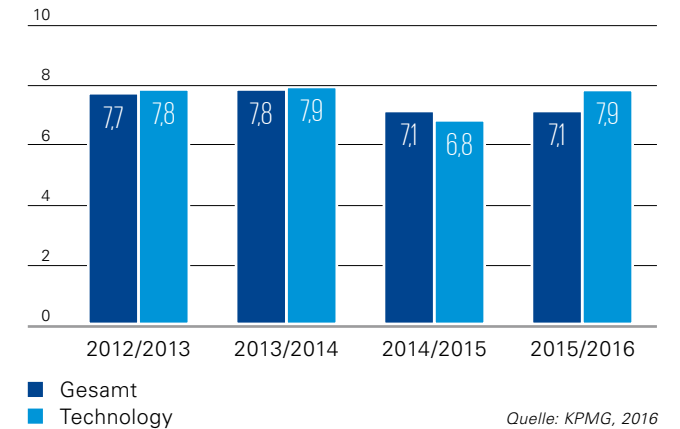
Dr. Gunner Langer

Director, KPMG in Deutschland

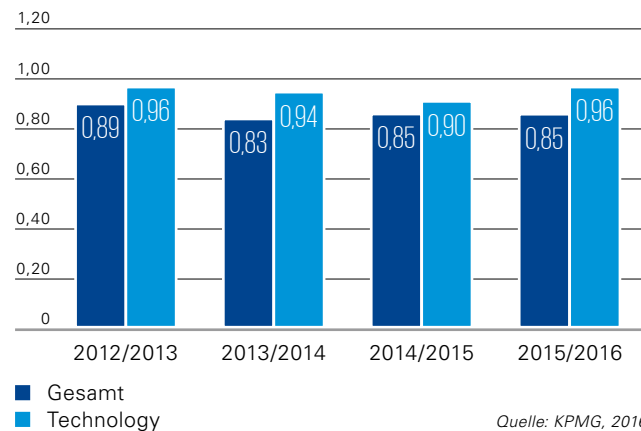
99 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Technology
(Angaben in Prozent)



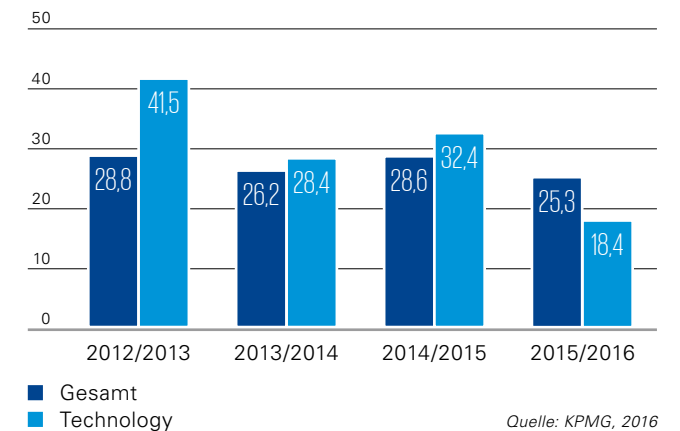
100 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Technology
(Angaben in Prozent)



101 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Technology
(Angaben in Prozent)



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

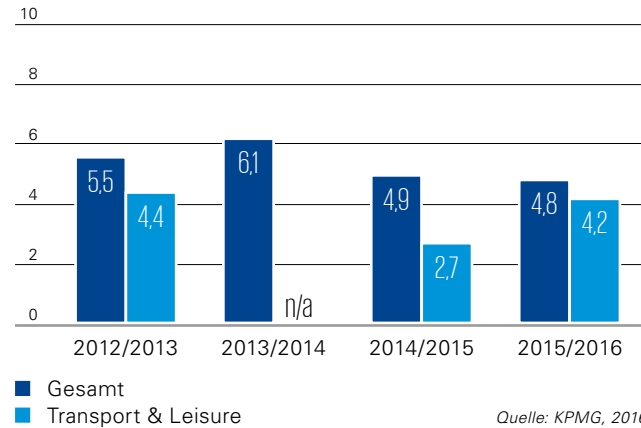


6.11 Transport & Leisure

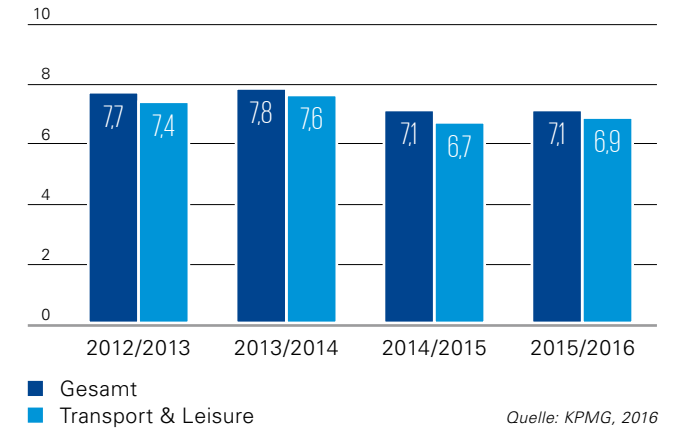
„Der Transportsektor steht vor grundlegenden Veränderungen. Die Herausforderung einer steigenden Nachfrage im Personen- und Warenverkehr wird nicht allein durch eine Erhöhung der Kapazitäten bewältigt werden können. Für die Transportunternehmen wird es darauf ankommen, ihre Transportmittel besser auszulasten. Vernetzung ist hier der Schlüssel. Durch sie werden die unterschiedlichen Verkehrsmittel nicht nur miteinander verbunden, sondern insbesondere effizient aufeinander abgestimmt. Basis hierfür bilden Live-Datenerfassung und -Auswertung von Verkehrsströmen und -volumen. Die Analyse von Passagierzahlen und Reisemustern aus dem öffentlichen Verkehr kann zur sicheren Vorhersage von Stoßzeiten genutzt werden, während zusätzliche Parameter wie Wetterdaten der frühzeitigen Vorhersage von potenziellen Störungen dienen. Auch im Warenverkehr können Daten zur Vorhersage von Engpässen sowie zur Planung von Kapazitäten genutzt werden. Vernetzte Verkehrsmittel, Drohnen für schwer erreichbare Gebiete und 3D-Drucker, die Ersatzteile für Transportmittel direkt vor Ort herstellen, bilden die Zukunft für Unternehmen des Transportsektors.“

Dr. Andreas Tschöpel
Partner, KPMG in Deutschland

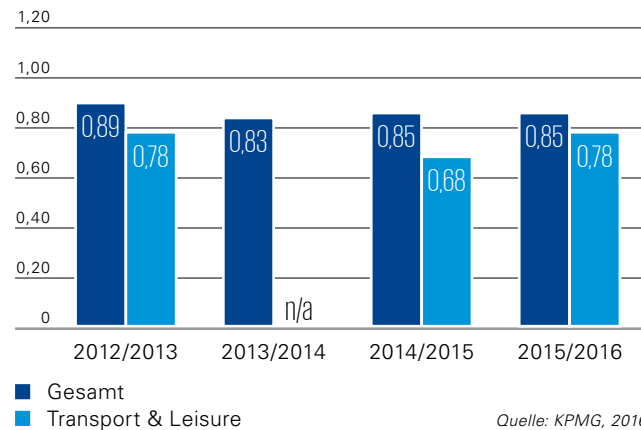
103 Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Transport & Leisure
(Angaben in Prozent)



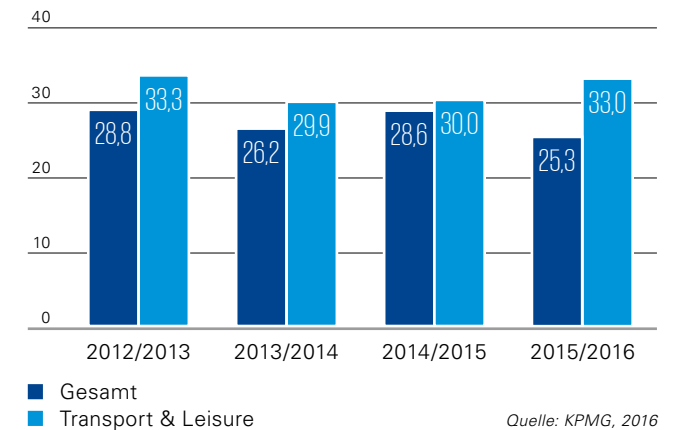
104 Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Transport & Leisure
(Angaben in Prozent)



105 Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Transport & Leisure



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



Abkürzungsverzeichnis

CAPM	Capital Asset Pricing Model	GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
CEDA	Corporate Economic Decision Assessment	IAS	International Accounting Standards
CEO	Chief Executive Officer	IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
CFO	Chief Financial Officer	IFRS	International Financial Reporting Standards
CGU	Cash Generating Unit	KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
CVA	Cash Value Added	KPI	Key Performance Indicator
DAX	Deutscher Aktienindex	KRI	Key Risk Indicator
DAX-30	Die 30 größten und umsatzstärksten Unternehmen (Blue Chips) an der Deutschen Börse	M&A	Mergers & Acquisitions
DCF	Discounted Cash Flow	MDAX	Die nach Größe und Börsenumsatz auf die DAX-30 folgenden Unternehmen an der Deutschen Börse
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	n/a	Not available
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	n/m	Not meaningful
EVA	Economic Value Added	ROCE	Return on Capital Employed
FamDAX	DAXplus Family 30 Index, umfasst die 30 größten und liquidesten Familienunternehmen (Gründerfamilie hat mindestens 25 Prozent Stimmrechtsanteil oder Sitz in Vorstand oder Aufsichtsrat und 5 Prozent Stimmrechtsanteil) im Prime Standard der Deutschen Börse	SDAX	50 kleinere Unternehmen (Small Caps), die den MDAX-Werten nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz folgen
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW	SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
GG	Gleichgewicht	TecDAX	Die 30 größten Technologiewerte an der Deutschen Börse
		US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
		WACC	Weighted Average Cost of Capital

Ihre Ansprechpartner

KPMG in Deutschland



Automotive

Dr. Marc Castedello

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



Retail

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



Chemicals & Pharmaceuticals
Health Care

Patrick Klingshirn

Director
T +49 89 9282-4594
pklingshirn@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



Technology

Media & Telecommunications

Dr. Gunner Langer

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



Consumer Markets

Retail

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



Real Estate

Gunther Liermann

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



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



Industrial Manufacturing
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



Financial Services
Rudolf Maurer
 Director
 T +49 89 9282-1348
 rudolfmaurer@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
 Deal Advisory,
 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

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

Deal Advisory, Head of 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 Holding AG

Badenerstrasse 172

8026 Zürich

T +41 58 249-3592

jpost@kpmg.com

www.kpmg.de

www.kpmg.de/socialmedia



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. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2016 KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. Member firms of the KPMG network of independent firms are affiliated with KPMG International. KPMG International provides no client services. No member firm has any authority to obligate or bind KPMG International or any other member firm vis-à-vis third parties, nor does KPMG International have any such authority to obligate or bind any member firm. All rights reserved. The KPMG name and logo are registered trade-marks of KPMG International.

Bildnachweis: ©Photocase/riskiers (S. 1),
©iStock/elenaleonova (S. 8), ©iStock/loops7 (S. 12),
©iStock/blew_i (S. 20), ©iStock/Eric Simard (S. 44),
©iStock/ooyoo (S. 50), ©iStock/Tutye (S. 56)