



Kapitalkostenstudie 2017

**Divergierende Märkte –
konvergierende Geschäftsmodelle**



Inhalt

Grußwort	3	4 Impairment Test	52
Zusammenfassung der Ergebnisse	6	4.1 Anlass und Ergebnis	53
1 Überblick	8	4.2 Bestimmung des Recoverable Amount	54
2 Ableitung der Plan-Cashflows	12	4.3 Plausibilisierung	56
2.1 Erstellung der Planungsrechnung	13	5 Relevanz von Unternehmenswerten und Unternehmenswertentwicklung	60
2.2 Wachstumserwartungen	18	5.1 Kriterien bei der Investitionsentscheidung	61
2.3 Ableitung von Erwartungswerten	20	5.2 Monitoring der Wertentwicklung	62
2.4 Berücksichtigung von Risiken	21	5.3 Kapitalkosten in der Kapitalmarkt-kommunikation	63
2.5 Festlegung des nachhaltigen Jahres	25	6 Online-Branchenauswertungen	64
3 Ableitung der Kapitalkostenparameter	26	Abkürzungsverzeichnis	69
3.1 Gesamtübersicht WACC	27	Ihre Ansprechpartner	70
3.2 Risikoloser Basiszinssatz	31		
3.3 Marktrisikoprämie	33		
3.4 Betafaktor	36		
3.5 Eigenkapitalkosten	40		
3.6 Weitere Risikozuschläge	41		
3.7 Risikoabbildung in den Kapitalkosten	44		
3.8 Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalquote	47		
3.9 Nachhaltige Wachstumsrate	50		

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.

Grußwort

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen die Ergebnisse der zwölften Ausgabe unserer Kapitalkostenstudie zu präsentieren. Mit 205 Unternehmen (gegenüber 196 Unternehmen im Vorjahr) – davon 26 der DAX-30-Unternehmen – haben mehr Unternehmen an der Studie teilgenommen als jemals zuvor. Dafür möchten wir uns ganz herzlich bedanken. Die hohe Teilnehmeranzahl zeigt, dass die Studie zu einem festen Bestandteil Ihrer praktischen Bewertungsarbeit geworden ist. Wir hoffen daher, dass auch in diesem Jahr die Studie und ihre Schwerpunktthemen von besonderem Interesse für Sie sind.

In der vorliegenden Ausgabe beleuchten wir die Herausforderungen zunehmender makroökonomischer Unsicherheiten und mikroökonomischer Veränderungen durch disruptive Geschäftsmodelle sowohl im Hinblick auf die zukünftige Performance von Unternehmen (Planung) als auch auf deren zukünftiges Risikoprofil (Kapitalkosten).

Wir haben daher für die diesjährige Kapitalkostenstudie das Motto „Divergierende Märkte – konvergierende Geschäftsmodelle“ gewählt. Diesem Motto folgen auch unsere begleitenden Schwerpunktthemen:

- Makroökonomische Unsicherheiten – Teil der Unternehmensplanung
- Mikroökonomischer Wandel – Planbarkeit disruptiver Geschäftsmodelle
- Kapitalkosten – Herausforderungen durch niedrige Zinsen, Populismus und neue Technologien (Gastkommentar von Stefan Hofrichter, Allianz Global Investors GmbH)
- Kapitalkosten – Vergleichsmaßstab in einer zunehmend unvergleichbaren Welt
- Neue Bewertungsmethoden in disruptiven Zeiten?

Da sich die finanziellen Auswirkungen von Entscheidungen auch sachgerecht in der Rechnungslegung widerspiegeln müssen, hat sich die Erhebung der empirischen Informationen weiterhin am Impairment Test der International Financial Reporting Standards (IFRS) orientiert, da er – und die mit ihm verbundene Bewertung – für alle IFRS-Anwender obligatorisch ist. Unsere Analysen umfassen jedoch nicht nur die Erhebung von Plan-Cashflows und Kapitalkostenparametern, sondern auch die Relevanz von Unternehmenswerten und ihrer Entwicklung bei der Entscheidungsfindung und der Kapitalmarktkommunikation.

Erstmals haben wir in die Studie auch Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen aufgenommen. Ergänzend zu der Ihnen vorliegenden Studie möchten wir auf die interaktiven Auswertungsmöglichkeiten der Erhebung auf unserer Homepage unter www.kpmg.de/kapitalkosten verweisen. Dort können Sie die für Ihr Unternehmen und/oder Ihre Branche relevanten Parameter individuell zusammenstellen und damit Ihre eigene, maßgeschneiderte Auswertung vornehmen.

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

'06

'07

'08

'09

'10

'11

Ausgaben der Kapitalkostenstudie von KPMG



Neuerungen in der Studie

- Soll-Ist-Vergleich zur Umsetzung des Impairment Test nach IFRS (IAS 36) und US-GAAP (SFAS 142) in deutschen Unternehmen
- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus der Schweiz und Österreich, zusätzlich zu Deutschland
- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus Großbritannien und den Niederlanden
- Erstmalige Teilnahme von Unternehmen aus Spanien
- Auswertung branchenspezifischer Besonderheiten
- Erstmals Abfrage des Ausblicks auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung

Schwerpunktthemen der Studie

- Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Bilanzierungs- und Bewertungspraxis
- Zukunftsprognosen in einem schwierigen Marktumfeld
- 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 tabletfreundlichen 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 internetbasierten Auswertungsmöglichkeiten

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

'17



- Auswertung nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen
- Bereitstellung umfassenderer Branchenauswertungen über Onlineauswertungstool
- Detaillierte Darstellung der Bereiche Consumer Markets, Chemicals & Pharmaceuticals, Financial Services sowie Media & Telecommunications

- Makroökonomische Unsicherheiten – Teil der Unternehmensplanung
- Mikroökonomischer Wandel – Planbarkeit disruptiver Geschäftsmodelle
- Kapitalkosten – Herausforderungen durch niedrige Zinsen, Populismus und neue Technologien
- Kapitalkosten – Vergleichsmaßstab in einer zunehmend unvergleichbaren Welt
- Neue Bewertungsmethoden in disruptiven Zeiten?

Zusammenfassung der Ergebnisse

Plan-Cashflows

Planungsunsicherheit

Aufgrund von **makroökonomischen Unsicherheiten** und **mikroökonomischem Wandel** durch disruptive Geschäftsmodelle bestehen **große Unsicherheiten** bei der Zukunftsprognose.

Im Rahmen der **Planungserstellung** werden bisher insbesondere **Konjunkturrisiken** (makroökonomische Risiken) bzw. **kunden-seitige Risiken** (mikroökonomische Risiken) **berücksichtigt**.

Wachstumserwartungen

Bei **Umsatz** und **EBIT** (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) rechnen die Studienteilnehmer aus den meisten Branchen in diesem Jahr mit **optimistischeren Entwicklungen** als im Vorjahr. Dagegen ist die **nachhaltige Wachstumsrate** gegenüber dem Vorjahr **leicht gesunken**.

Kapitalkosten

WACC

Die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Costs of Capital) lagen nach einer Seitwärtsentwicklung in den beiden letzten Jahren mit **6,9 Prozent** leicht **unter dem Niveau der Vorjahre**.

Mit **8,6 Prozent** wurde im Bereich **Technology** der **höchste WACC** verwendet. Der **niedrigste WACC** war mit **4,4 Prozent** im Bereich **Real Estate** zu beobachten.

Basiszinssatz

Der durchschnittlich verwendete langfristige risikolose **Basiszinssatz** war weiter deutlich rückläufig und verringerte sich von 1,5 Prozent auf nunmehr **0,9 Prozent**. Er erreichte damit zum ersten Mal seit Veröffentlichung der Kapitalkostenstudie ein **Niveau** von **unter einem Prozent** in **allen Teilnehmerländern**.

Marktrisikoprämie

Gegenläufig zum sinkenden Basiszinssatz ist die Marktrisikoprämie leicht auf **6,6 Prozent** in **Deutschland** und **Österreich** bzw. **5,9 Prozent** in der **Schweiz** angestiegen.

Betafaktoren

Identisch zum Vorjahr wurden in den Bereichen **Automotive** und **Technology** die **höchsten** unverschuldeten Betafaktoren verwendet, der **niedrigste** Wert ergab sich im Beobachtungszeitraum im Bereich **Transport & Leisure**.

Im Vergleich zum Vorjahr sind die branchenbezogenen unverschuldeten Betafaktoren weitgehend unverändert. Der **größte Anstieg** war im Bereich **Technology** zu beobachten, ein **Rückgang** zeigte sich lediglich in den Branchen **Automotive** und **Transport & Leisure**.

Fremdkapitalkosten

Die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten sind gegenüber dem Vorjahr ebenfalls **weniger stark gesunken** als der Basiszinssatz und betragen nun **3,1 Prozent**.

Impairment Test

Wertminderung

Der Anteil der Unternehmen, die eine **Wertminderung** auf Assets oder Goodwill durchgeführt hat, bewegte sich mit 56 Prozent auf dem **Niveau des Vorjahres**. Allerdings hat sich die durchschnittliche Höhe eines Impairment auf Vermögenswerte auf 198 Millionen Euro nahezu verdoppelt, wobei dieser Anstieg **insbesondere** auf besonders hohe Wertminderungen im Bereich **Energy & Natural Resources** zurückzuführen ist.

Werte und Wertentwicklung

Investitionsentscheidung

Investitionsentscheidungen werden weiterhin von der Mehrzahl der Teilnehmer sowohl an **strategischen** als auch an **wertorientierten Zielsetzungen** ausgerichtet.

Monitoring

Der **überwiegende Teil** der Teilnehmer erachtete weiter ein **wertorientiertes Monitoring** der Investitionsentscheidung als **wichtig** und betrachtete dabei insbesondere die **Veränderung der Performance**, jedoch weniger **das Risiko (Kapitalkosten)**.

Kapitalmarktkommunikation

Kapitalkosten waren wie in den Vorjahren bei der **Kapitalmarktkommunikation** von **geringer Relevanz** und wurden hauptsächlich nur für Rechnungslegungszwecke und Berichterstattungen genutzt.

1 Überblick



Studienteilnehmer

Insgesamt belief sich die Anzahl der teilnehmenden Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz an der diesjährigen Kapitalkostenstudie auf 205 (Vorjahr: 196 Unternehmen). Hiervon haben 153 Unternehmen ihren Sitz in Deutschland, 18 in Österreich und 34 in der Schweiz. (Abbildung 01)

Im Vergleich zum Vorjahr stieg die Beteiligung der DAX-30-Unternehmen erneut an – auf nunmehr 26 Unternehmen, was einer Quote von 87 Prozent (Vorjahr: 77 Prozent) entspricht. Daneben haben 44 Prozent der im MDAX geführten Unternehmen an der Studie teilgenommen (Vorjahr: 46 Prozent). (Abbildung 02)

Befragungszeitraum

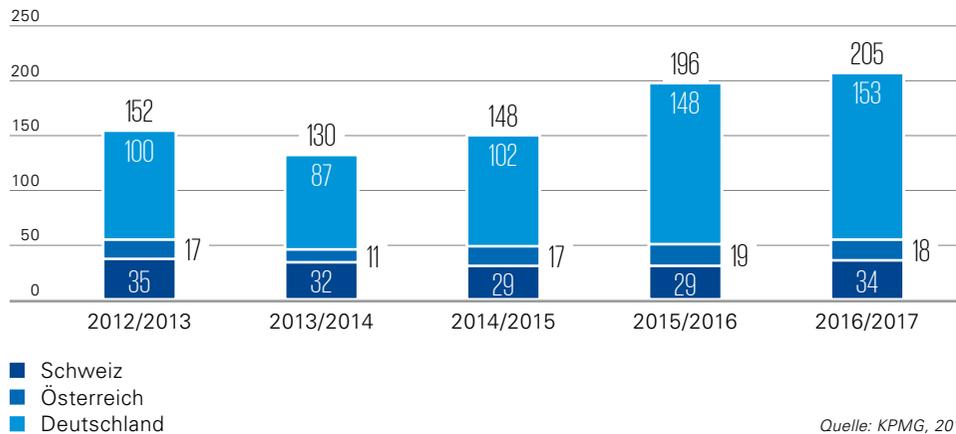
Die Befragung der Unternehmen erfolgte von März bis Juli 2017. Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlussstichtage lagen zwischen dem 31. März 2016 und dem 31. März 2017.

Hinweis

Bei der Würdigung der nachfolgenden Auswertungen ist zu beachten, dass hier Angaben von Unternehmen aus verschiedenen Ländern und teilweise auch unterschiedlichen Währungsräumen sowie zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingeflossen sind.

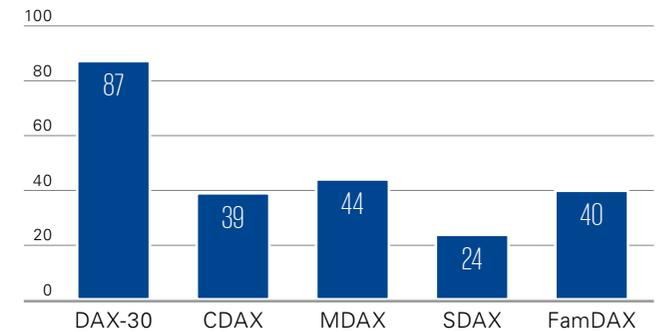
01 Studienteilnehmer nach Region

Gesamt



02 Teilnehmerquoten in Deutschland

(Angaben in Prozent)



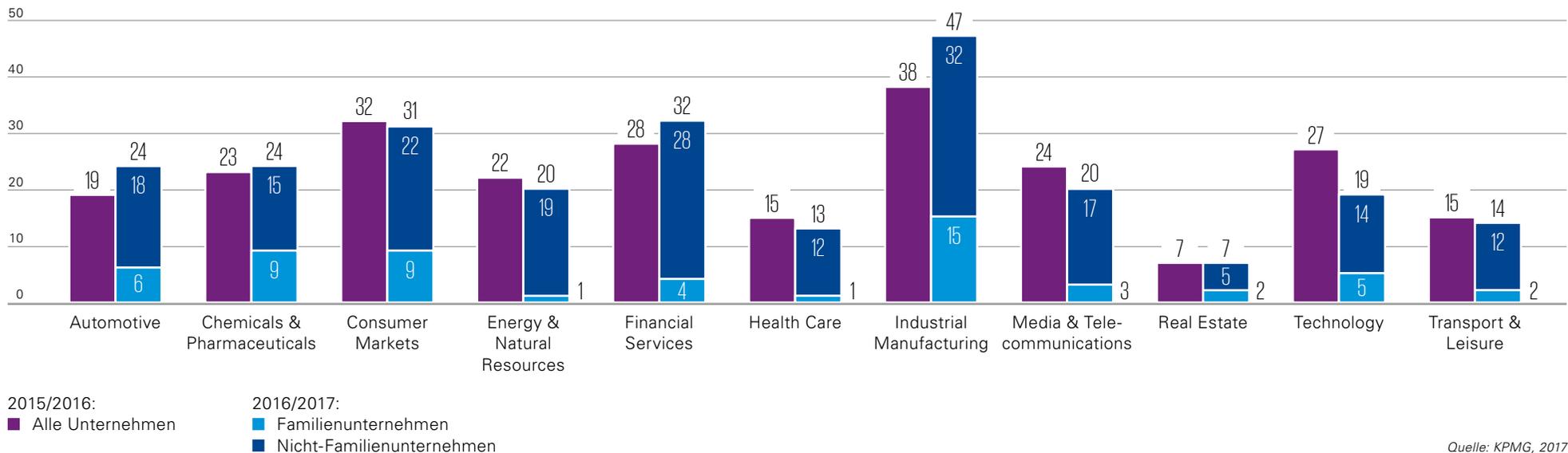
Auswertungen

Die teilnehmenden Unternehmen wurden wie in den Vorjahren gebeten, sich entsprechend ihrer Geschäftstätigkeit in Branchen einzuordnen. Die Studie enthält daher zu allen wesentlichen Planungs- und Kapitalkostenparametern Übersichten nach Branchen.

Auswertung Familienunternehmen

Erstmals haben wir in der Studie auch Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen aufgenommen. Auf Basis einer Selbsteinordnung haben 46 Familien- und 159 Nicht-Familienunternehmen an der Studie teilgenommen. (Abbildung 03)

03 Studienteilnehmer nach Branchen Gesamt (Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

Online-Branchenauswertungen

In diesem Jahr stellen wir erstmalig alle branchenspezifischen Abbildungen der Kapitalkostenparameter auf unserer Homepage zur Verfügung.

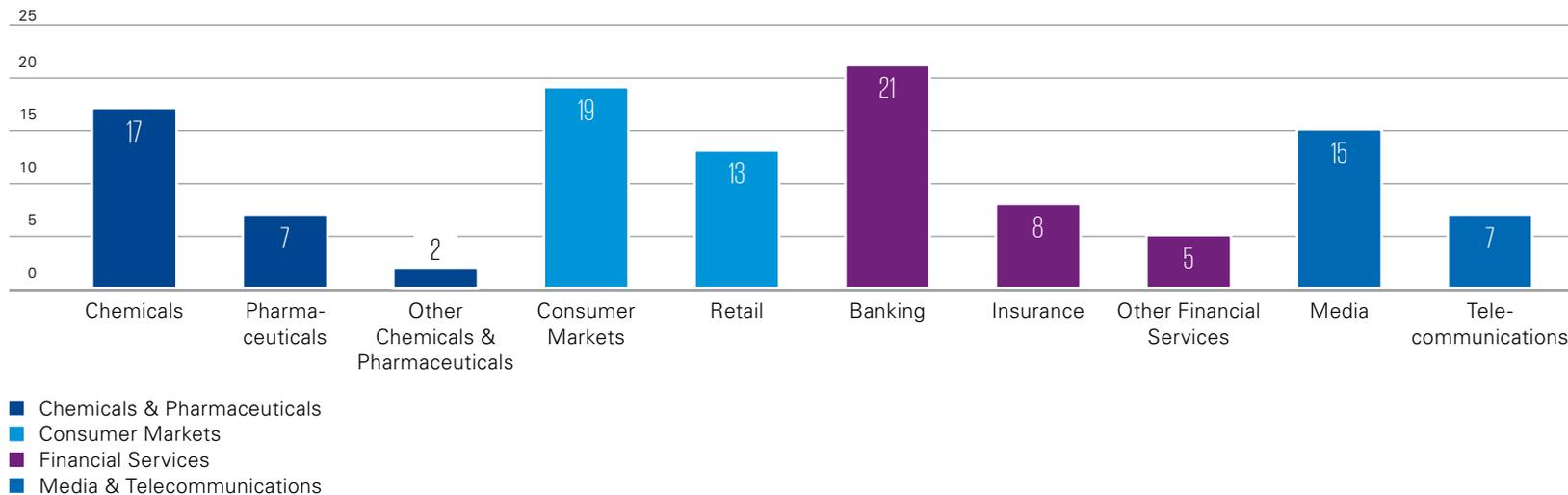
Unter www.kpmg.de/kapitalkostenstudie-tableau finden Sie in anschaulicher Darstellungsweise sowohl die Planungs- als auch die Kapitalkostenparameter aus der aktuellen Studie und zudem auch die Ergebnisse der Kapitalkostenstudien der vergangenen Jahre.

Des Weiteren ermöglichen wir Ihnen dort eine individuelle und interaktive Datenauswertung der Studienergebnisse. Anhand Ihrer eigenen Suchkriterien können Sie die für Sie relevanten Daten generieren und so die Werte und Entwicklungen der für Sie maßgeblichen Kapitalkostenparameter nachvollziehen.

Auswertung Teilbranchen

Um den Detaillierungsgrad der Branchenauswertungen weiter zu erhöhen, finden sich dort erstmals auch Auswertungen für Teilbereiche innerhalb der Bereiche **Consumer Markets**, **Chemicals & Pharmaceuticals**, **Financial Services** sowie **Media & Telecommunications**. So haben wir zum Beispiel den Bereich **Financial Services** in **Banking** und **Insurance** sowie **Other Financial Services** unterteilt. (Abbildung 04)

04 Studienteilnehmer nach Teilbranchen Gesamt (Mehrfachnennungen möglich)



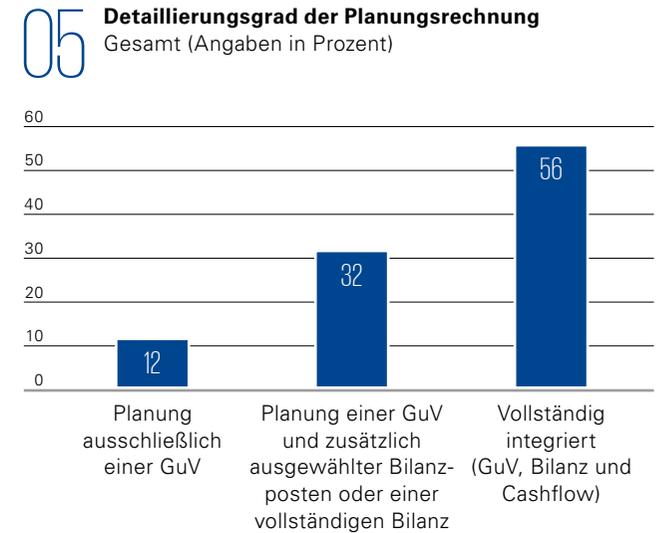
Quelle: KPMG, 2017

2.1 Erstellung der Planungsrechnung

Künftige finanzielle Überschüsse können aufgrund der ungewissen Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden und sind daher mit ihrem Erwartungswert zu erfassen. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Grundvoraussetzung für die systematische Ableitung von künftigen Erwartungswerten sind im Rahmen von Unternehmensbewertungen – für jegliche Anlässe – integrierte und hinreichend detaillierte Planungsmodelle. Diese Modelle müssen in der Lage sein, die unterschiedlichen Ausprägungen der wesentlichen spezifischen Performance- und Risikotreiber sachgerecht zu erfassen.

Die im Rahmen von Einzelanalysen abzuleitenden Bandbreiten und Verteilungen der Performance- und Risikotreiber bilden die Basis für den Übergang von einwertigen Planungsrechnungen hin zu mehrwertigen und simulationsorientierten Planungsinstrumentarien.

In der diesjährigen Studie hat sich nach einer gegenläufigen Entwicklung in der Vorjahresbefragung der ansteigende Trend unter den Teilnehmern, eine vollständig integrierte Planung durchzuführen (2014/2015: 61 Prozent; 2015/2016: 48 Prozent), wieder fortgesetzt. Leicht rückläufig war dagegen der Anteil der Teilnehmer, die neben der Planung einer Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) auch eine Planung ausgewählter Bilanzposten vornahmen (2016/2017: 32 Prozent; 2015/2016: 36 Prozent). Mit insgesamt nunmehr 88 Prozent der befragten Studienteilnehmer erreichte die Anzahl der Unternehmen, die eine nach unserer Einschätzung geeignete Planungsstruktur zur Ableitung der Plan-Cashflows verwenden, ihren Höchststand. (Abbildung 05)



Quelle: KPMG, 2017

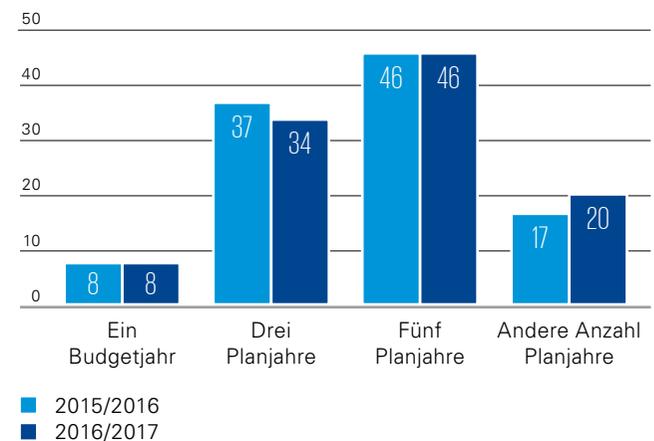
Im Bereich **Financial Services** ist erneut ersichtlich, dass mit einem Anteil von 26 Prozent nur vergleichsweise wenige in der Branche tätige Unternehmen eine vollständig integrierte Planung erstellen. Dies ist auf das branchenspezifische Geschäftsmodell von Banken und Versicherungen zurückzuführen. Um aufsichtsrechtliche Kapital- und Solvabilitätsquoten planerisch einzuhalten, werden jedoch die für die Eigenkapitalunterlegung relevanten Posten wie Kredit- und Wertpapier volumina, Kapitalanlagen, versicherungstechnische Rücklagen und Eigenkapital geplant und abgebildet. Ferner werden regelmäßig Liquiditäts- und Fundingplanungen erstellt, sodass insgesamt die für die Geschäftstätigkeit wesentlichen Posten in einem integrierten Planungssystem erfasst werden.

Die Entscheidung über die Länge des zu berücksichtigenden Planungshorizonts bewegt sich in einem Spannungsfeld: Ein längerer Planungshorizont bedeutet – insbesondere bei den weiterhin beobachtbaren dynamischen Marktgegebenheiten – eine höhere Unsicherheit, wenn der Planungsprozess nicht mit zusätzlichen Szenario- und Simulationsanalysen einhergeht. Ein (zu) kurzer Planungshorizont führt wiederum dazu, dass Investitions- und Produktlebenszyklen sowie langfristige Branchenentwicklungen nicht vollständig in der Planung abgebildet werden. Dies führt zu falschen Bewertungen und darauf aufbauend zu Fehlentscheidungen.

Im Rahmen von Impairment Tests ist bei längeren Planungshorizonten – unter Anwendung des Value in Use-Konzepts – die Regelung des International Accounting Standard (IAS) 36.33 (b) zu beachten. Demnach sollen Planungsrechnungen einen Betrachtungszeitraum von fünf Planjahren grundsätzlich nicht überschreiten; 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.

Nach wie vor stellt die Mehrzahl der befragten Unternehmen auf einen Planungshorizont von fünf (46 Prozent) oder drei (34 Prozent) Jahren ab, wobei es gegenüber dem Vorjahr zu einer leichten Verschiebung hin zu kürzeren Planungshorizonten gekommen ist. Der Durchschnitt der Planjahre der Unternehmen, die eine andere Anzahl an Planjahren gewählt haben, lag bei rund sechs Jahren (Vorjahr: acht Jahre). (Abbildung 06)

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



Quelle: KPMG, 2017

Knapp ein Drittel der teilnehmenden Unternehmen (59 Prozent) haben im Rahmen ihrer Planung Sensitivitätsanalysen berücksichtigt. Die Mehrheit der Teilnehmer (36 Prozent) untersuchte sowohl Cashflow (einschließlich seiner Einflussgrößen) als auch Kapitalkosten (inklusive nachhaltiger Wachstumsrate). Weitere 16 Prozent unterzogen ausschließlich den Cashflow bzw. 7 Prozent lediglich die Kapitalkosten einer entsprechenden Analyse. Dabei umfassten mögliche Parameter für die Sensitivitätsanalyse des Cashflows unter anderem die Umsatzerlöse, das EBITDA oder das EBIT. (Abbildung 07)

Unternehmen aus dem Bereich **Financial Services** berücksichtigten deutlich häufiger Sensitivitäten im Cashflow und in den Kapitalkosten. Zudem beeinflussen hier Sensitivitäten zu den Kapitalkosten auch die Cashflows, etwa über die erwartete langfristige Kapitalanlagenrendite. Insbesondere für Lebensversicherungen ist die genaue Analyse von Effekten aus der Zinsniveaumentwicklung regelmäßig ein zentraler Bestandteil des Planungsprozesses.

Familienunternehmen wählten im Durchschnitt einen kürzeren Planungszeitraum und berücksichtigten dabei seltener Sensitivitäten (50 Prozent) als Nicht-Familienunternehmen (61 Prozent).

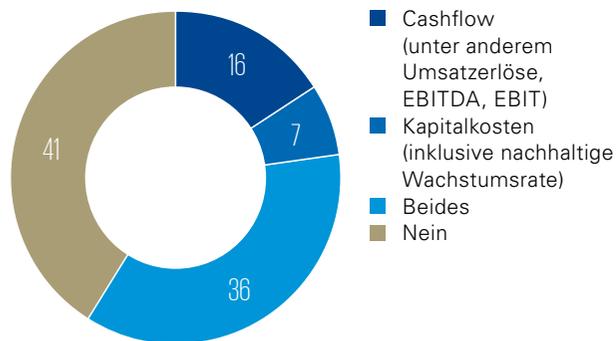
„Familienunternehmen brauchen die gleiche Transparenz über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens bzw. der Unternehmensbereiche. Daher sollten Planungsumfang, Planungszeitraum und Planungsstruktur dieselbe Qualität haben wie bei Nicht-Familienunternehmen.“

Dr. Vera-Carina Elter

Partner, Bereichsvorstand Familienunternehmen, KPMG in Deutschland

07 Berücksichtigung von Sensitivitäten

Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

Makroökonomische Unsicherheiten – Teil der Unternehmensplanung

Seit den jüngsten Finanz- und Schuldenkrisen ist eine spürbare Zunahme politischer Risiken für die Weltwirtschaft zu beobachten. Allein im letzten Jahr sorgten Ängste um eine abgeschwächte Wirtschaftsleistung Chinas, der Putschversuch in der Türkei sowie der schwache Ölpreis für Unsicherheiten an den Finanzmärkten. Zusätzlich verursachten die Wahlergebnisse in Amerika und in Großbritannien erhöhte Volatilitäten an den Börsen.

Auch wenn sich die Börsen schnell von der Entscheidung der Briten erholt haben, sind die Konsequenzen für die Wirtschaft bislang nicht abzusehen. Mehr als ein Jahr nach dem Wahlergebnis ist zu erwarten, dass Großbritannien im Frühling 2019 die EU verlassen wird. Erste Verhandlungen stocken schon jetzt und lassen mehrere Jahre der Unsicherheit befürchten. Doch Unternehmen haben nicht die Möglichkeit, auf die Verhandlungsergebnisse der EU zu warten. Sie müssen sich schon jetzt auf alle Eventualitäten vorbereiten. So haben Finanzinstitute unlängst mit den Vorbereitungen begonnen, ihre Mitarbeiter und Geschäftsbereiche in andere EU-Mitgliedsstaaten zu verlagern. Hinzu kommen in der EU aktuelle Herausforderungen, die sich aus der Flüchtlingskrise, dem EU-Streit mit Polen und Ungarn und dem wachsenden Einfluss von Populisten in mehreren europäischen Staaten – einschließlich Deutschland nach der Bundestagswahl – ergeben.

Zeitgleich sorgt die Politik von US-Präsident Donald Trump seit seiner Amtseinführung Anfang 2017 für politische sowie wirtschaftliche Verunsicherung aus Richtung der USA. So könnte Trumps Isolationspolitik gravierende Folgen für die Weltwirtschaft

haben. Unternehmen fürchten insbesondere, dass es sowohl durch den Austritt Amerikas aus dem Klimaschutzabkommen als auch durch die in den USA diskutierten Steuer- und Zollrechtsveränderungen zu Wettbewerbsverzerrungen und vermehrten Unsicherheiten kommt. International tätige Unternehmen beobachten zudem die Entwicklung im Nahen Osten, in Venezuela und Nordkorea mit zunehmender Sorge, denn auch diese Staaten bergen große politische Risiken für die Weltwirtschaft. Für Unternehmen mit Geschäftstätigkeiten in Lateinamerika ist die Lage in Venezuela besonders risikobehaftet, denn sollten dort die Auseinandersetzungen zunehmen, könnte dies eine der größten Flüchtlingswellen der jüngeren lateinamerikanischen Geschichte auslösen. Eine Massenflucht von Millionen Menschen könnte die Region destabilisieren und unvorhersehbare wirtschaftliche Folgen für die Region und darüber hinaus nach sich ziehen.

Unsere Welt ändert sich schneller und überraschender als früher, sie ist komplexer und schwerer interpretierbar geworden. Die Abschätzung des Einflusses des sich fortlaufend divergierenden makroökonomischen Umfelds stellt für viele Unternehmen eine große Herausforderung dar. Für dieses Umfeld wurde der Begriff VUKA (im Englischen VUCA) geprägt: Volatilität, Unsicherheit, Komplexität und Ambiguität. Das Akronym VUKA beschreibt treffend die veränderten Rahmenbedingungen unserer Welt, in der sich Organisationen und Menschen neu orientieren müssen. Strategisch wegweisende Entscheidungen werden in einer Welt konvergierender Märkte und divergierender Geschäftsmodelle immer häufiger. Fehl- oder verzögerte Entscheidungen können selbst große

Marktplayer gefährden. Politische Ereignisse sorgen somit für zunehmende Unsicherheit und haben einen wachsenden Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen. Insbesondere das Zusammenspiel und die Interaktion dieser Ereignisse aufgrund fortgeschrittener Globalisierung erschweren eine Unternehmensplanung, die alle Eventualitäten hinreichend berücksichtigt.

Gleichzeitig fordern Investoren von Unternehmen eine höhere Transparenz, bessere Dokumentation und Kapitalmarktkommunikation zu den Entscheidungsfindungen im Unternehmen. Unternehmen stehen somit vor der Herausforderung, Chancen und Risiken aus dem makroökonomischen Umfeld frühzeitig zu identifizieren und zu würdigen, um auf dieser Basis zukunftsweisende Entscheidungen zu treffen und sie anschließend gegenüber ihren Anteilseignern zu kommunizieren. Die traditionellen Ansätze für Unternehmenssteuerung und -bewertung unterlegten bislang regelmäßig relativ stabile Erwartungen und Szenarioanalysen in eher engen Bandbreiten, in denen nur wenige – makro- wie mikroökonomische – Einflussfaktoren unabhängig voneinander variiert wurden. Diese Ansätze können die zunehmende Komplexität im wirtschaftlichen Umfeld heutzutage nur bedingt widerspiegeln.

Unternehmen verfügen nur dann über eine valide Entscheidungsbasis, wenn ihre Planungsmodelle nicht nur ihre wirtschaftlichen und wettbewerblchen Rahmenbedingungen einbeziehen, sondern insbesondere auch die makroökonomischen Interdependenzen berücksichtigen. Einwertige Planungsmodelle können jedoch lediglich Kosten und Umsätze summieren. Risiken hingegen sind regel-

„Bisherige, eher einwertige Planungs- und Steuerungsmodelle können dem aktuellen wirtschaftlichen Umfeld kaum noch gerecht werden. Da die wirtschaftliche Dynamik und insbesondere makroökonomische Unsicherheiten weiter zunehmen werden, müssen sich auch die Planungs-, Steuerungs- und Bewertungsansätze der Unternehmen adäquat weiterentwickeln. Anderenfalls laufen Unternehmen Gefahr, strategische Entscheidungen nicht wertoptimiert zu treffen oder gar existenzielle Bedrohungen zu spät zu erkennen.“

Karen Ferdinand

Partner, KPMG in Deutschland

mäßig nicht summierbar, sie müssen mittels simulationsbasierter Planungsverfahren und unter Einbezug volkswirtschaftlicher bzw. geopolitischer Massendaten erfasst werden. Erst hierdurch wird es möglich, das ökonomische Umfeld und potenzielle Risiken in der Bewertung von strategischen Handlungsoptionen gleichermaßen zu berücksichtigen, somit potenzielle Risiken zu identifizieren und nach ihrer Relevanz zu ordnen.

KPMG hat vor diesem Hintergrund mit CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) einen simulationsorientierten Planungs- und Steuerungsansatz entwickelt, der Unternehmen dabei unterstützt, alle entscheidungsrelevanten unternehmensspezifischen wie auch makroökonomischen Treiber adäquat in ihren Planungsrechnungen zu berücksichtigen. Chancen und Risiken und ihre konkreten Einflüsse auf die Entwicklung der Unternehmensergebnisse werden konsistent erfasst und schaffen die notwendige Transparenz für eine rasche Entscheidungsfindung. Hierdurch werden Unternehmensplanungen wieder zu einem den aktuellen Anforderungen entsprechenden strategischen Steuerungselement.

2.2 Wachstumserwartungen

Die erwarteten Umsatzentwicklungen sowie künftig erzielbare Ergebnisse – ausgedrückt zum Beispiel als EBITDA oder EBIT – sind bei der Erstellung einer Planungsrechnung von zentraler Bedeutung.

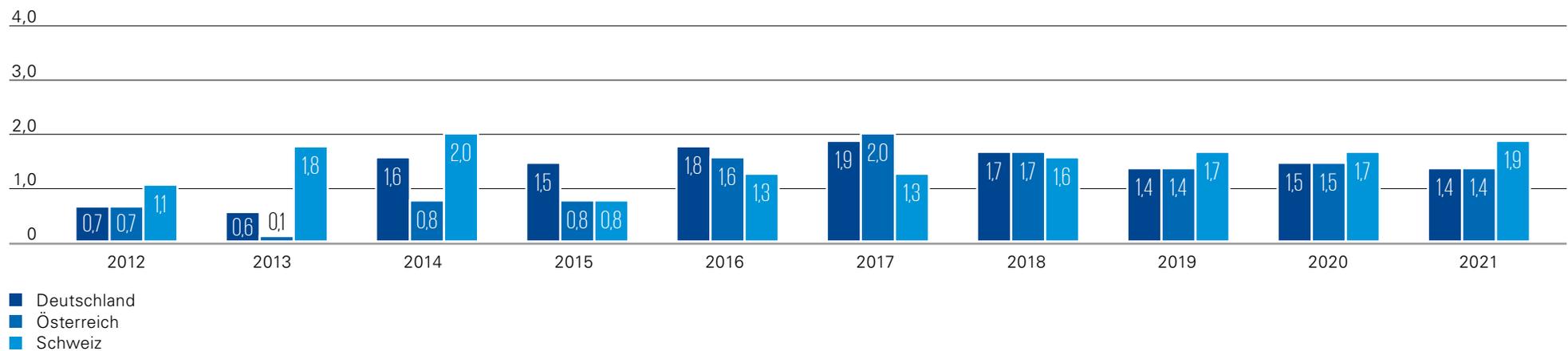
Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht werden die prognostizierbaren Ergebnisse auch von der zukünftigen makroökonomischen Gesamtentwicklung beeinflusst. Standen am Anfang der Dekade mit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2009 noch primär

ökonomische Themen im Vordergrund, begannen mit der sich anschließenden Staatsschuldenkrise 2012 in Europa zunehmend auch politisch geprägte Sachverhalte unmittelbaren Einfluss auf die Unternehmensentwicklungen zu nehmen. Unter anderem durch den Einfluss des Brexit, des neuen amerikanischen Protektionismus oder der destabilisierenden Entwicklungen in der Türkei gehen Konjunkturprognosen für Deutschland und Österreich derzeit von im Zeitablauf leicht rückläufigen Wachstumsraten aus. In der Schweiz dagegen wird ein Anstieg des Wachstumstrends erwartet. (Abbildung 08)

Durch diese und weitere zunehmend unvorhersehbare makroökonomische Entwicklungen wird die Planbarkeit der zukünftigen Ergebnisse zunehmend erschwert.

Nach einer rückläufigen Entwicklung in den Vorjahren (2013/2014: 6,1 Prozent; 2014/2015: 4,9 Prozent; 2015/2016: 4,8 Prozent) gingen die Studienteilnehmer nun im Einklang mit den Konjunkturprognosen wieder von einem leicht höheren durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum aus.

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



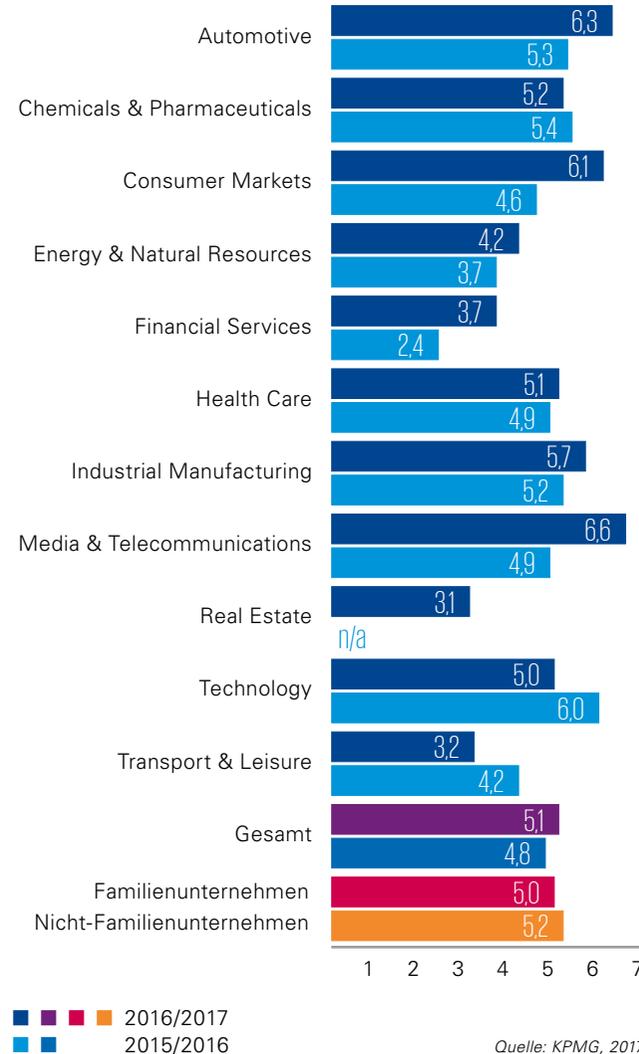
Quelle: KPMG-Analysen auf Basis von Daten der The Economist Intelligence Unit Limited, Datenstand 11. August 2017

Während der Bereich **Media & Telecommunications** mit 6,6 Prozent und einem Anstieg zum Vorjahr um 1,7 Prozentpunkte das höchste Umsatzwachstum erwartete, gingen die Unternehmen innerhalb des Bereichs **Transport & Leisure** von einem Rückgang der künftigen Umsatzzuwächse aus und setzten eine jährliche Wachstumsrate von lediglich 3,2 Prozent an (Vorjahr: 4,2 Prozent).

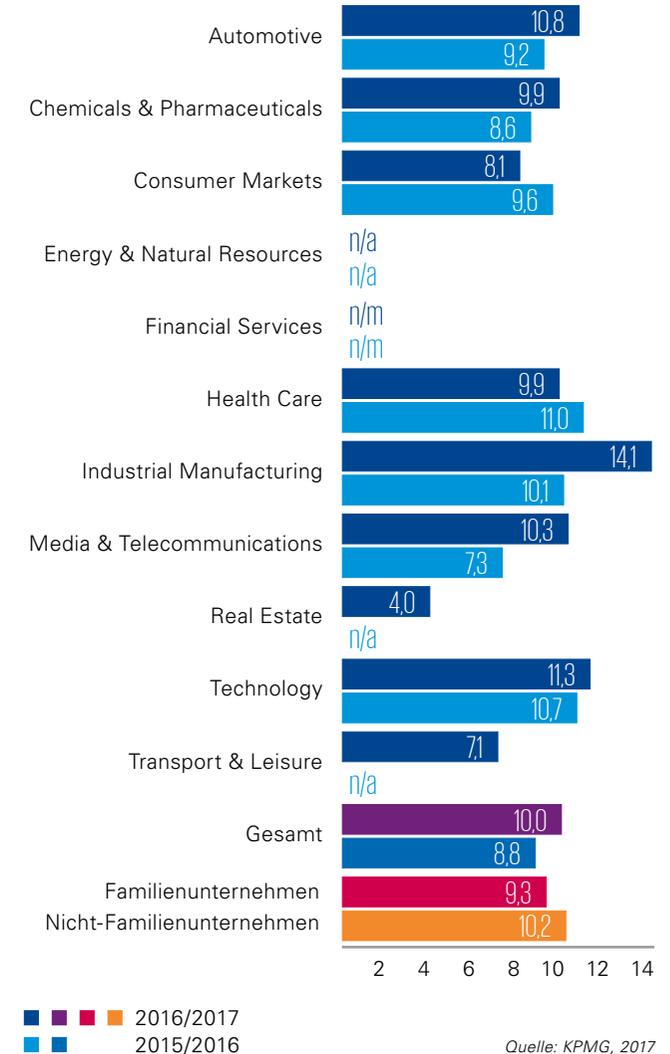
Die EBIT-Wachstumsprognosen der Studienteilnehmer lagen mit 10,0 Prozent nicht nur deutlich über dem Vorjahreswert (8,8 Prozent), sondern auch deutlich über dem erwarteten Umsatzwachstum. (Abbildung 09 und 10)

Bei Nicht-Familienunternehmen insgesamt lag die EBIT-Wachstumsprognose dabei mit 10,2 Prozent signifikant über den Erwartungen von Familienunternehmen (9,3 Prozent).

09 Wachstumsprognosen Umsatz nach Branchen (Angaben in Prozent)



10 Wachstumsprognosen EBIT nach Branchen (Angaben in Prozent)



2.3 Ableitung von Erwartungswerten

In der Vergangenheit waren einwertige Schätzungen zur Ableitung der erwarteten Cashflows bei einer relativ stabilen Wirtschaft und langjähriger Unternehmenserfahrung meist ausreichend und vertretbar. Neben den zunehmend unvorhersehbaren makroökonomischen Entwicklungen ermöglicht der disruptive Charakter der Digitalisierung inzwischen aber gänzlich neue Geschäftsmodelle, die nicht nur bislang bestehende Nischen besetzen, sondern auch das Potenzial besitzen, etablierte Geschäftsmodelle abzulösen.

„Der ‚Start-up-Charakter‘ ist nicht länger nur eine Eigenschaft neuer innovativer Unternehmen. Vielmehr werden sich zahlreiche etablierte Unternehmen und Geschäftsmodelle nachhaltig verändern, was sie ebenfalls zu ‚Start-ups‘ werden lässt.“

Dr. Andreas Tschöpel

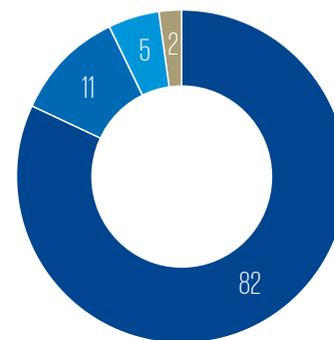
Partner, KPMG in Deutschland

Aufgrund der hohen Anzahl zukünftig denkbarer Unternehmensszenarien ist davon auszugehen, dass der für Bewertungszwecke gesuchte Erwartungswert nicht mehr ohne Weiteres auf der Basis von lediglich einwertigen Planungsschätzungen ableitbar ist. Vielmehr bilden die im Rahmen von Einzelanalysen abgeleiteten Bandbreiten und Verteilungen relevanter Werttreiber die Basis für den Übergang von einwertigen Planungsrechnungen hin zu mehrwertigen und simulationsorientierten Planungsinstrumentarien. Mithilfe dieser Instrumente lassen sich künftig denkbare Szenarien transparent so verdichten, dass eine Ableitung des gesuchten Erwartungswerts der Plan-Cashflows möglich wird.

Mit einem nahezu unveränderten Anteil von 82 Prozent (Vorjahr: 81 Prozent) leitete allerdings weiterhin der überwiegende Teil der Unternehmen die Erwartungswerte der bewertungsrelevanten Cashflows mittels einer einwertigen Schätzung entsprechend der Planungsrechnung ab. Hierdurch steigt die Gefahr von Fehleinschätzungen in einer Welt zunehmender Unsicherheiten. Eine einfache Szenarioanalyse erfolgte bei insgesamt 16 Prozent der teilnehmenden Unternehmen, davon 11 Prozentpunkte mit einer Gleichgewichtung der einzelnen Szenarien und 5 Prozentpunkte mit einer Gewichtung entsprechend der individuellen Eintrittswahrscheinlichkeit des jeweiligen Szenarios. Auf komplexere Szenarioanalysen griffen lediglich 2 Prozent der Teilnehmer zurück. (Abbildung 11)

11

Ableitung der Erwartungswerte
Gesamt (Angaben in Prozent)



- Einwertige Schätzung entsprechend der Planungsrechnung
- Einfache Szenariobildung (Best, Normal, Worst) und Gleichgewichtung der Szenarien
- Einfache Szenariobildung (Best, Normal, Worst) und Gewichtung mit unterschiedlichen Eintrittswahrscheinlichkeiten
- Komplexere Szenarioanalysen (zum Beispiel mittels Monte-Carlo-Simulationen)

Quelle: KPMG, 2017

Unternehmen aus dem Bereich **Financial Services** nutzten deutlich häufiger Szenarioanalysen anstatt einwertiger Schätzungen zur Ableitung der Erwartungswerte. Da Versicherungen und Kreditinstitute bereits gegenüber den Aufsichtsbehörden regelmäßig über Effekte adverser Zins-, Währungs- und Konjunkturszenarien Bericht erstatten, sind hier deutlich häufiger Szenariobetrachtungen zu beobachten. Dabei werden sowohl Veränderungen unternehmensübergreifender als auch bereichsspezifischer Rahmenbedingungen betrachtet, wie zum Beispiel ein allgemeiner Konjunkturabschwung mit Auswirkungen auf Insolvenzquoten und Risikokosten bei Kreditinstituten oder technische Entwicklungen im Automobilbereich und ihre Effekte auf Schadenquoten und Versicherungsprämien.

Die angepasste Vorgehensweise bei der Ableitung der Erwartungswerte der Cashflows im Bereich **Financial Services** auf Basis von Szenariobetrachtungen steht exemplarisch für die notwendige Reaktion dieser Branche auf signifikante regulatorische und marktseitige Veränderungen und die hieraus resultierenden Risiken und Chancen.

„Da die zukünftigen makro- und mikroökonomischen Rahmenbedingungen nahezu aller Branchen großen Veränderungen ausgesetzt sein werden, ist branchenübergreifend die Implementierung simulationsfähiger Planungsmodelle empfehlenswert, die die relevanten Treiber der Geschäftsmodelle und insbesondere deren variable Ausprägungen entsprechend berücksichtigen können. ‚Big Data‘ führt in diesem Zusammenhang zukünftig zu einer Verfügbarkeit von zusätzlichen Analysemöglichkeiten und operativen Daten in einem wesentlich höheren Umfang als bislang.“

Dr. Marc Castedello

Partner, KPMG in Deutschland

2.4 Berücksichtigung von Risiken

Die zukünftigen Plan-Cashflows sind unsicher und müssen mit ihrem Erwartungswert erfasst werden. Daher sind alle mit dem Geschäftsmodell verbundenen Chancen und Risiken vollständig bei der Erstellung der Planungsrechnung und der Ableitung der Plan-Cashflows zu berücksichtigen. Diese Risiken können makro- oder mikroökonomischer Natur sein.

Vor diesem Hintergrund haben wir den Unternehmen in diesem Jahr zum ersten Mal die Frage gestellt, inwieweit makro- und mikroökonomische Risiken in ihren strategischen Planungen und somit bei der Ableitung der Plan-Cashflows berücksichtigt wurden.

Auf makroökonomischer Ebene gab mit 75 Prozent der Großteil der Unternehmen an, Konjunkturrisiken innerhalb ihrer Planung und bei der Ableitung relevanter Parameter einzubeziehen. Daneben waren regulatorische und rechtliche Rahmenbedingungen (62 Prozent), Währungsrisiken (60 Prozent) sowie politische Risiken wie Protektionismus (45 Prozent) Bestandteil der erstellten Planungsrechnungen. (Abbildung 12, Seite 22)

Auffällig war, dass insbesondere die Planungsrechnungen im Bereich **Financial Services** durch makroökonomische Risiken beeinflusst werden. In der Regel werden in dieser Branche Zins-, Währungs- und Konjunkturszenarien auf oberster Ebene als Leitplanken für die Volumen- und Ertragsplanungen festgelegt. Die Einhaltung der regulatorischen Anforderungen im Planungszeitraum ist eine grund-

sätzliche Nebenbedingung. Digitalisierung und der Wettbewerb von Unternehmen aus der Finanztechnologie (FinTech-Unternehmen) gewinnen jedoch zunehmend Raum in den Planungsrechnungen der Branche.

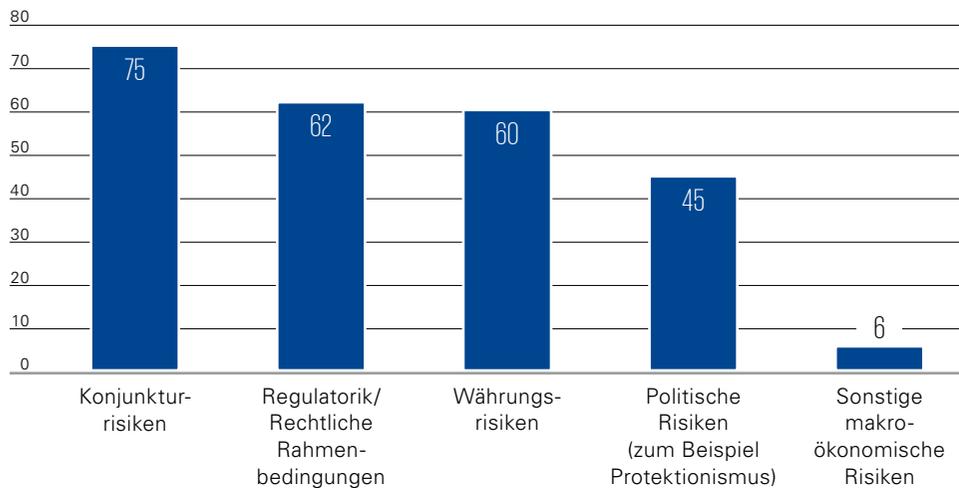
Mikroökonomisch waren kundenseitige Markt- und Absatzrisiken mit 80 Prozent die am häufigsten in der Planung berücksichtigte Risikoart. Des Weiteren berücksichtigten 61 Prozent der Unternehmen Risiken aus technologischem Wandel und Digitalisierungsentwicklungen sowie 57 Prozent den sich potenziell verstärkenden Wettbewerb durch den Eintritt neuer Marktteilnehmer. (Abbildung 13)

Ein deutlicher Unterschied zeigte sich hier bei Familienunternehmen, die als mikroökonomische Risiken neben kundenseitigen Risiken insbesondere neue Wettbewerber (72 Prozent) sahen, während Nicht-Familienunternehmen Effekte hieraus weniger häufig in der Planungsrechnung berücksichtigten (53 Prozent).

Insgesamt war beobachtbar, dass makro- und mikroökonomische Risiken bei der Erstellung der Planungsrechnung abgebildet wurden. Unvorhersehbare Entwicklungen, wie amerikanische Protektionismustendenzen, der Brexit sowie disruptive Auswirkungen durch die Digitalisierung, schaffen immer neue Herausforderungen auf Ebene des Unternehmensmanagements, die die Planbarkeit der künftigen Unternehmensentwicklung zunehmend komplexer machen und flexible Planungsinstrumente erfordern.

12 Berücksichtigung von Risiken in der Planungsrechnung – makroökonomische Risiken

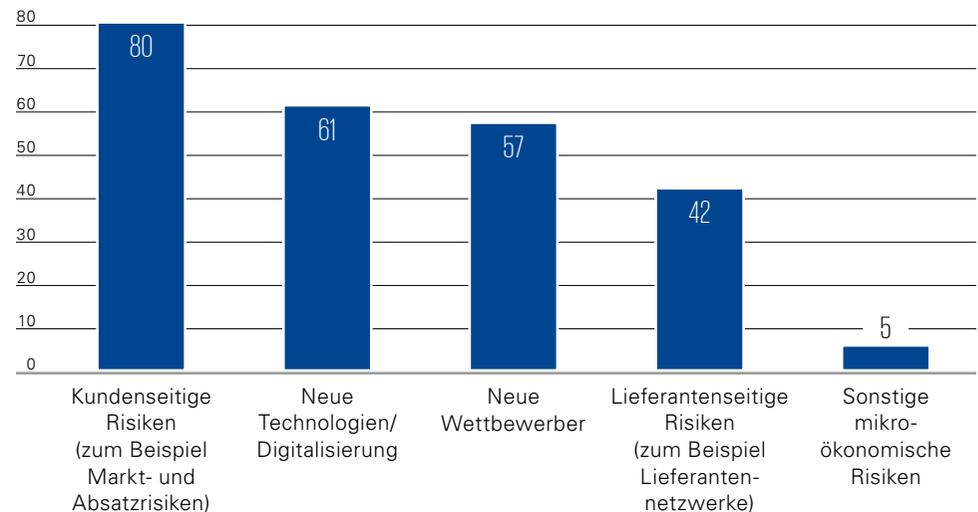
Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

13 Berücksichtigung von Risiken in der Planungsrechnung – mikroökonomische Risiken

Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

Mikroökonomischer Wandel – Planbarkeit disruptiver Geschäftsmodelle

Dem rasanten Wandel des aktuellen und voraussichtlich ebenso künftig zu erwartenden wirtschaftlichen Umfelds kann sich kein Unternehmen entziehen. Für etablierte Geschäftsmodelle – wie zum Beispiel die Fertigung von Pkw oder den Handel mit Konsumgütern – bietet die Digitalisierung signifikante Vorteile. Gleichzeitig werden aber solche Geschäftsmodelle durch gänzlich neue disruptiv bedroht, da (branchenfremde) Wettbewerber nicht mehr nur versuchen, in bislang bestehende Nischen zu stoßen, sondern vielmehr das Potenzial besitzen, neue Geschäftsmodelle zu etablieren, die bestehende entweder vollständig ablösen oder in Abhängigkeiten drängen. Die Veränderung und Konvergenz ganzer Branchen – vor zehn Jahren nahezu undenkbar – erscheint heute überall möglich. Unternehmen der „Old Economy“ müssen sich diesen neuen Gegebenheiten stellen und sich ebenfalls dynamisch verändern. Der „Start-up-Charakter“ ist somit nicht länger nur eine Eigenschaft neuer innovativer Unternehmen. Vielmehr ist zu erwarten, dass die Mehrzahl aller Unternehmen künftig „Start-ups“ in Bezug auf neue Geschäftsmodelle sind. Hiermit verbunden sind grundsätzlich alle Besonderheiten im Zusammenhang mit der Cashflow-Prognose neuer Geschäftsmodelle und der entscheidungsorientierten Bewertung innovativer Unternehmen.

Auch der Wert eines innovativen Geschäftsmodells wird – wie die Bewertung eines jeden Investments – durch zwei Fragen bestimmt: Wie viele Risiken möchte ich eingehen? Und welche Performance darf/muss ich dafür erwarten? Planungs-

methoden für innovative Geschäftsmodelle müssen folglich in der Lage sein, die wesentlichen operativen Werttreiber des Geschäftsmodells zu erfassen, es in finanzielle Größen zu transformieren und Performance und Risiko gleichermaßen zu bestimmen, um eine geeignete Basis für die anschließende Wertableitung zu bilden.

In der Bewertungspraxis für Start-ups lassen sich oft „alternative“ Verfahren jenseits etablierter Planungs- und Bewertungsverfahren beobachten. Ihre Anwendung wird regelmäßig mit Start-up-spezifischen Unsicherheiten sowie vorgeblich bestehenden Limitationen etablierter Ansätze begründet. Es ist jedoch fraglich, ob es tatsächlich „alternativer“ Beurteilungsverfahren bedarf.

Unsere Antwort lautet konsequent „Nein“. Denn bei einer näheren Betrachtung dieser „alternativen“ Ansätze zeigt sich schnell, dass sie – bewusst oder unbewusst – zum Teil hohe Unschärfen in Kauf nehmen, um die zweifelsohne signifikant höhere Komplexität bei der Beurteilung neuer und untereinander wenig vergleichbarer Geschäftsmodelle zu reduzieren. So versuchen einige Verfahren, fehlende Informationen im Hinblick auf das Geschäftsmodell des Start-ups dadurch zu kompensieren, dass sie sich lediglich an rein operativen Kennzahlen (wie zum Beispiel Traffic auf der Homepage, Klickraten, Likes) orientieren.

Multiplikatororientierte Verfahren auf Basis rein finanzieller Kennzahlen (zum Beispiel Umsatzmultiplikatoren) sollen das Start-up-spezifische Problem

negativer Ertragsgrößen in der anfänglichen Verlustphase umgehen. Im Ergebnis zeigt sich jedoch, dass oft nicht die etablierten Methoden der Unternehmensplanung selbst, sondern vielmehr ihre mangelhafte Ausgestaltung bei der Abbildung innovativer Geschäftsmodelle Ursache für die Anwendung „alternativer“ Verfahren ist.

Zudem ist das Argument einer nötigen Komplexitätsreduzierung kritisch zu beurteilen; sie darf nur insoweit in Kauf genommen werden, wie sie sich nicht materiell auf das Bewertungsergebnis auswirkt. Vereinfachende „Alternativmethoden“ können etablierte Planungs- und Bewertungsansätze in keinerlei Weise ersetzen. Der Prognose der zukünftigen Rückflüsse (wie etwa als Basis für eine Discounted Cash Flow-Methode) kommt bei der Unternehmensplanung von Start-ups folglich ebenso die zentrale Rolle zu wie bei der Bewertung etablierter Geschäftsmodelle.

Etablierte Unternehmen haben bei der Beurteilung innovativer Geschäftsmodelle gegenüber reinen Start-ups den Vorteil, mit den klassischen Planungsansätzen grundsätzlich vertraut zu sein; sie müssen lediglich die sich zukünftig verändernden Rahmenbedingungen, Geschäftsmodelle und operativen Treiber konsistent in das bestehende Instrumentarium integrieren, um die Nachteile vereinfachender „Alternativverfahren“ zu vermeiden. Die oft vorgebrachte Herausforderung anfänglich fehlender Informationen zur Cashflow-Prognose relativiert sich meist rasch, wenn eine erste Fokussierung auf die „echten“ Treiber durch eine tiefere Auseinan-

dersetzung mit dem operativen Geschäftsmodell erfolgt. Jede Bewertung sollte auf dem operativen Geschäftsmodell und nicht lediglich auf den daraus resultierenden finanziellen Kennzahlen aufsetzen. Das blieb in der Vergangenheit bei der Planung etablierter Geschäftsmodelle oftmals unberücksichtigt oder wurde mit der Annahme gerechtfertigt, dass sich etablierte Unternehmen in nachhaltig stabilen Zahlenwerken reflektieren. Die Cashflow-Prognose von Start-ups bedingt infolge einer fehlenden Unternehmenshistorie eine dezidierte Beschäftigung mit dem operativen Geschäftsmodell. Hier schließt sich zwar der Kreis zu den „alternativen“ Verfahren, denn sie orientieren sich in Ermangelung einer positiven Unternehmensperformance oft an den beobachtbaren operativen Treibern. Jedoch transportieren die etablierten Cashflow-Prognosemethoden das operative Geschäftsmodell in ein – überschaubares und sukzessive komplexer werdendes – Financial Model.

Durch „Big Data“ und die zunehmende Verfügbarkeit operativer Kennzahlen gelingt nicht nur eine direkte Verbindung zwischen der Entwicklung der operativen Treiber eines Geschäftsmodells und seiner finanziellen Performance. Vielmehr lassen sich auch die wertrelevanten Risiken eines Start-ups konsistent erfassen. Da eine rein finanzielle Performanceorientierung bei Start-ups infolge anfänglicher Verluste oft einen eingeschränkten Aussagegehalt besitzt, kommt der Beurteilung der Risikoentwicklung eine besondere Bedeutung zu. Gerade innovative Geschäftsmodelle sind zu Beginn des Lebenszyklus signifikanten Veränderungen beim operativen Risiko unterworfen, was – neben der zukünftig erwarteten Performanceverbesserung – erheblich zur Unternehmenswertentwicklung vor allem in den Anfangsperioden beiträgt. So lässt sich zeigen, dass die hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten junger Unternehmen insbesondere in den ersten Lebenszyklusphasen deutlich abnehmen und geforderte Renditeerwartungen mit abnehmenden Risiken sinken. Nur wenn es gelingt, die Risiken bei der Cashflow-Prognose richtig zu erfassen und zu messen, können diese Risiken angemessen in ihrem Vergleichsmaßstab – den Kapitalkosten – abgebildet werden (vergleiche Schwerpunktthema Kapitalkosten – Vergleichsmaßstab in einer zunehmend unvergleichbaren Welt, Seite 45).

Mit CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) verfügt KPMG über einen wertorientierten Entscheidungs- und Steuerungsansatz für die Bewertung von Start-ups und innovativen Geschäftsmodellen, der die speziellen Anforderungen und Erwartungen an Start-up-Prognosen transparent erfüllt.

„Dezidierte Cashflow-Prognosen sind zwar im Start-up-Umfeld nur sehr uneinheitlich verbreitet. Der unverzichtbare Fokus auf die operativen Treiber schafft jedoch – entgegen oft gelebter Bewertungspraxis – ideale Voraussetzungen für die konsistente Anwendung etablierter Planungsverfahren.“

Dr. Marc Castedello

Partner, KPMG in Deutschland

2.5 Festlegung des nachhaltigen Jahres

Die Ableitung der ewigen Rente ist bei der Bestimmung des Unternehmenswerts von wesentlicher Bedeutung. Grundvoraussetzung und Ausgangspunkt bei der Herleitung der ewigen Rente ist, dass das betrachtete Unternehmen den „eingeschwungenen Zustand“ erreicht hat.

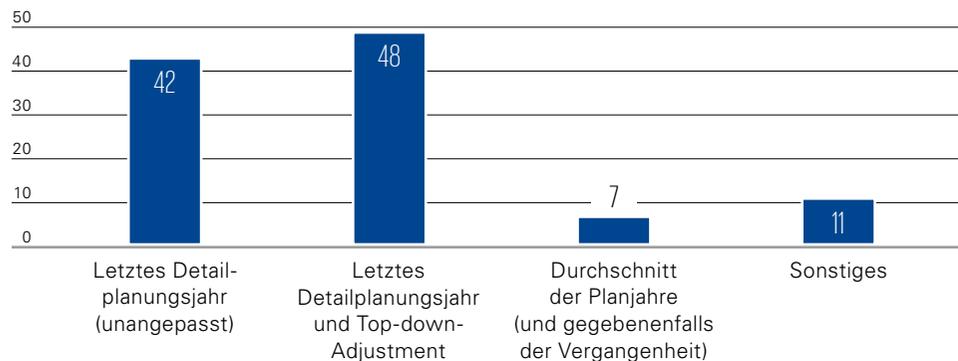
„Vor dem Hintergrund der erheblichen Wertrelevanz des nachhaltigen Jahres sowie des erforderlichen Ansatzes von Erwartungswerten sollte die Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses auf Basis von Szenarien erfolgen. Hier bieten sich simulationsbasierte Ansätze wie zum Beispiel Monte-Carlo-Simulationen an.“

Stefan Schöniger

Partner, KPMG in Deutschland

Wie bereits in den Jahren zuvor leitete der Großteil der Studienteilnehmer die ewige Rente anhand des letzten Detailplanungsjahres unter eventueller Berücksichtigung von Top-down-Adjustments ab. Mit 48 Prozent (Vorjahr: 40 Prozent) haben deutlich mehr Unternehmen eine Anpassung der Planungsergebnisse zur Ableitung der ewigen Rente vorgenommen. Mit einem Anteil von nur 7 Prozent (Vorjahr: 11 Prozent) verwendeten die teilnehmenden Unternehmen einen Durchschnitt der Planjahre (und gegebenenfalls der Vergangenheit) zur Bestimmung des Terminal Value. (Abbildung 14)

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



Quelle: KPMG, 2017

3 Ableitung der Kapitalkosten- parameter



3.1 Gesamtübersicht WACC

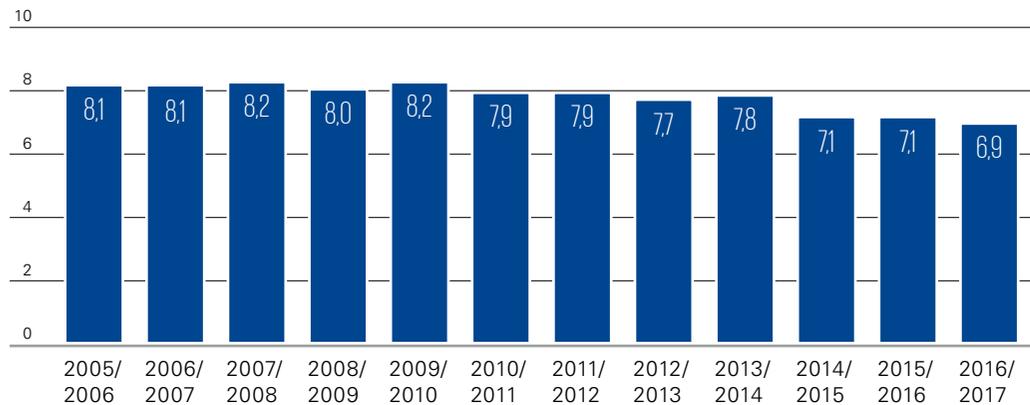
Zur Ermittlung des WACC ist eine Gewichtung der Eigenkapitalkosten mit der Eigenkapitalquote (zu Marktwerten) und der Fremdkapitalkosten nach Steuern mit der Fremdkapitalquote (zu Marktwerten) erforderlich.

Nach einem in den letzten beiden Jahren konstanten Wert von 7,1 Prozent nahm der durchschnittlich verwendete WACC in diesem Jahr ab und erreichte mit 6,9 Prozent den niedrigsten Wert seit Veröffentlichung der Kapitalkostenstudie. Die rückläufige Entwicklung in den vergangenen Jahren setzte sich damit fort und wurde im Wesentlichen getrieben durch einen stark sinkenden Basiszinssatz, der

durch den korrespondierenden Anstieg der Marktrisikoprämien nicht vollständig kompensiert werden konnte. (Abbildung 15)

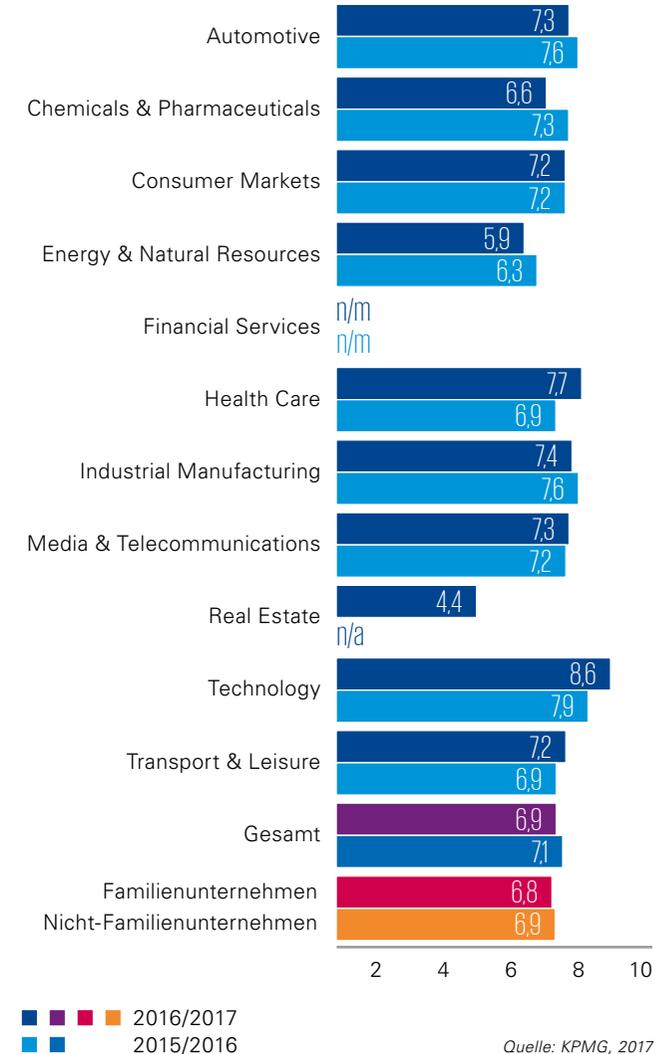
Allerdings war der Rückgang im WACC nicht einheitlich über alle Branchen zu beobachten. Während die durchschnittlich angesetzten Kapitalkosten zwar insgesamt geringfügig sanken, stiegen sie dagegen in nahezu der Hälfte der Branchen an. Den stärksten Zuwachs mit 0,8 bzw. 0,7 Prozentpunkten verzeichneten die Bereiche **Health Care** bzw. **Technology** auf 7,7 Prozent bzw. 8,6 Prozent. Den stärksten Rückgang des WACC mit 0,7 Prozentpunkten verzeichnete in diesem Jahr der Bereich **Chemicals & Pharmaceuticals** auf 6,6 Prozent. (Abbildung 16)

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



Quelle: KPMG, 2017

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



Quelle: KPMG, 2017

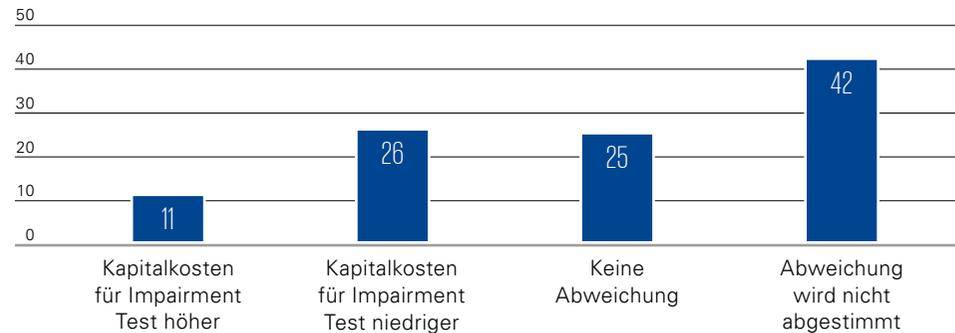
© 2017 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative, einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

Innerhalb der Branchen zeigten sich insbesondere Unterschiede in den Bereichen **Consumer Markets** und **Media & Telecommunications**. So wurde der WACC in den Teilbereichen **Consumer Markets** und **Retail** mit 7,6 Prozent bzw. 6,4 Prozent angesetzt sowie in den Untergruppen **Media** und **Telecommunications** mit 7,8 Prozent bzw. 5,7 Prozent.

Hinsichtlich des angesetzten WACC waren keine signifikanten Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen zu beobachten.

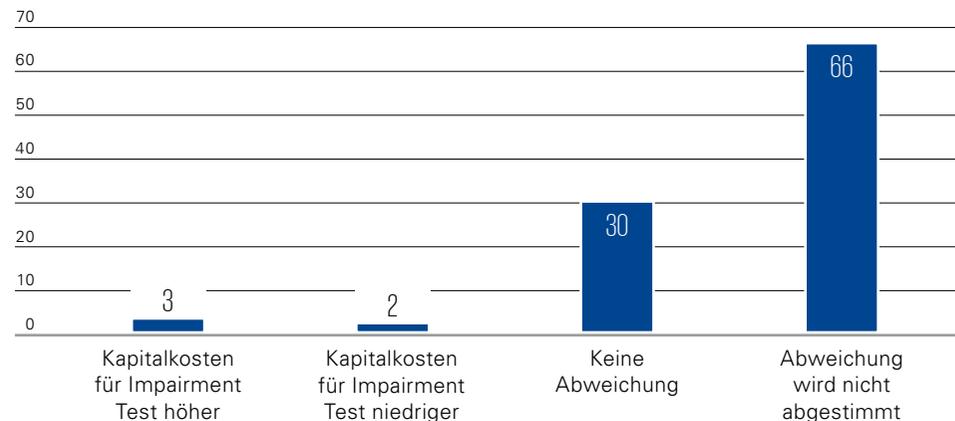
In der Vergangenheit haben die Studienergebnisse gezeigt, dass die Studienteilnehmer abweichende Kapitalkosten bei unterschiedlichen Bewertungsanlässen verwenden. Grundsätzlich sollten dabei die abgeleiteten Kapitalkosten zumindest auf konsistenten Konzepten beruhen. Dennoch haben nur 58 Prozent einen Abgleich zwischen Impairment Test und M&A-Transaktionen/Investitionsentscheidungen vorgenommen (Vorjahr: 62 Prozent). Eine Abstimmung mit den Kapitalkosten für Bewertungen im Rahmen steuerlicher Zwecke erfolgte sogar nur bei insgesamt 34 Prozent (Vorjahr: 40 Prozent). (Abbildung 17 und 18)

17 Abweichung Kapitalkosten bei M&A-Transaktionen und Investitionsentscheidungen Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

18 Abweichung Kapitalkosten bei steuerlichen Bewertungen Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

Abbildung 19 auf der Vorseite zeigt für die USA und die Eurozone die Differenz zwischen den jeweiligen Zentralbankzinsen, Fed Funds Target Rate (USA) bzw. Repoziins (Eurozone), und dem jeweiligen adjustierten Trendwachstum. Empirisch liegt der Zentralbankzins im Mittel leicht unterhalb des Trendwachstums, im Einklang mit den Ergebnissen der neoklassischen Wachstumstheorie. Das Trendwachstum wird geschätzt auf Basis langfristiger durchschnittlicher Wachstumsraten.

Im Hinblick auf die kommenden Quartale wird sich oben genanntes Bewertungsproblem zumindest abmildern: Vor dem Hintergrund sich verbessernder ökonomischer Rahmenbedingungen erwarten wir eine Normalisierung der Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks. Im Zuge dessen werden auch die Zinsen für risikofreie Anlagen wieder langsam ansteigen.

Auch die in den letzten Jahren zweifelsohne gestiegenen politischen Unsicherheiten, vor allem der Zulauf zu populistischen Parteien weltweit, erschweren die Aktien(markt)bewertung, auch deshalb, weil ihre ökonomischen Implikationen oft nur schwer abzuschätzen sind. Aus unserer Sicht verdient das Risiko der Deglobalisierung, also des potenziellen Anstiegs von Handels- und Migrationshemmnissen, die größte Aufmerksamkeit. Deglobalisierung ist für sich genommen wachstumshemmend, da sie sich negativ auf die internationale Arbeitsteilung und damit auf das Produktivitätswachstum auswirkt. Insofern wäre der Bewertungseffekt negativ. Ein Rückgang des internationalen Handels wäre aber auch inflationsfördernd. Einerseits, weil sich aufgrund des geringeren Produktivitätswachstums die Lücke zwischen gesamtwirtschaftlichem Angebot und Nachfrage schneller schließt, andererseits unmittelbar wegen gesteigener administrativer Preise in Form von Zöllen. Die Auswirkungen auf den Diskontierungssatz sind somit ex ante nicht eindeutig. Der Realzins würde sinken, die Inflationsprämie aber steigen.

Letztlich ist auch das zunehmende Tempo technologischer Innovationen in seiner Wirkung auf die Bewertung von Eigenkapital nicht eindeutig. Die „schöpferische Kraft der Zerstörung“ (neudeutsch: Disruption) führt auf Einzelwertebene zu Gewinnern und Verlierern. Da diese in einem sich schnell wandelnden Umfeld nur schwer zu identifizieren sind, könnte man argumentieren, dass eine höhere Risikoprämie gerechtfertigt wäre. Sollte die sich aktuell abzeichnende vierte industrielle Revolution aber gesamtwirtschaftlich zu Produktivitätsgewinnen führen, würde sich dies in Diskontierungsmodellen auf Gesamtmarktebene über einen Anstieg des zu erwartenden Zahlungsstroms positiv auswirken. Der Effekt auf den Diskontierungssatz (höherer Realzins, niedrigere Inflationsprämie) wäre ex ante unklar. Derzeit und für manche überraschend gibt es bisher jedoch noch keine Anzeichen für einen strukturellen Anstieg im gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstum.

„In Anbetracht der aktuellen Herausforderungen – niedrige Zinsen, politische Unsicherheiten, technologischer Wandel – behalten Vergleiche mit historischen Bewertungsvielfachen ihre Rolle als wichtiger Bewertungsanker, um zumindest das Vorzeichen von Fehlbewertungen richtig einschätzen zu können.“

Stefan Hofrichter

Managing Director, Head of Global Economics & Strategy,
Allianz Global Investors GmbH

3.2 Risikoloser Basiszinssatz

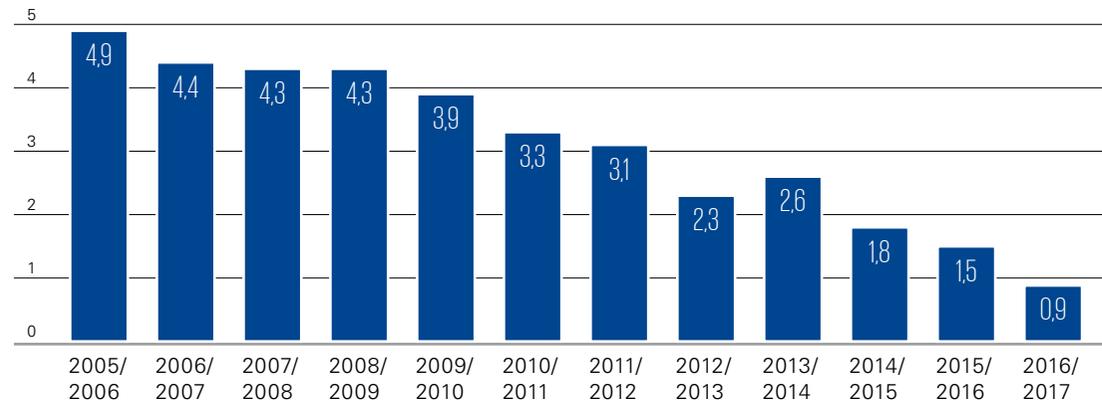
Der rückläufige Trend beim durchschnittlich angesetzten langfristigen risikolosen Basiszinssatz hat sich in diesem Jahr weiter fortgesetzt. Der von den Studienteilnehmern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz durchschnittlich angesetzte Basiszinssatz verringerte sich auf nunmehr 0,9 Prozent und erreichte damit zum ersten Mal seit Veröffentlichung der Kapitalkostenstudie ein Niveau von unter einem Prozent (2015/2016: 1,5 Prozent). (Abbildung 20)

Die Zinsstrukturkurven im Euroraum sowie in der Schweiz waren weiter rückläufig und das Zinsniveau in Europa verminderte sich nunmehr im vierten Jahr auf ein jeweils neues historisch niedriges Niveau. Allerdings schien zum Zeitpunkt der Studiererstellung ein leichter Anstieg der langfristigen Zinssätze beobachtbar.

Getrieben von den rückläufigen Zinsstrukturkurven verringerte sich der angesetzte risikolose Basiszinssatz der Unternehmen in Deutschland und Österreich um 0,6 Prozentpunkte auf 0,9 Prozent. In der Schweiz betrug der Rückgang 0,5 Prozentpunkte auf lediglich 0,8 Prozent.

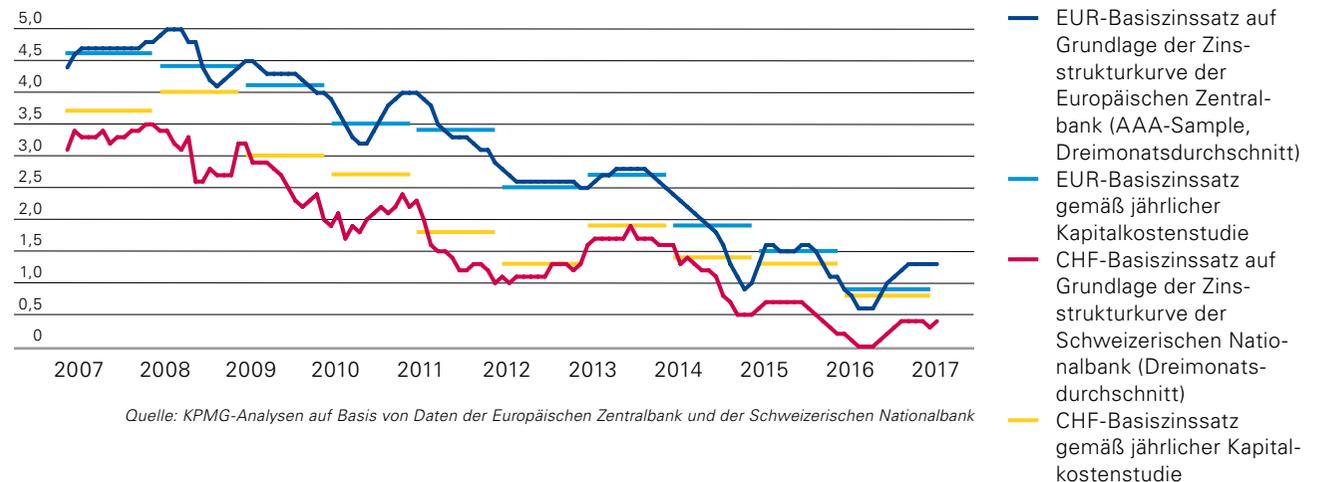
Aufgrund des stärkeren Rückgangs des durchschnittlich verwendeten Basiszinssatzes in Deutschland und Österreich hat sich die Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen weiter verringert und beträgt nunmehr 0,1 Prozentpunkte (Vorjahr: 0,2 Prozentpunkte). (Abbildung 21; Abbildung 22, Seite 32)

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



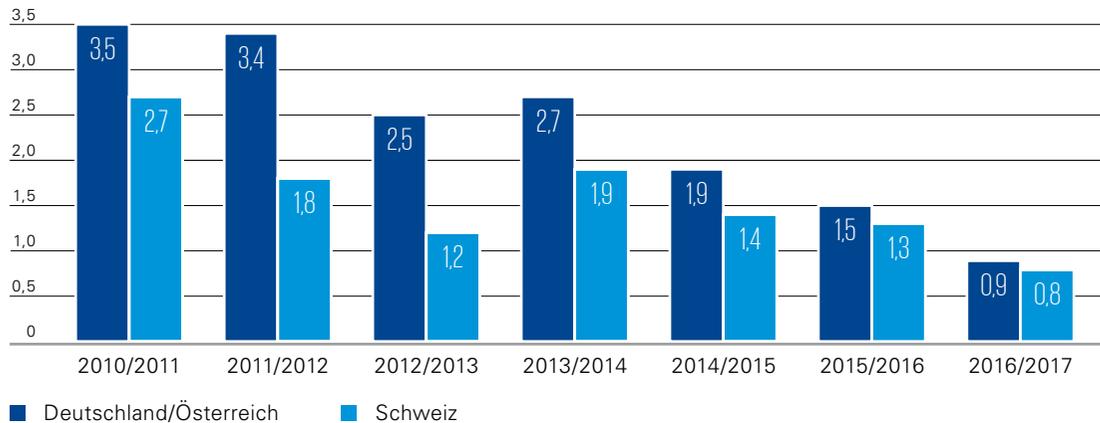
Quelle: KPMG, 2017

21 **Zinsstrukturkurve**
Europäische Zentralbank versus Schweizerische Nationalbank (Angaben in Prozent)



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

22 Durchschnittlich verwendeter Basiszinssatz Deutschland/Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)

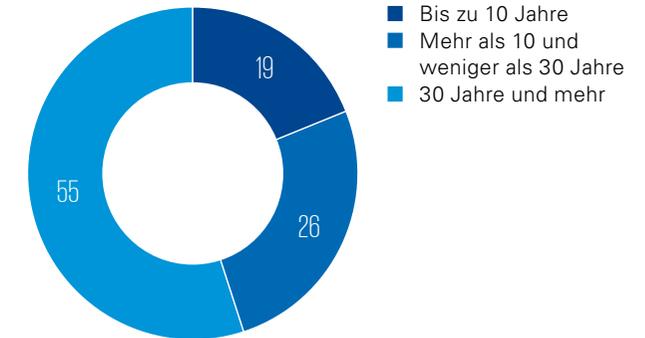


Quelle: KPMG, 2017

Bei der Analyse des angesetzten risikolosen Zinssatzes sind insbesondere auch die unterschiedlichen Laufzeiten der zugrunde liegenden Staatsanleihen bzw. 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.

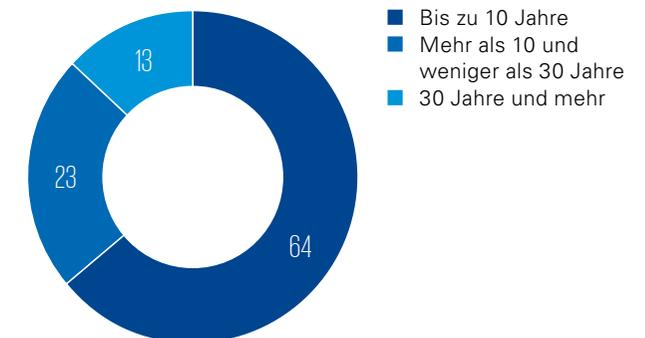
Diesem Grundsatz sind im Beobachtungszeitraum knapp die Hälfte (48 Prozent) aller Studienteilnehmer (Vorjahr: 45 Prozent) gefolgt und verwendeten für die Ableitung der Basiszinssätze Staatsanleihen bzw. Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von 30 Jahren oder mehr. In Deutschland und Österreich wurde dieses Vorgehen mit 55 Prozent am häufigsten angewandt. Im Gegensatz dazu verwendeten die teilnehmenden Unternehmen aus der Schweiz vorrangig Staatsanleihen bzw. Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von höchstens zehn

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



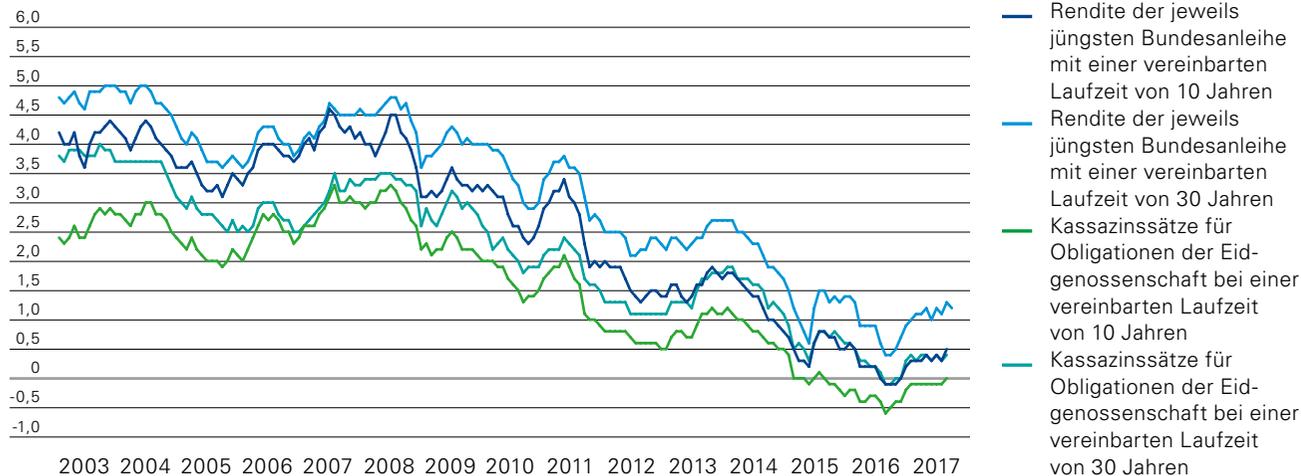
Quelle: KPMG, 2017

24 Ableitung Basiszinssatz Schweiz Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

25 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

Jahren. Nach einem Vorjahreswert von 59 Prozent ist der Anteil der Schweizer Unternehmen mit dieser Verfahrensweise in diesem Jahr auf 64 Prozent gestiegen. (Abbildung 23 und 24, Seite 32)

Die Abbildung 25 zeigt die durchschnittlichen Renditeunterschiede von Bundesanleihen Deutschlands und der Schweiz, die sich bei Verwendung von zehnjährigen gegenüber dreißigjährigen Anleihen ergeben.

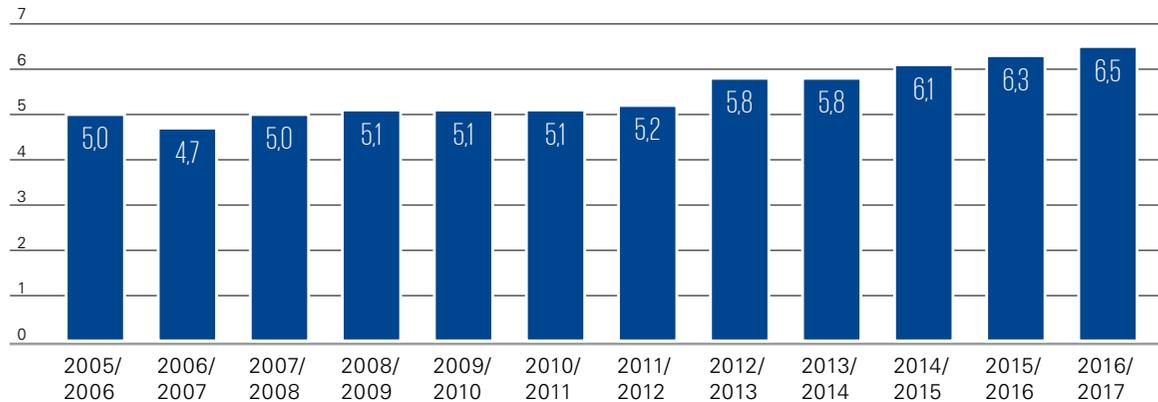
3.3 Marktrisikoprämie

Bei der Ableitung der Marktrisikoprämie ist grundsätzlich auf die Preisbildung der Kapitalmarktteilnehmer abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren im Vergleich zu einer Investition in risikolose Anlagen ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen. Die Marktrisikoprämie stellt die über den risikolosen Basiszinssatz hinaus geforderte Rendite eines Investors für das Halten eines Marktportfolios dar. Sie ist Bestandteil der Gesamrendite des Investors, die mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Capital Asset Pricing Model) erklärt wird.

Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Marktrisikoprämie kann durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in ein repräsentatives Marktportfolio – bestehend aus risikobehafteten Unternehmensanteilen (Aktien) – und risikolosen Anlagen erfolgen und sowohl auf historischen als auch zukunftsorientierten Daten basieren. Die Marktrisikoprämie ist somit kein am Kapitalmarkt unmittelbar beobachtbarer Parameter.

Im historischen Zeitablauf bewegte sich die durchschnittlich angesetzte Marktrisikoprämie der Unternehmen bis zum Jahr 2011/2012 innerhalb eines relativ stabilen Korridors von 5,0 bis 5,2 Prozent. Aufgrund der damaligen Wirtschafts- und Finanzkrise sowie der Staatsschuldenkrise 2012 und der einhergehenden gestiegenen Risikoaversion stiegen die geforderten Risikoprämien ab dem Jahr 2012/2013 an.

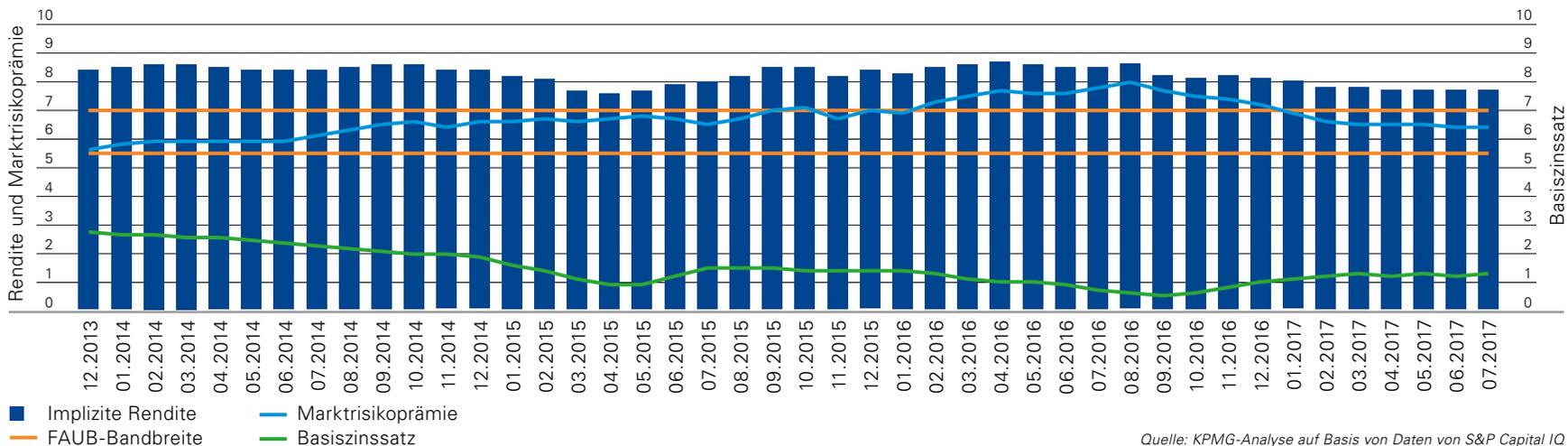
26 Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie im Zeitablauf Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

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 wird empfohlen, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern an einer Bandbreite von 5,5 Prozent bis 7,0 Prozent zu orientieren. Ausgehend von der empfohlenen Bandbreite des FAUB sollten grundsätzlich eigene Analysen zur Ableitung der Marktrisikoprämie stattfinden.

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



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

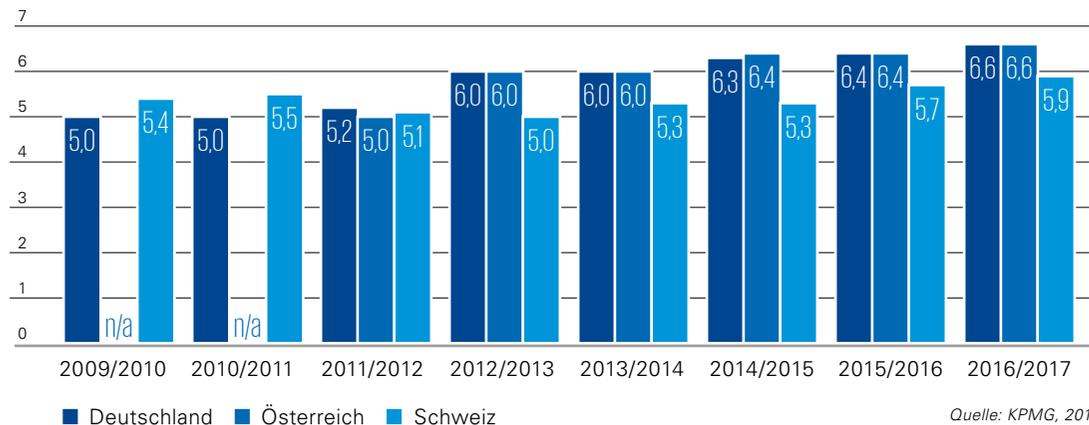
Vor diesem Hintergrund kam es bei den Teilnehmern ausgehend von der maßgeblichen Gesamtrenditebetrachtung zu einem erneuten Anstieg der Marktrisikoprämie um 0,2 Prozentpunkte, woraus eine durchschnittlich angesetzte Marktrisikoprämie von nunmehr 6,5 Prozent resultiert, die den weiterhin rückläufigen Basiszinssatz zumindest teilweise kompensiert. (Abbildung 26, Seite 34)

Diese Entwicklung deckt sich auch mit den am Markt beobachtbaren impliziten Renditen börsennotierter Unternehmen in Deutschland. Während das Zinsniveau in Europa nunmehr im sechsten Jahr auf einem historisch niedrigen Niveau verharrt, liegt die Marktrisikoprämie als Differenz aus Aktienrenditen und Basiszins weiterhin auf hohem Niveau oberhalb langfristiger historischer Durchschnitte. (Abbildung 27, Seite 34)

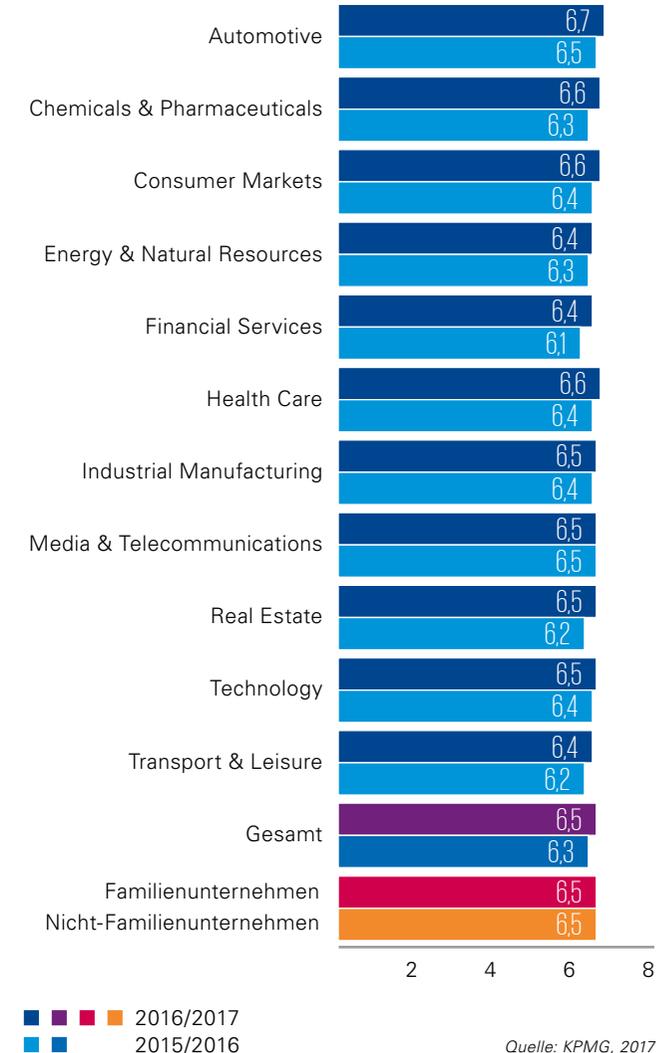
„Implizite Marktrisikoprämien stellen einen geeigneten Ansatz zur Konkretisierung von Bandbreiten dar, die aus historischen Analysen zur Marktrisikoprämie abgeleitet werden. Sie sind ein wesentliches Element, um das Postulat der Zukunftsbezogenheit bei der Ableitung aller Kapitalkostenparameter zu erfüllen.“

Stefan Schöniger
Partner, KPMG in Deutschland

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



29 Durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie nach Branchen
(Angaben in Prozent)



© 2017 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative, einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

Der Anstieg der durchschnittlich angewandten Markt- risikoprämie ließ sich für alle drei Länder gleicher- maßen beobachten. Sie stieg jeweils um 0,2 Pro- zentpunkte und erreichte in Deutschland und Österreich 6,6 Prozent (Vorjahr: 6,4 Prozent), in der Schweiz 5,9 Prozent (Vorjahr: 5,7 Prozent). (Abbil- dung 28, Seite 35)

Aufgrund der Definition der Markt- risikoprämie als branchenunabhängiger Parameter sollten bei der Betrachtung einzelner Branchen keine wesentlichen Unterschiede zu erkennen sein. Die von den Studien- teilnehmern zugrunde gelegten Markt- risikoprämien lagen dementsprechend in einer engen Bandbreite

von 6,4 bis 6,7 Prozent, wobei der Bereich **Auto- motive** das obere, die Bereiche **Financial Services**, **Energy & Natural Resources** sowie **Transport & Leisure**, ausgehend von einem geringeren Niveau, das untere Ende der Bandbreite bildeten. (Abbil- dung 29, Seite 35)

Insgesamt gaben in diesem Jahr 82 Prozent der deutschen Studienteilnehmer an, dass sie eine Markt- risikoprämie von 6,01 bis 7,00 Prozent heran- gezogen haben, wobei der überwiegende Teil die- ser Unternehmen eine Markt- risikoprämie zwischen 6,75 und 7,00 Prozent ansetzte. (Abbildung 30)

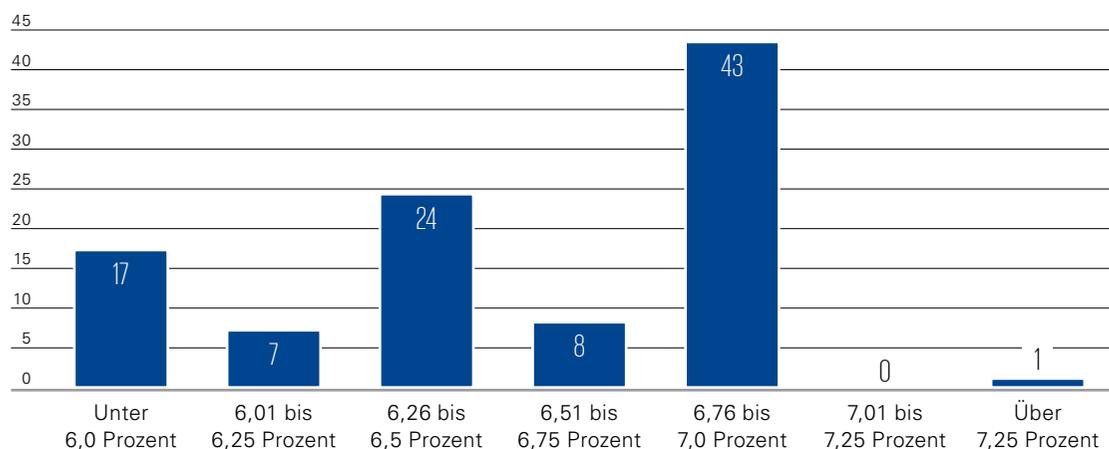
3.4 Betafaktor

Der Betafaktor ist ein weiterer wesentlicher Be- standteil bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten. Gemäß dem CAPM setzt sich der – neben dem Basiszinssatz – zu berücksichtigende Risikozuschlag aus der allgemeinen Markt- risikoprämie und dem unternehmensspezifischen Betafaktor zusammen.

Der Betafaktor drückt aus, wie stark ein individueller Titel gemessen an einem vergleichbaren Marktport- folio schwankt. Er stellt also das bewertungsrele- vante, unternehmensspezifische Risiko in Bezie- hung zum allgemeinen Markt- risiko dar.

Die Schwierigkeit bei der Ermittlung des künftigen Betafaktors lässt sich auf folgende Aspekte zurück- führen: In der Praxis stellen historische Renditen regelmäßig den Ausgangspunkt zur Ermittlung des zukunftsorientierten Betafaktors für Bewertungs- zwecke dar. Des Weiteren gibt es bereits bei der Erhebung der historischen Betafaktoren verschie- dene Hürden – zum Beispiel dadurch, dass Cash Generating Units (CGUs) als zu bewertende Einhei- ten im Rahmen des Impairment Test in der Regel nicht börsennotiert sind. Demnach können für die CGU auch keine Betafaktoren direkt aus dem Kapi- talmarkt abgeleitet werden. Deshalb bedient man sich in der Praxis einer Gruppe vergleichbarer, an der Börse notierter Unternehmen – einer sogenann- ten Peer Group –, um das unternehmensspezifische Risiko der CGU mithilfe von Kapitalmarktdaten zum jeweiligen Stichtag bestmöglich abzubilden.

30 Verteilung der angesetzten Markt- risikoprämie deutscher Unternehmen
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

Sind die einzelnen CGUs unterschiedlichen operativen Risiken ausgesetzt, sollte für jede CGU eine individuelle Peer Group herangezogen werden, um das unterschiedliche Risikoprofil der einzelnen CGUs adäquat abzubilden.

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.

Insgesamt lag der Anteil der Studienteilnehmer, die eine Peer Group zur Ableitung eines risikoadäquaten

Betafaktors verwendet haben, bei 93 Prozent (Fair Value less Costs of Disposal) bzw. bei 86 Prozent (Value in Use) und bewegte sich mit geringfügigen Änderungen auf dem Niveau des Vorjahres (93 bzw. 83 Prozent).

Neben der Verwendung einer Peer Group zur Bestimmung des Betafaktors können Alternativen herangezogen werden, die geeignet sind, das operative Risiko von CGUs unmittelbar aus Markt- und Unternehmensdaten abzuleiten (wir verweisen hierzu auf die Schwerpunktthemen in der aktuellen sowie der letztjährigen Studie). Solche Ansätze finden in der Bewertungspraxis zunehmend Berücksichtigung.

Die Anwendung von Betafaktoren des bilanzierenden Konzerns bzw. der bilanzierenden Gesellschaft für den Impairment Test einer CGU ist nur dann sachgerecht, wenn das operative Risiko der CGU mit dem des Konzerns übereinstimmt. Bei börsennotierten Unternehmen sollte zudem der Aktienkurs keinen signifikanten Schwankungen unterliegen, die nicht mit dem Risikoprofil des Unternehmens im Zusammenhang stehen. Den Betafaktor der bilanzierenden Gesellschaft setzte laut Studienergebnissen in diesem Jahr mit 12 Prozent (Value in Use) bzw. 4 Prozent (Fair Value less Costs of Disposal) etwa der gleiche Anteil der teilnehmenden Unternehmen wie im Vorjahr an.

Unverändert finden Branchen-Betafaktoren kaum Anwendung. Insgesamt wurde dieser Ansatz von 2 Prozent beim Value in Use bzw. 3 Prozent beim Fair Value less Costs of Disposal (Vorjahr: 4 bzw. 3 Prozent) zugrunde gelegt. (Abbildung 31)

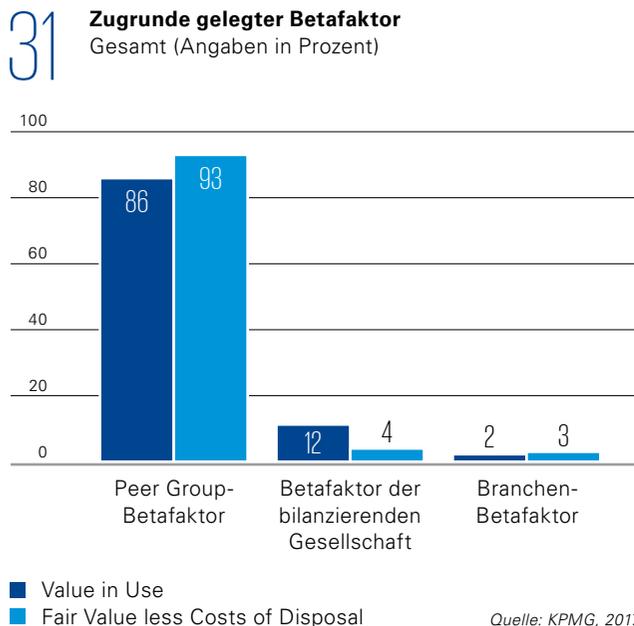
Unverschuldete Betafaktoren

Der unverschuldete Betafaktor bildet bei der Ermittlung der Kapitalkosten das systematische operative Risiko ab. Gegenüber dem Vorjahr stieg der unverschuldete Betafaktor leicht auf 0,86 an (2015/2016: 0,85). (Abbildung 33, Seite 38)

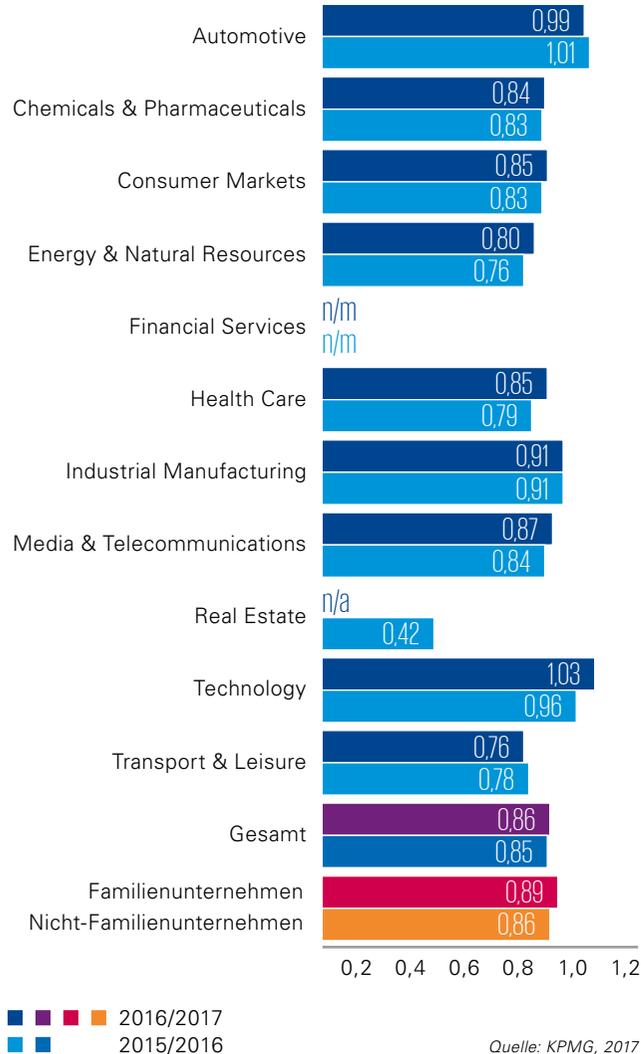
Während in den meisten Branchen ein moderater Anstieg zu beobachten war, stieg im Bereich **Technology** der zugrunde gelegte unverschuldete Betafaktor sogar um 0,07 auf 1,03 und ist damit der im Branchenvergleich höchste angesetzte Wert. Gründe hierfür könnten insbesondere in den Herausforderungen der Unternehmen durch die Digitalisierung liegen.

Im Gegensatz dazu kam es in den Bereichen **Automotive** bzw. **Transport & Leisure** zu einem Rückgang der unverschuldeten Betafaktoren um jeweils 0,02 auf 0,99 bzw. 0,76. (Abbildung 32, Seite 38)

Innerhalb der Branchen zeigte sich insbesondere im Bereich **Media & Telecommunications** eine Differenzierung. Während die gesamte Branche einen unverschuldeten Betafaktor von 0,87 aufwies, ergaben sich für die Teilbereiche **Media** bzw. **Telecommunications** Werte von durchschnittlich 0,94 bzw. 0,67.



32 Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren nach Branchen



„Der höhere unverschuldete Betafaktor bei Familienunternehmen ist insbesondere auf den abweichenden Branchenmix bei Familien- versus Nicht-Familienunternehmen zurückzuführen. So sind überdurchschnittlich viele der teilnehmenden Familienunternehmen in den Branchen Automotive und Industrial Manufacturing aktiv.“

Dr. Vera-Carina Elter

Partner, Bereichsvorstand Familienunternehmen, KPMG in Deutschland

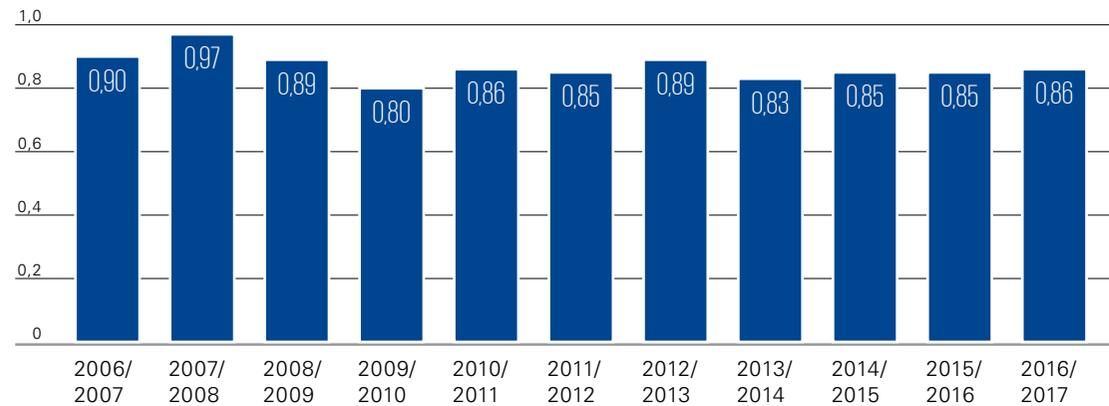
Verschuldeter Betafaktor

Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung. Die Teilnehmer verwendeten in diesem Jahr einen verschuldeten Betafaktor von 1,03 (Vorjahr: 0,99). Bei einer geringfügig gesunkenen Fremdkapitalquote ist der Anstieg vorrangig auf den höheren unverschuldeten Betafaktor sowie die gesunkenen Fremdkapitalkosten zurückzuführen. (Abbildung 34, Seite 39)

Da es sich beim Betafaktor um ein relatives Risikomaß handelt, sollte der Durchschnitt über alle verschuldeten Betafaktoren des Marktes einen Wert von 1,00 annehmen. Wie in den letzten Jahren wird

33 Durchschnittlich verwendete unverschuldete Betafaktoren im Zeitablauf

Gesamt



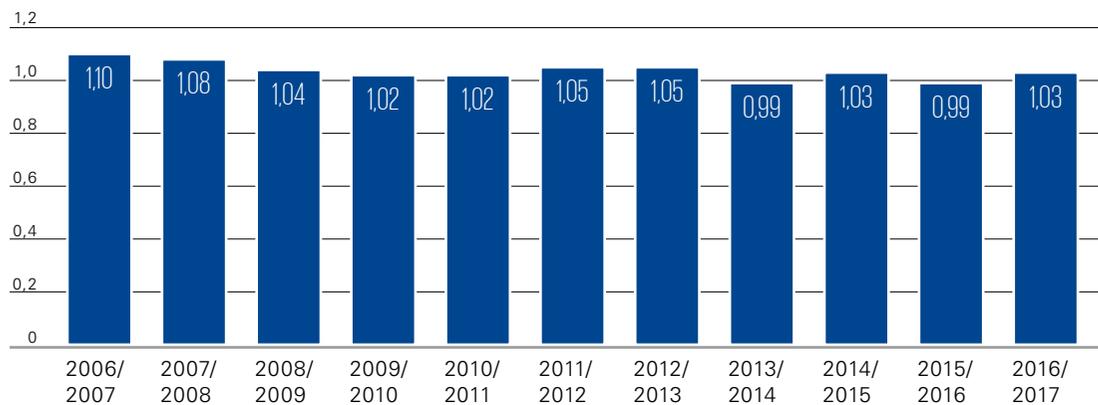
deutlich, dass sich die erhobenen Daten innerhalb einer Bandbreite nahe des theoretisch korrekten Werts bewegen. Die durchgeführten empirischen Erhebungen dieser Studie repräsentieren folglich hinreichend den Gesamtmarkt. Hieraus lässt sich schließen, dass bei den Impairment Tests zumindest im Durchschnitt keine systematische Unter- oder Überschätzung des Betafaktors und damit des systematischen Risikos vorliegt.

Innerhalb der Branchen kam es mehrheitlich zu einem Anstieg des verschuldeten Betafaktors. Der höchste Zuwachs ergab sich mit einem Plus von 0,19 auf 1,31 im Bereich **Technology**, der nunmehr den höchsten verschuldeten Betafaktor aufweist. Der niedrigste verwendete Wert lag in diesem Jahr bei 0,88 im Bereich **Health Care**. (Abbildung 35)

Innerhalb des Bereichs **Financial Services** kam es im Teilbereich **Banking** im Vergleich zum Vorjahr zu einem Anstieg des verschuldeten Betafaktors von 1,02 auf 1,09. Im Teilbereich **Insurance** war sogar ein Anstieg von 1,03 auf 1,13 beobachtbar. Der niedrigere verschuldete Betafaktor von 1,07 im Bereich **Financial Services** resultiert aus Unternehmen im Teilbereich **Other Financial Services**, die niedrigere Werte angesetzt haben.

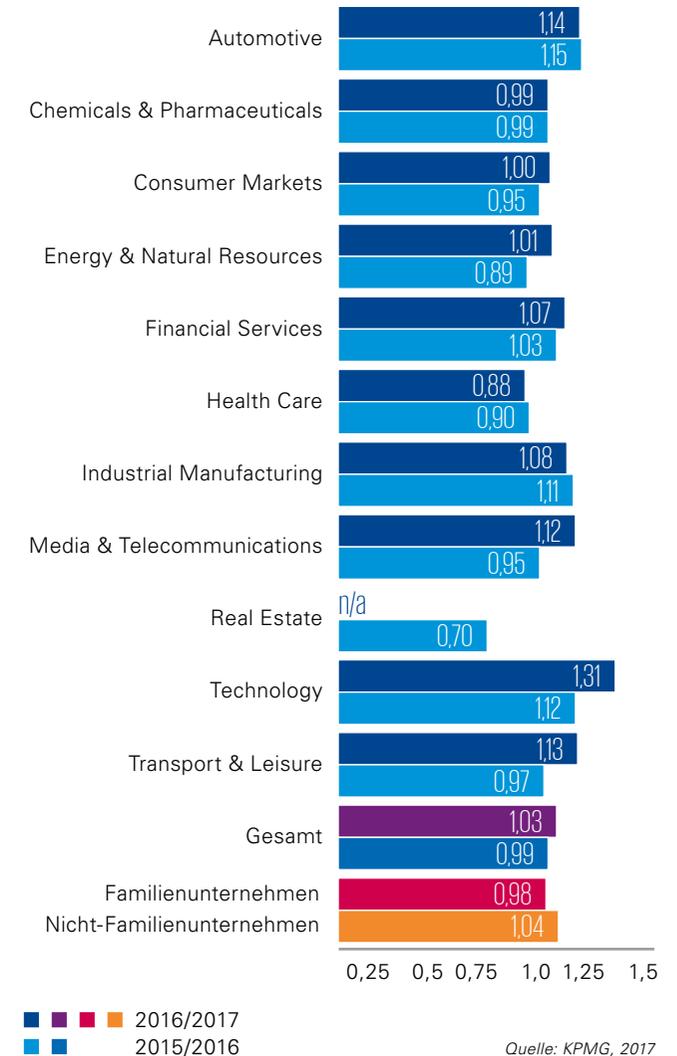
Während bei Familienunternehmen der angesetzte unverschuldete Betafaktor über dem Betafaktor der Nicht-Familienunternehmen lag, kehrte sich das Bild beim verschuldeten Betafaktor um. Ursächlich hierfür war insbesondere der von Familienunternehmen deutlich niedriger angesetzte Verschuldungsgrad (vergleiche Seite 49).

34 Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren im Zeitablauf Gesamt



Quelle: KPMG, 2017

35 Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren nach Branchen



Quelle: KPMG, 2017

© 2017 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative, einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

3.5 Eigenkapitalkosten

Die verschuldeten Eigenkapitalkosten ergeben sich nach dem CAPM aus dem risikolosen Basiszins sowie dem Risikozuschlag, der aus Marktrisikoprämie und verschuldetem Betafaktor besteht.

Im Vergleich zum Vorjahr sind die durchschnittlich verschuldeten Eigenkapitalkosten der teilnehmenden Unternehmen erneut gesunken und befanden sich auf einem historisch niedrigen Niveau von 8,0 Prozent (Vorjahr: 8,2 Prozent). Dieser Rückgang resultierte aus den auf den Vorseiten beschriebenen Veränderungen der einzelnen Parameter. Im Ergebnis wurde der weitere Rückgang des risikolosen Basiszinses durch den Anstieg der Markt-

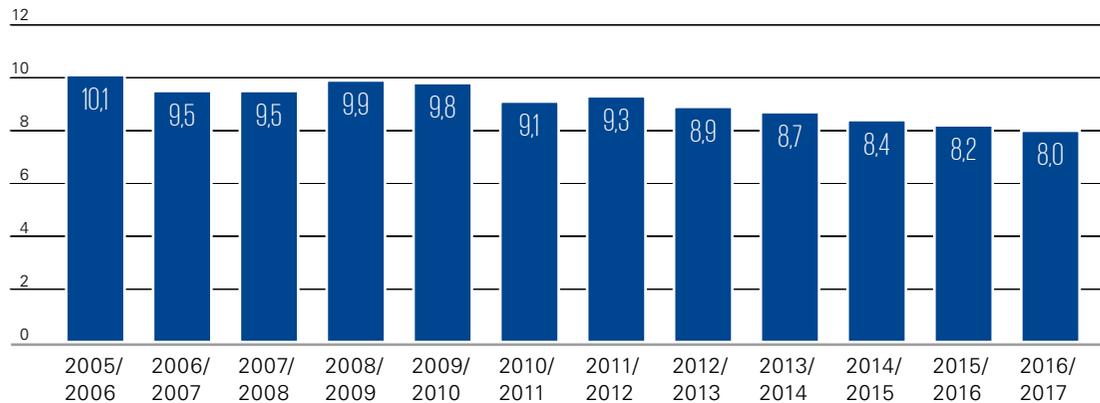
risikoprämie und des verschuldeten Betafaktors nur teilweise kompensiert, sodass sich letztlich ein Eigenkapitalkosten reduzierender Effekt ergab. (Abbildung 36)

Bei der Betrachtung der branchenspezifischen Eigenkapitalkosten zeigte sich eine heterogene Entwicklung. So war in den Bereichen **Transport & Leisure, Technology, Media & Telecommunications** sowie **Financial Services** ein deutlicher Abwärtstrend zu beobachten. In den Bereichen **Energy & Natural Resources** und **Health Care** kam es dagegen zu einem Anstieg der Eigenkapitalkosten. Lediglich im Bereich **Consumer Markets** blieben die Eigenkapitalkosten konstant. (Abbildung 37, Seite 41)

„In den angesetzten Eigenkapitalkosten nach Branchen wird die bisher noch in der Bewertungspraxis vorherrschende vergangenheitsorientierte Erhebung von Risiken besonders deutlich. Insbesondere die Branchen, für die die größten Veränderungen in ihren Geschäftsmodellen erwartet werden, setzen derzeit die geringsten Eigenkapitalkosten an. Dies verdeutlicht, dass Risiken nicht vergangenheitsorientiert, sondern prospektiv auf Basis von Planungen abgeleitet werden sollten.“

Dr. Marc Castedello
Partner, KPMG in Deutschland

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

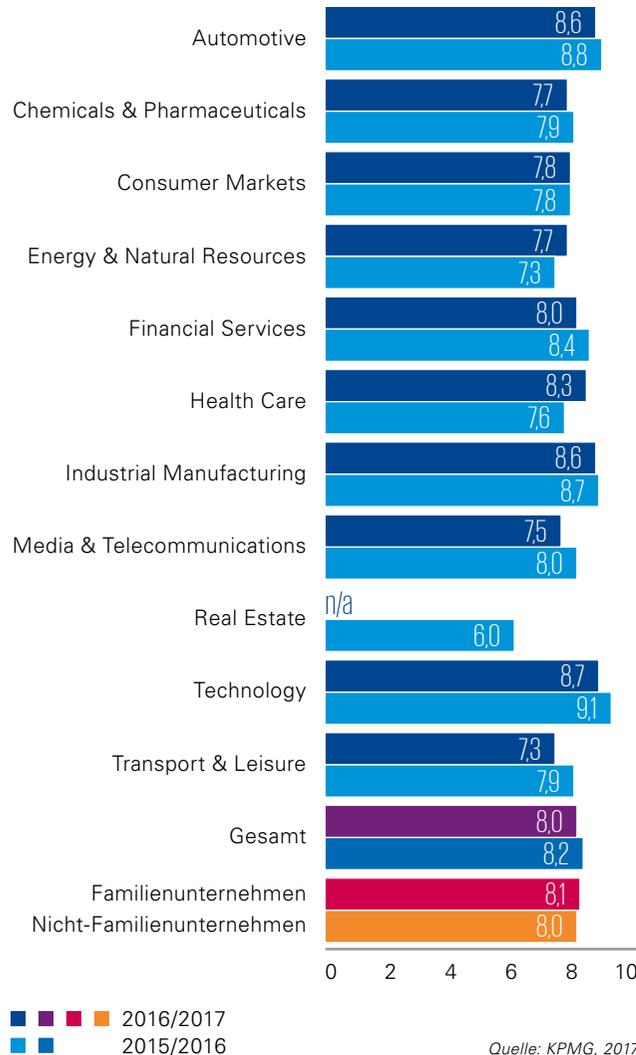


Quelle: KPMG, 2017

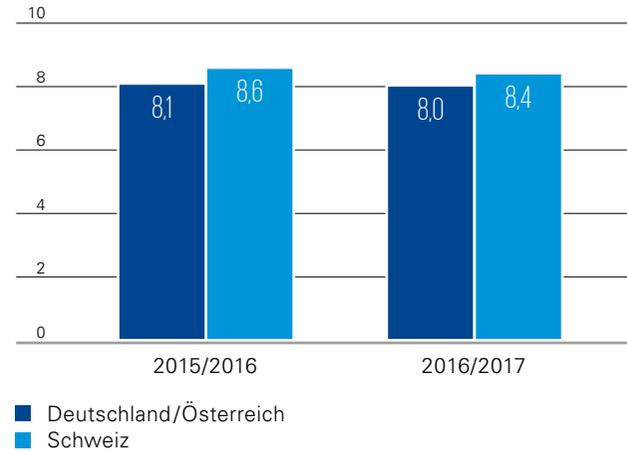
Bei den angesetzten Eigenkapitalkosten war zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen kein signifikanter Unterschied zu erkennen. Dies ist letztlich auch darin begründet, dass beide Unternehmensgruppen die Kapitalkosten weitgehend auf Basis börsennotierter Vergleichsunternehmen ermittelten.

Die durchschnittlich verwendeten verschuldeten Eigenkapitalkosten von Unternehmen in Deutschland sowie Österreich und der Schweiz lagen mit 8,0 Prozent und 8,4 Prozent ebenfalls leicht unter dem Vorjahr. (Abbildung 38, Seite 41)

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



38 Durchschnittlich verwendete verschuldete Eigenkapitalkosten Deutschland/Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)



3.6 Weitere Risikozuschläge

In der diesjährigen Studie haben mit 59 Prozent der Teilnehmer deutlich mehr Unternehmen als im Vorjahr (52 Prozent) angegeben, weitere Risikozuschläge bei der Ermittlung von Kapitalkosten zu verwenden.

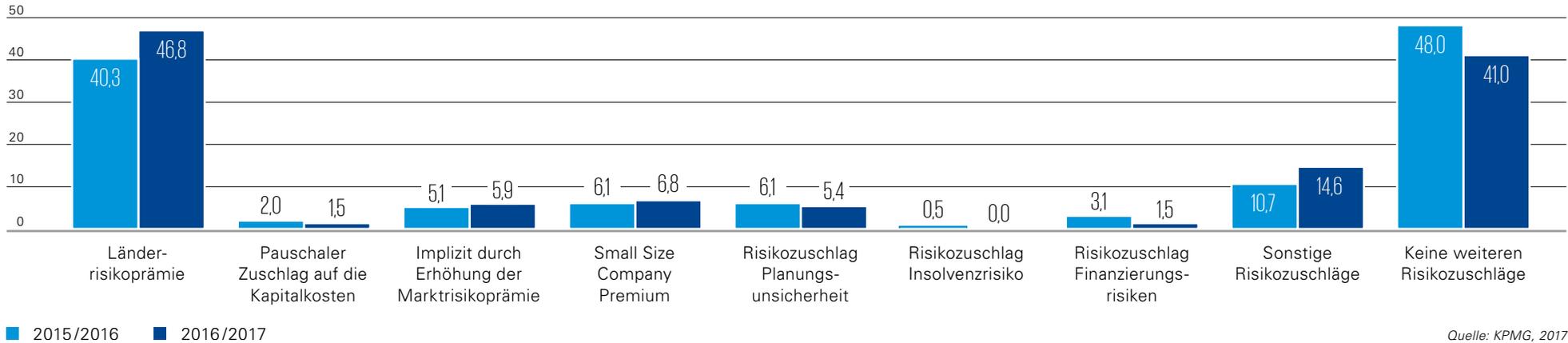
Die Anzahl der Teilnehmer, die eine Länderrisiko-prämie verwenden, stieg um 6,5 Prozentpunkte auf 46,8 Prozent. Die Länderrisiko-prämie stellt damit erneut den am häufigsten berücksichtigten Risikozuschlag dar. Begründungen für den häufigeren Ansatz könnten darin liegen, dass zum einen die Globalisierung und die Aktivitäten der Unternehmen weltweit weiter zunehmen und sich zum anderen die Einsicht durchgesetzt hat, dass in immer mehr Ländern politische Risiken bestehen.

Das Small Size Company Premium hat mit einem Anteil von 6,8 Prozent (Vorjahr: 6,1 Prozent) in diesem Jahr geringfügig an Bedeutung gewonnen, spielte aber – ähnlich wie Zuschläge für Planungsunsicherheiten und Finanzierungsrisiken – bei der Gesamtbetrachtung der möglichen Risikozuschläge eine untergeordnete Rolle. (Abbildung 39, Seite 42)

Allerdings gab es weiterhin auf Länderebene weitreichende Abweichungen bei der Anwendung und der damit zusammenhängenden Relevanz einzelner Risikozuschläge.

39

Weitere Risikozuschläge 2015/2016 versus 2016/2017 Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

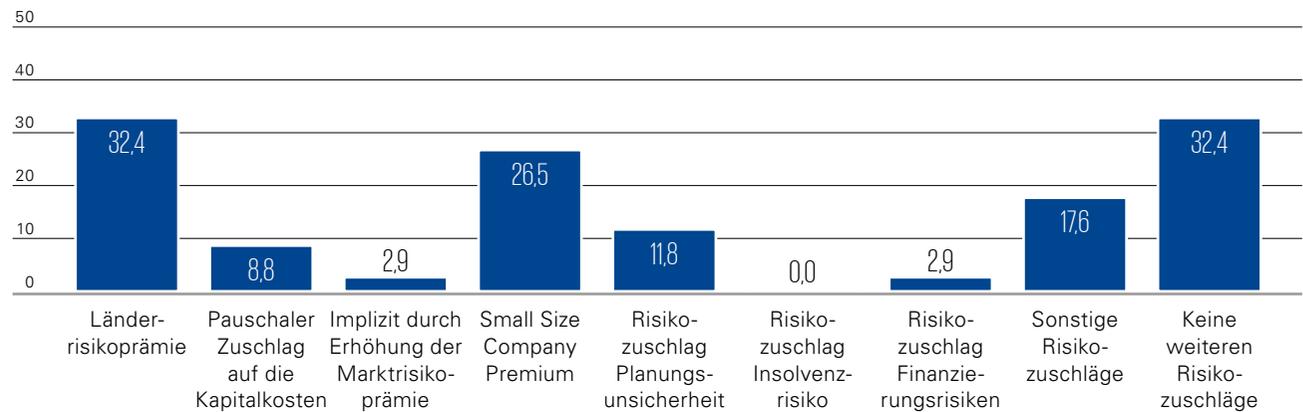
„In der Schweiz sind in Anlehnung an die internationale Bewertungspraxis weitere Risikozuschläge weit verbreitet. Bei einem Vergleich der Schweizer Kapitalkosten mit denen von Deutschland und Österreich sollten diese Risikozuschläge daher mit ins Kalkül gezogen werden.“

Johannes Post

Partner, KPMG in der Schweiz

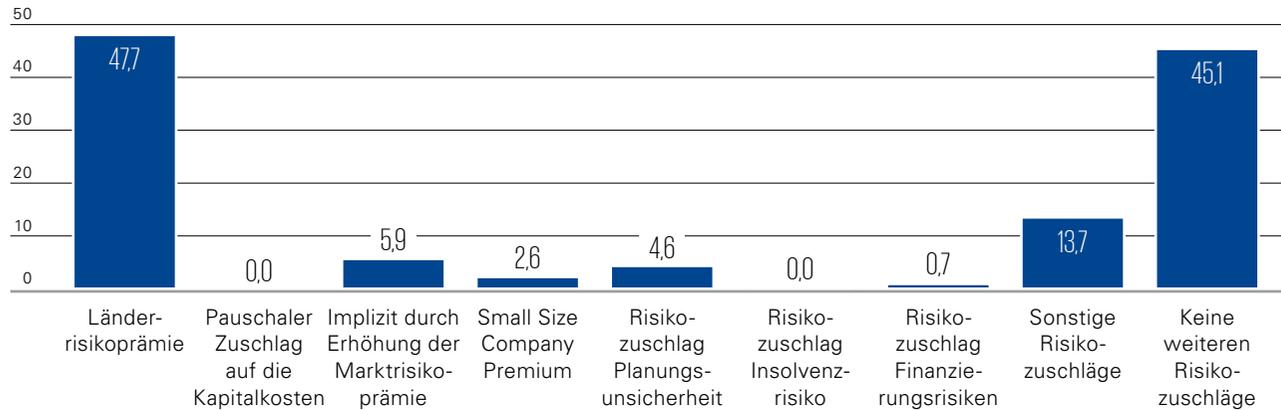
40

Weitere Risikozuschläge 2016/2017 Schweiz (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

41 Weitere Risikozuschläge 2016/2017 Deutschland (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)

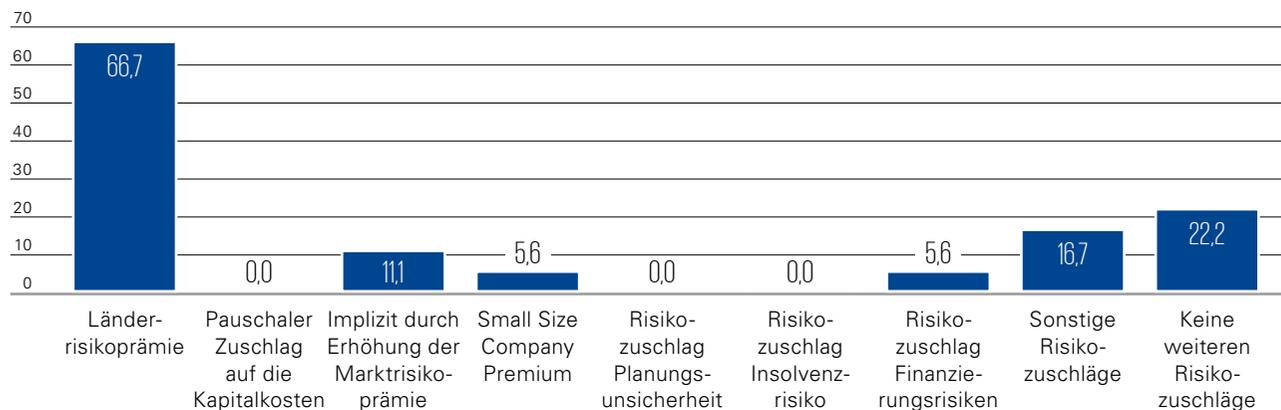


Quelle: KPMG, 2017

In Deutschland verwendeten 45,1 Prozent der Teilnehmer keine weiteren Risikozuschläge im Sinne des CAPM im Rahmen ihrer Kapitalkostenableitung (Vorjahr: 52 Prozent).

Während Unternehmen in Deutschland und Österreich mit 2,6 Prozent bzw. 5,6 Prozent vergleichsweise selten ein Small Size Company Premium berücksichtigten, lag der Anteil in der Schweiz mit 26,5 Prozent zehn Mal so hoch wie in Deutschland (Vorjahr: 24,1 Prozent). Unternehmen aus Österreich setzten mit 66,7 Prozent erneut am häufigsten Länderrisikoprämien an (Vorjahr: 68,4 Prozent). (Abbildung 40, Seite 42, sowie Abbildung 41 und 42)

42 Weitere Risikozuschläge 2016/2017 Österreich (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

3.7 Risikoabbildung in den Kapitalkosten

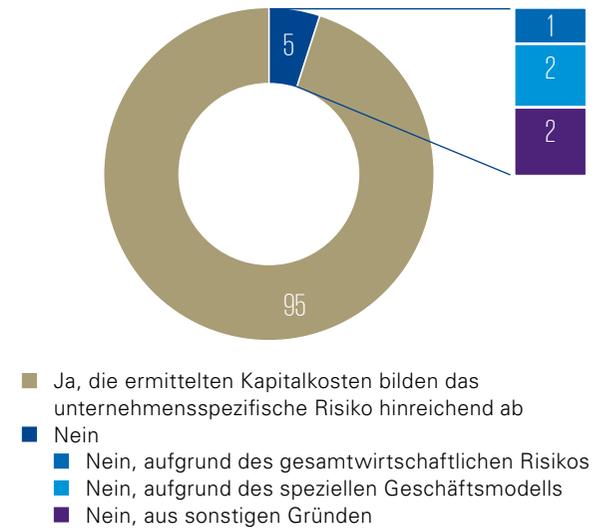
Wie in den vorherigen Kapiteln dargestellt, ist die sachgerechte Erfassung des operativen Risikos in den Kapitalkosten in der Unternehmensbewertung von zentraler Bedeutung. Die zukünftigen Plan-Cashflows sind unsicher und müssen deshalb mit ihrem Erwartungswert erfasst werden. Gleichzeitig muss das operative Risiko der Plan-Cashflows äquivalent in den Kapitalkosten reflektiert werden. Mittels etablierter Ansätze wird versucht, die operativen Risiken auf Basis von vergleichbaren Peer Groups in den Bewertungskalkülen „dem Grunde nach“ zu berücksichtigen. Die operativen Geschäftsmodelle innerhalb der einzelnen Branchen sind jedoch höchst unterschiedlich; nicht zuletzt die Digitalisierung ermöglicht gänzlich neue Geschäftsmodelle und führt zu völlig neuen Risikoprofilen der betroffenen Unternehmen.

Die Frage, ob die ermittelten Kapitalkosten das unternehmensspezifische Risiko hinreichend abbilden, bejahten allerdings 95 Prozent der an der diesjährigen Kapitalkostenstudie beteiligten Unternehmen. Von den verbleibenden 5 Prozent begründete 1 Prozentpunkt die nicht risikoadäquaten Kapitalkosten mit dem nicht vollständig abbildbaren gesamtwirtschaftlichen Risiko. Weitere 2 Prozentpunkte führten ein zu spezielles Geschäftsmodell an. Die verbleibenden 2 Prozentpunkte verwiesen auf sonstige Gründe für die unvollständige Risikoabbildung in den Kapitalkostenparametern. (Abbildung 43)

„Auch wenn 95 Prozent der teilnehmenden Unternehmen angaben, dass die Kapitalkosten das unternehmensspezifische Risiko hinreichend abbilden, stellt sich die Frage, ob das vor dem Hintergrund der makroökonomischen Unsicherheiten und dem zunehmend schnelleren Wandel von Geschäftsmodellen auch zukünftig so sein wird.“

Dr. Klaus Mittermair
Partner, KPMG in Österreich

43 Würdigung des unternehmensspezifischen Risikos in den Kapitalkosten
Gesamt (Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: KPMG, 2017

cke notwendige Erwartungswert der zukünftigen Cashflows ermitteln und beispielsweise mit Peer Group-Benchmarks plausibilisieren. Bereits dies stellt oft eine Weiterentwicklung bisheriger Vorgehensweisen dar, die lediglich von der Annahme geprägt waren, dass die Planungsrechnungen bereits Erwartungswerte reflektieren, bzw. die offensichtlich ambitionierte Planungsrechnungen durch den pauschalen Ansatz sogenannter Alpha-Faktoren als Zuschlag zu den Kapitalkosten anzupassen suchten.

Dieselben Informationen über die zukünftigen operativen Treiber des Geschäftsmodells werden dann zur direkten Ableitung der Kapitalkosten herangezogen. Hierbei spielen die zukünftig erwarteten Schwankungsbreiten der prognostizierten Cashflows ebenso eine Rolle wie das Verhältnis dieser Schwankungen zu denen des Kapitalmarkts. Aber auch innerhalb eines Unternehmens sind risiko-

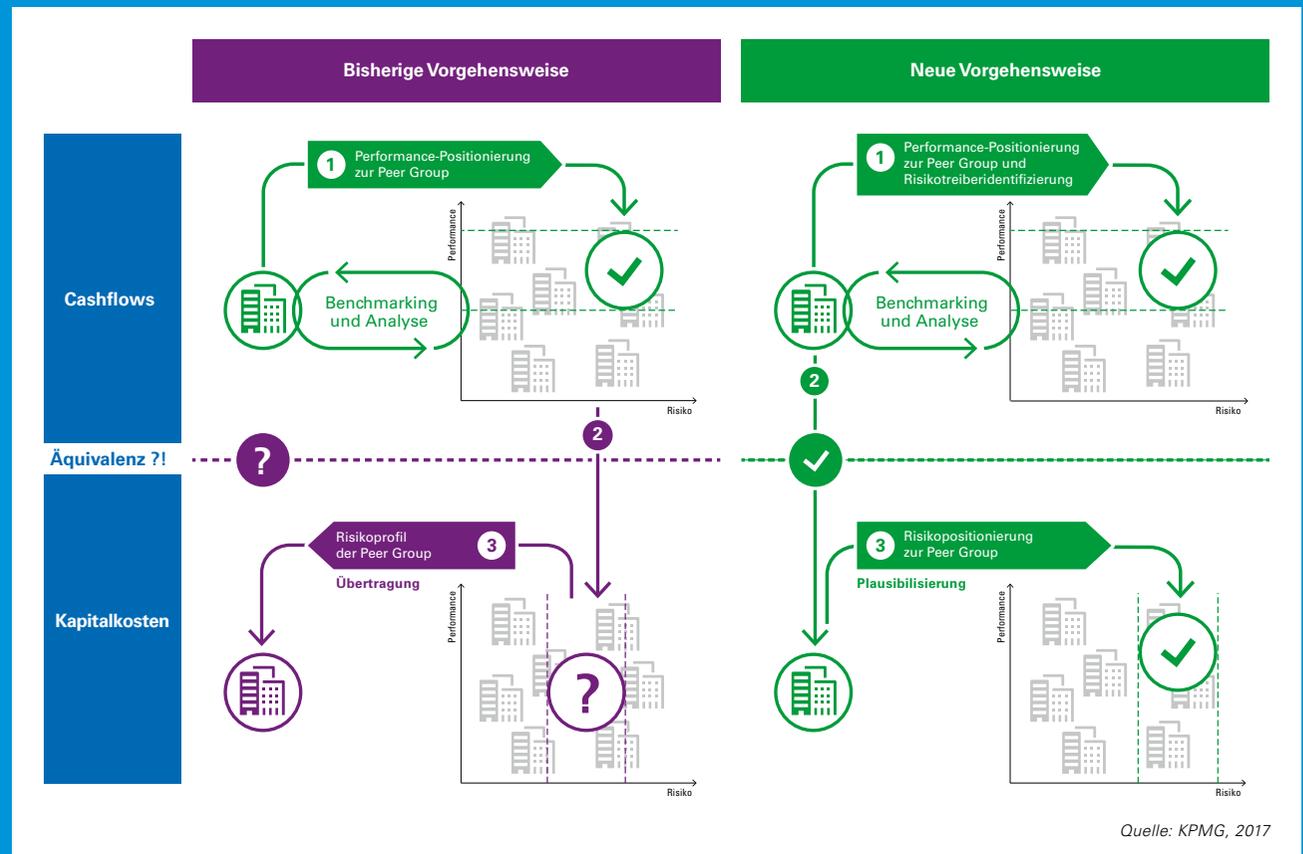
diversifizierende Effekte zum Beispiel zwischen Geschäftsbereichen oder Regionen explizit zu berücksichtigen. Im Ergebnis resultieren direkt abgeleitete unternehmensspezifische Kapitalkosten, die

dann – analog zur Vorgehensweise bei den Cashflows – anhand von Markt- und Vergleichsdaten plausibilisiert und in die vergleichende Bandbreite einer Peer Group eingeordnet werden können.

44 Neue Vorgehensweise zur Ableitung der Risikoäquivalenz

„Die Bewertung mittels CEDA folgt konsequent dem gebotenen Risikoäquivalenzprinzip und lässt die tatsächliche Quantifizierung und Vergleichbarkeit operativer Unternehmensrisiken zu. Sie löst das wachsende Problem, dass Unternehmensbewertung in einer zunehmend unvergleichbaren Welt in der Praxis immer schwieriger wird. Verliert der Bewerter den unmittelbar beobachtbaren Vergleichsmaßstab, muss er auf weiterentwickelte Ansätze und Methoden zurückgreifen.“

Dr. Andreas Tschöpel
Partner, KPMG in Deutschland



3.8 Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalquote

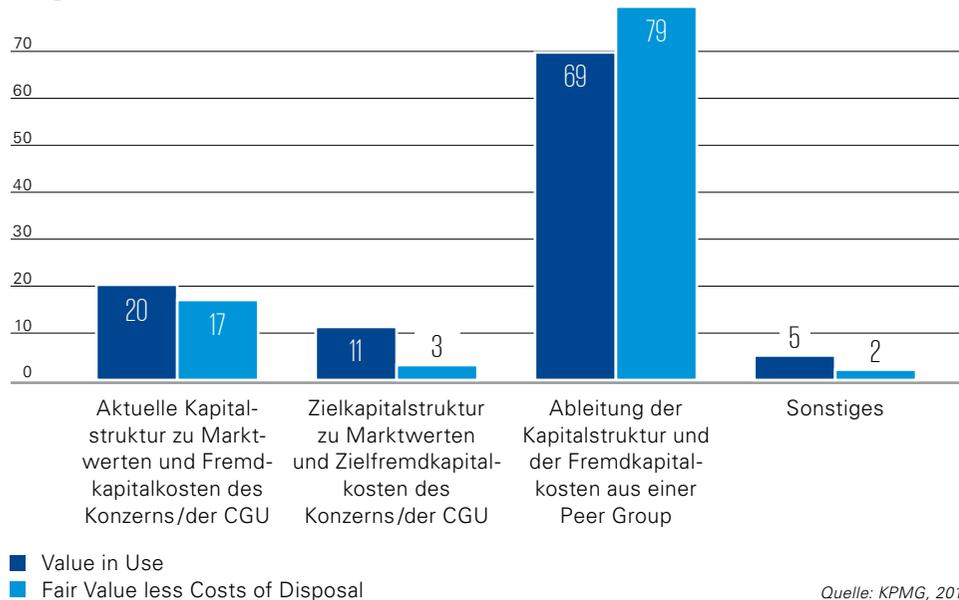
Fremdkapitalkosten

Die Fremdkapitalkosten bilden den zweiten wesentlichen Parameter neben den verschuldeten Eigenkapitalkosten bei der Herleitung der durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC).

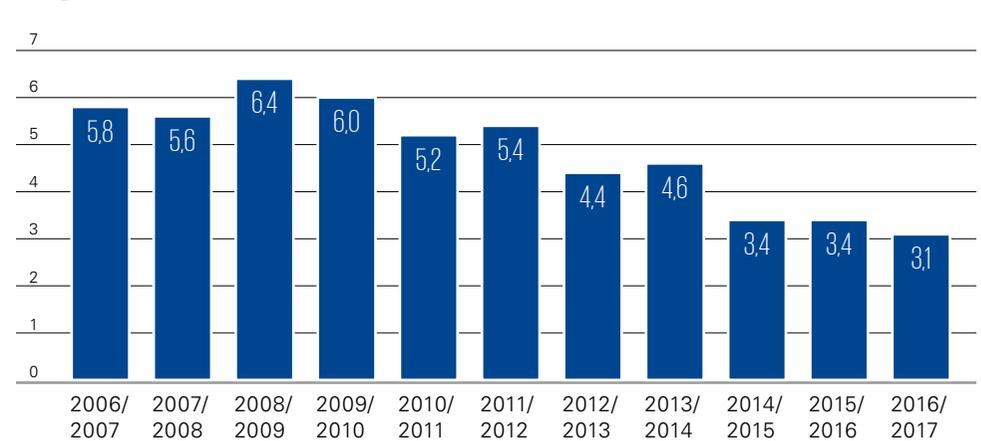
Zur Ermittlung von Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalquote werden im Wesentlichen die drei in Abbildung 45 dargestellten Vorgehensweisen herangezogen. Die in den IFRS geforderte Marktsicht ist dabei nur erfüllt, wenn Kapitalstruktur und Fremdkapitalkosten auf Basis von Peer Group-Daten abgeleitet werden. Wie in den Vorjahren erfüllt der Großteil der befragten Unternehmen diese Anforderung der IFRS. Dabei griffen im aktuellen Befragungszeitraum deutlich mehr Studien-

teilnehmer zur Ableitung der Kapitalstruktur und der Fremdkapitalkosten auf eine Peer Group zurück. So lag der Anteil bei der Berechnung des Value in Use bei 69 Prozent (Vorjahr: 61 Prozent), bei der Bestimmung des Fair Value less Costs of Disposal kam es sogar zu einer Steigerung um 20 Prozentpunkte zum Vorjahr (59 Prozent) auf 79 Prozent. Die beiden anderen Vorgehensweisen wurden in etwa auf demselben Niveau wie im vergangenen Jahr genutzt. (Abbildung 45)

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

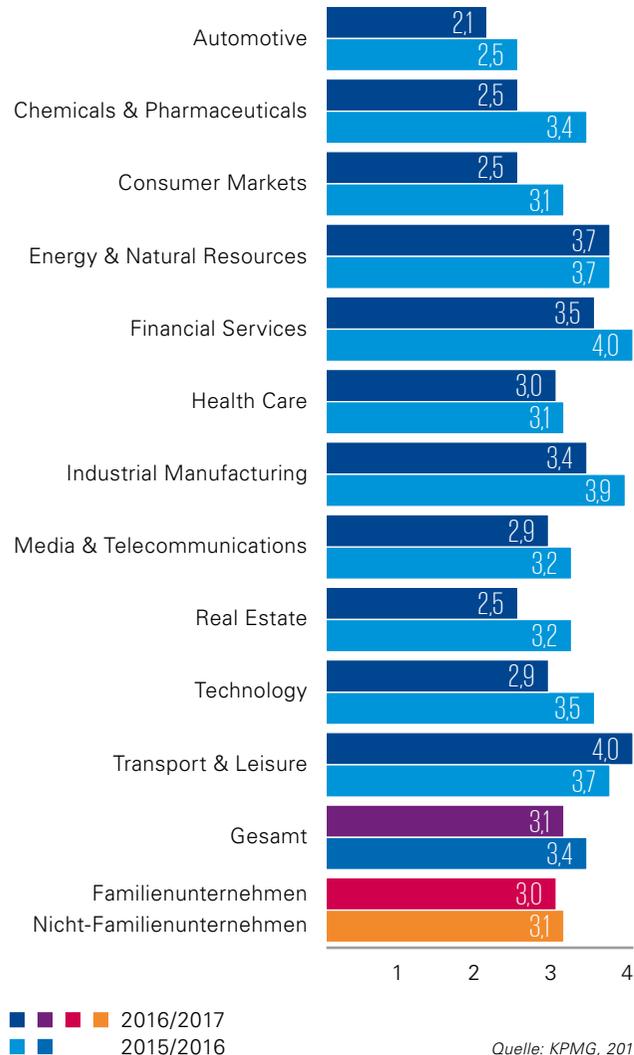


46 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten im Zeitablauf
Gesamt (Angaben in Prozent)



© 2017 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative, einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

47 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten nach Branchen (Angaben in Prozent)



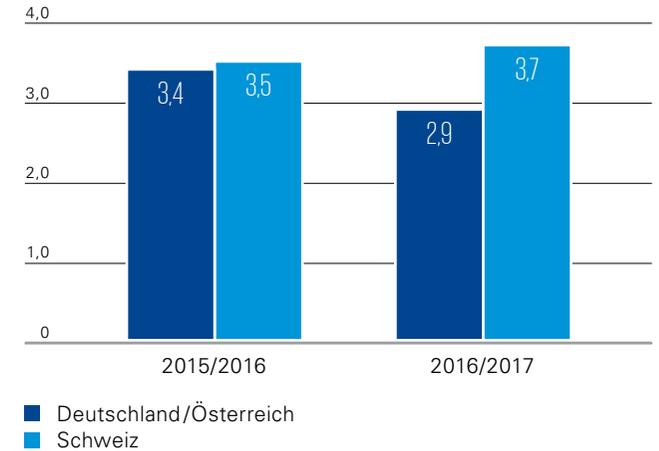
Die von den Unternehmen verwendeten Fremdkapitalkosten sind um 0,3 Prozentpunkte auf 3,1 Prozent gesunken. Dabei ist diese Entwicklung erneut geringer ausgefallen als der Rückgang im Basiszinssatz und kann somit nur durch ein Ansteigen der Risikoprämien für Fremdkapital (sogenannte Credit Spreads) erklärt werden. (Abbildung 46, Seite 47)

Der Rückgang der Fremdkapitalkosten war in fast allen Branchen sichtbar. Dabei waren die größten Verminderungen in den Bereichen **Chemicals & Pharmaceuticals** um 0,9 Prozentpunkte auf 2,5 Prozent und **Real Estate** um 0,7 Prozentpunkte auf 2,5 Prozent beobachtbar. Lediglich im Bereich **Transport & Leisure** kam es mit 4,0 Prozent zu erhöhten Fremdkapitalkosten im Vergleich zum Vorjahr (3,7 Prozent). (Abbildung 47)

Auf Länderebene hatten die Teilnehmer in der Schweiz beim Fremdkapital weiterhin die höchsten Finanzierungskosten. Bemerkenswert ist, dass sie sogar mit 0,2 Prozentpunkten über den Vorjahreswerten (2016/2017: 3,7 Prozent; 2015/2016: 3,5 Prozent) lagen. Demnach hat dort der Anstieg der Risikoprämien für Fremdkapital den Rückgang im Basiszinssatz sogar überkompensiert.

In Deutschland und Österreich dagegen sind die Fremdkapitalkosten um 0,5 Prozentpunkte auf 2,9 Prozent zurückgegangen. (Abbildung 48)

48 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalkosten Deutschland/Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)



Fremdkapitalquote

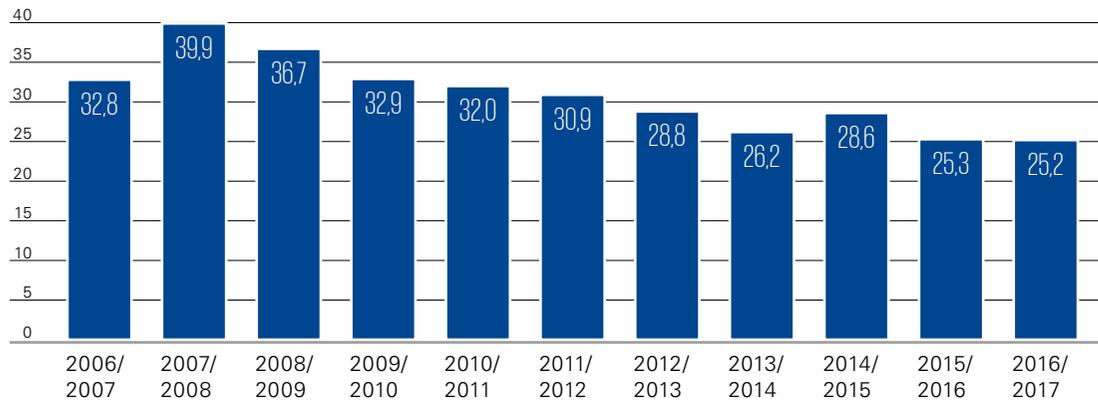
Die Fremdkapitalquote errechnet sich aus dem Verhältnis von Marktwert des (Netto-)Fremdkapitals zu Marktwert des Gesamtkapitals.

Die diesjährigen Studienergebnisse zeigen, dass die durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote der Unternehmen mit 25,2 Prozent nahezu auf dem Niveau des Vorjahres lag. (Abbildung 49, Seite 49)

Dabei kann der geringfügige Rückgang im Wesentlichen auf die teilnehmenden Unternehmen aus Österreich zurückgeführt werden. Sie verzeichneten eine Verringerung der Fremdkapitalquote um 4,1 Prozentpunkte auf 30,1 Prozent (Vorjahr: 34,2 Prozent).

In Deutschland und der Schweiz hingegen war ein leichter Anstieg um 0,3 Prozentpunkte bzw. 1,4 Prozentpunkte auf 25,0 Prozent bzw. 23,6 Prozent zu verzeichnen. Die teilnehmenden Unternehmen aus der Schweiz hatten aber weiterhin die niedrigste Fremdkapitalquote, bei gleichzeitig höheren Finanzierungskosten.

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

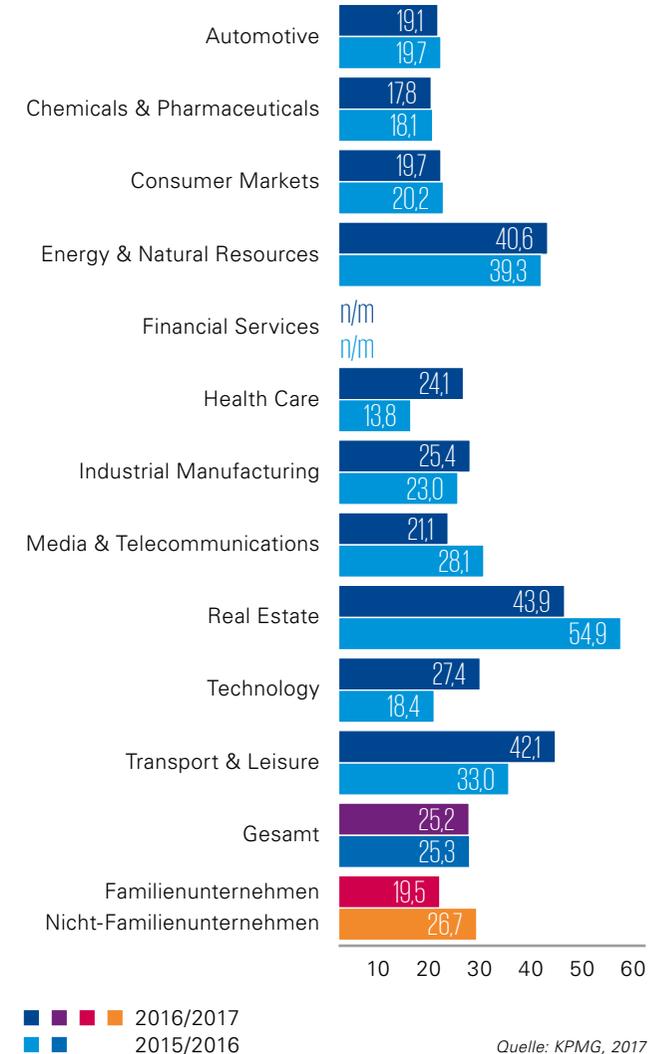


Quelle: KPMG, 2017

Im direkten Branchenvergleich hatte der Bereich **Real Estate** mit 43,9 Prozent die höchste Fremdkapitalquote, knapp dahinter folgte der Bereich **Transport & Leisure** mit 42,1 Prozent. Die niedrigste Fremdkapitalquote war mit 17,8 Prozent im Bereich **Chemicals & Pharmaceuticals** zu finden. (Abbildung 50)

Die Fremdkapitalquote der befragten Familienunternehmen war insbesondere aufgrund des abweichenden Branchenmix mit 19,5 Prozent deutlich niedriger als bei Nicht-Familienunternehmen mit 26,7 Prozent.

50 Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote nach Branchen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

© 2017 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative, einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

3.9 Nachhaltige Wachstumsrate

Mit einem Anteil von 61 Prozent der Antworten leiteten deutlich mehr Unternehmen als im Vorjahr (54 Prozent) die zur Bestimmung der ewigen Rente relevanten nachhaltigen Wachstumsraten anhand von Umsatz- und Ergebniswachstumsraten der Vergangenheit bzw. der Detailplanungsperiode ab. Diese Entwicklung ist aufgrund der potenziellen

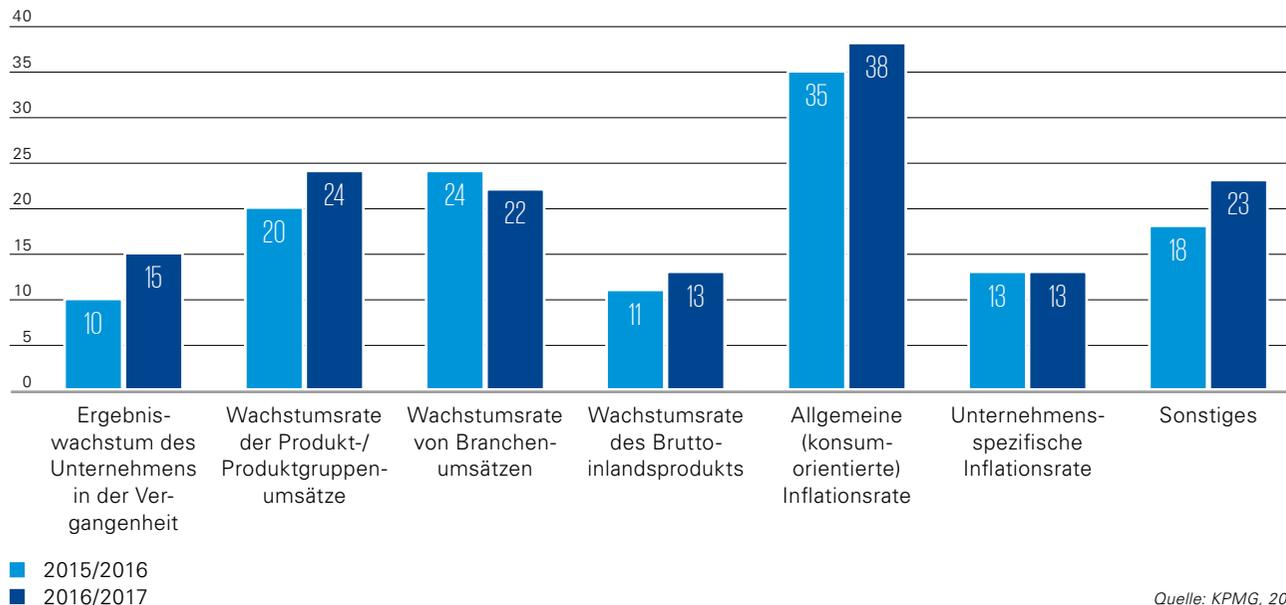
und konzeptionellen Schwächen der Methodiken hinsichtlich der Äquivalenz zwischen angesetzten Cashflows und Wachstumsraten kritisch zu würdigen. Denn für eine sachgerechte Bewertung ist erforderlich, dass die bewertungsrelevanten Cashflows um die erforderlichen Thesaurierungen für das operative Umsatz- und Ergebniswachstum reduziert werden. Allerdings bewegen sich die abgeleiteten Wachstumsraten häufig in einer Bandbreite der historischen unternehmensspezifischen

Inflationsraten und passen vom Ergebnis her grundsätzlich zu den in der Praxis regelmäßig angesetzten Cashflows. Deshalb scheint die Äquivalenz trotz konzeptioneller Schwächen weiterhin generell gegeben zu sein. Wir verweisen hierzu auch auf die Schwerpunktthemen in der Kapitalkostenstudie 2013.

Weitere 51 Prozent stellten bei der Ermittlung der nachhaltigen Wachstumsraten auf allgemeine wirtschaftliche Wachstums- und Inflationsraten ab. Unternehmensspezifische Inflationsraten wurden wie im Vorjahr von lediglich 13 Prozent der Unternehmen herangezogen. Da in der Regel nur unternehmensspezifische Veränderungsdaten die individuellen Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie etwaiges Effizienzsteigerungspotenzial sachgerecht abbilden können, sind sie den allgemeinen (konsumorientierten) Inflationsraten bei der Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate vorzuziehen. (Abbildung 51)

Die durchschnittlich angesetzten Wachstumsraten in Österreich und der Schweiz waren in diesem Jahr mit jeweils 1,6 Prozent identisch. Während Schweizer Unternehmen im Vergleich zum letzten Jahr um 0,1 Prozentpunkte höhere Wachstumsraten ansetzten, betrug der Anstieg in Österreich 0,3 Prozentpunkte. Im Gegensatz dazu war in Deutschland ein Rückgang von 1,2 Prozent im Vorjahr auf aktuell 1,1 Prozent zu beobachten. (Abbildung 52, Seite 51)

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

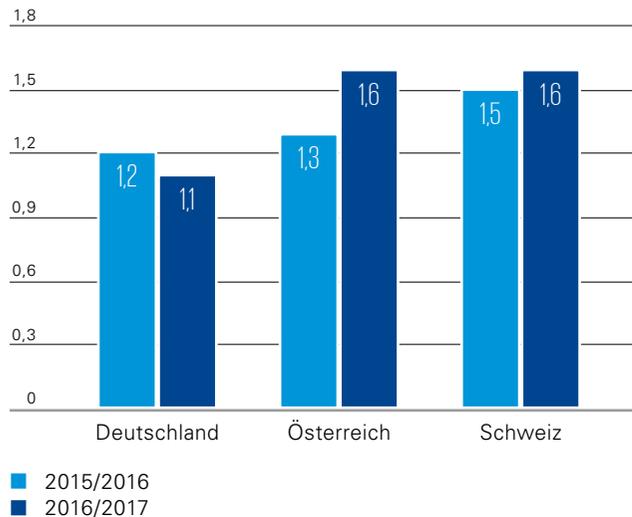


Ein deutlicher Unterschied zeigte sich zudem bei Familienunternehmen, die mit 1,1 Prozent eine um 0,2 Prozentpunkte niedrigere nachhaltige Wachstumsrate ansetzten als Nicht-Familienunternehmen.

Die von den Teilnehmern insgesamt genannte durchschnittliche nachhaltige Wachstumsrate sank geringfügig auf 1,2 Prozent (Vorjahr: 1,3 Prozent). Sie ist dabei unabhängig vom Planungshorizont.

52 Durchschnittlich verwendete nachhaltige Wachstumsrate

Deutschland versus Österreich versus Schweiz
(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

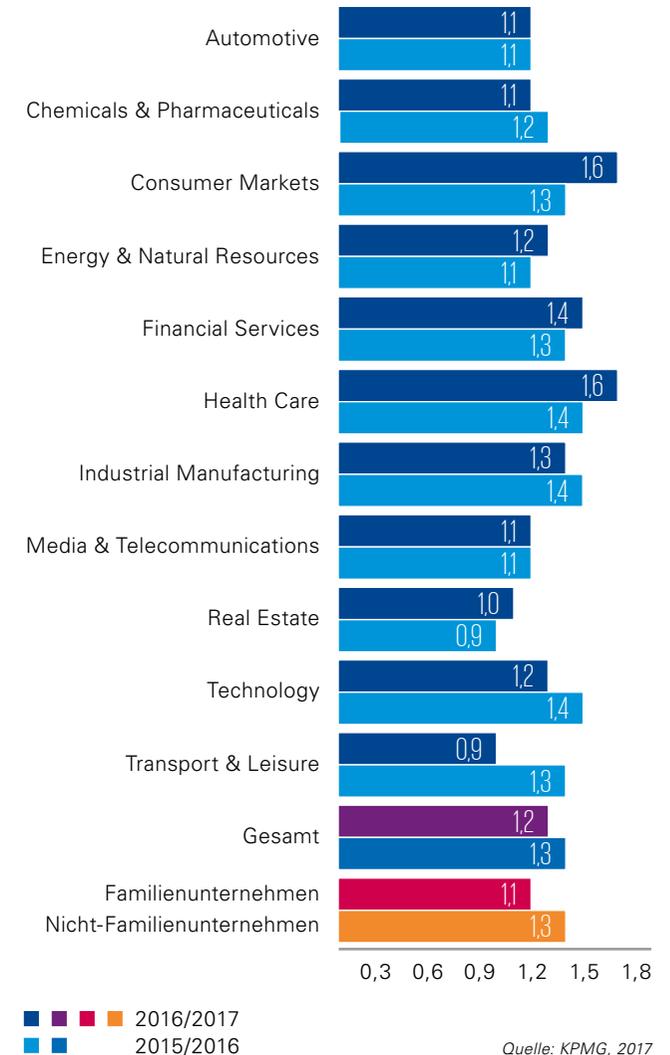
Genauso wenig spiegelt diese Durchschnittsangabe die stark unterschiedlichen Entwicklungen der einzelnen Branchen wider.

Die deutlichste Zunahme der nachhaltigen Wachstumsrate war mit 0,3 Prozentpunkten im Bereich **Consumer Markets** zu beobachten. Der stärkste Rückgang war mit 0,4 Prozentpunkten im Bereich **Transport & Leisure** zu finden. Die nachhaltige Wachstumsrate in diesem Bereich war mit 0,9 Prozent (Vorjahr: 1,3 Prozent) auch die niedrigste innerhalb der verschiedenen Branchen. Die höchsten nachhaltigen Wachstumsraten fanden sich in diesem Jahr mit 1,6 Prozent in den Bereichen **Consumer Markets** sowie **Health Care**. (Abbildung 53)

Branchenintern zeigten sich insbesondere Unterschiede in den Bereichen **Media & Telecommunications** und **Chemicals & Pharmaceuticals**. Dort waren Differenzen in der nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5 Prozentpunkten zwischen den Teilbereichen **Media** (1,3 Prozent) und **Telecommunications** (0,8 Prozent) sowie von 0,4 Prozentpunkten in den Teilbereichen **Chemicals** (1,2 Prozent) und **Pharmaceuticals** (0,8 Prozent) beobachtbar.

53 Durchschnittlich verwendete nachhaltige Wachstumsrate nach Branchen

(Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

4 Impairment Test



© 2017 KPMG, eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG-Mitglieder sind, eine Kooperative, eine juristische Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

4.1 Anlass und Ergebnis

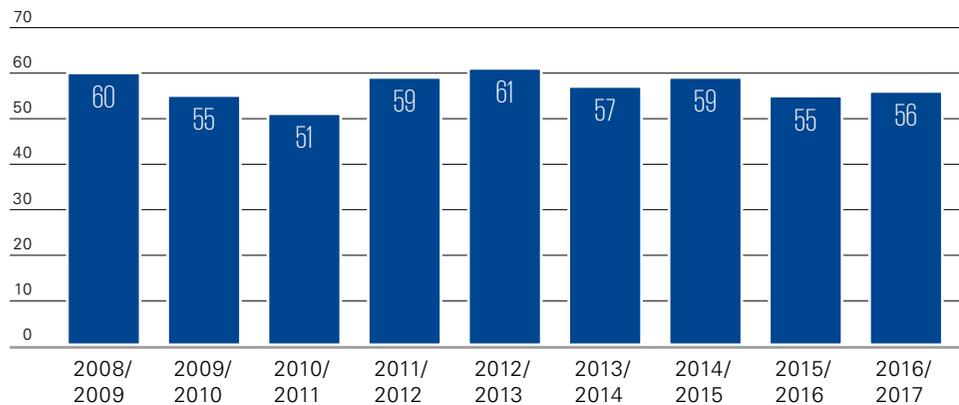
Eine Wertminderung auf Basis eines Impairment Test bei Goodwill und Vermögenswerten haben laut den diesjährigen Studienergebnissen 56 Prozent aller Studienteilnehmer durchgeführt. (Abbildung 54)

Der Anteil der Unternehmen, die nur Abschreibungen auf Vermögenswerte (Assets) vorgenommen haben, lag mit 33 Prozent auf dem Niveau der Vorjahre. Sowohl Asset als auch Goodwill Impairments haben im aktuellen Betrachtungszeitraum 17 Prozent der Befragten und damit 2 Prozentpunkte mehr als im Zeitraum 2015/2016 durchgeführt. Lediglich 6 Prozent der teilnehmenden Unternehmen gaben

an, eine Wertminderung einzig auf den Goodwill durchgeführt zu haben (Vorjahr: 8 Prozent). (Abbildung 55)

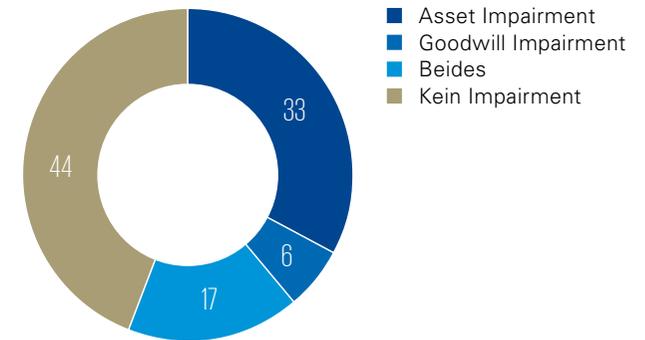
Die durchschnittliche Höhe einer Wertminderung belief sich auf 198 Millionen Euro und lag damit fast doppelt so hoch wie der Vorjahreswert von 102 Millionen Euro. Dieses Ergebnis kann insbesondere auf besonders hohe außerordentliche Abschreibungen im Bereich **Energy & Natural Resources** zurückgeführt werden. Im Vergleich dazu stiegen zwar auch die durchschnittlichen Wertminderungen auf den Goodwill, jedoch nur um 22 Prozent auf 84 Millionen Euro (Vorjahr: 69 Millionen Euro). Hier waren die im Durchschnitt höchsten Wertminderungen im Bereich **Real Estate** zu finden.

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



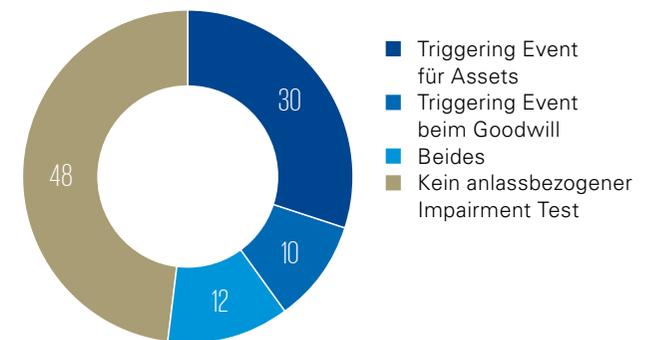
Quelle: KPMG, 2017

55 Durchführung einer Wertminderung Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

56 Triggering Event Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

Einen außerplanmäßigen Impairment Test aufgrund eines sogenannten Triggering Event – also eines Anhaltspunkts für eine Wertminderung – führten insgesamt 52 Prozent der Unternehmen (Vorjahr: 49 Prozent) durch. (Abbildung 56, Seite 53)

Vergleichbar mit den Jahren zuvor waren bei 65 Prozent der Teilnehmer schlechtere langfristige Erwartungen die häufigsten Triggering Events. Bei 17 Prozent waren Preisverfälle Ursache für Impairment Tests. Bei lediglich 6 Prozent der befragten Unternehmen verursachten die Kapitalkosten einen Triggering Event. (Abbildung 57)

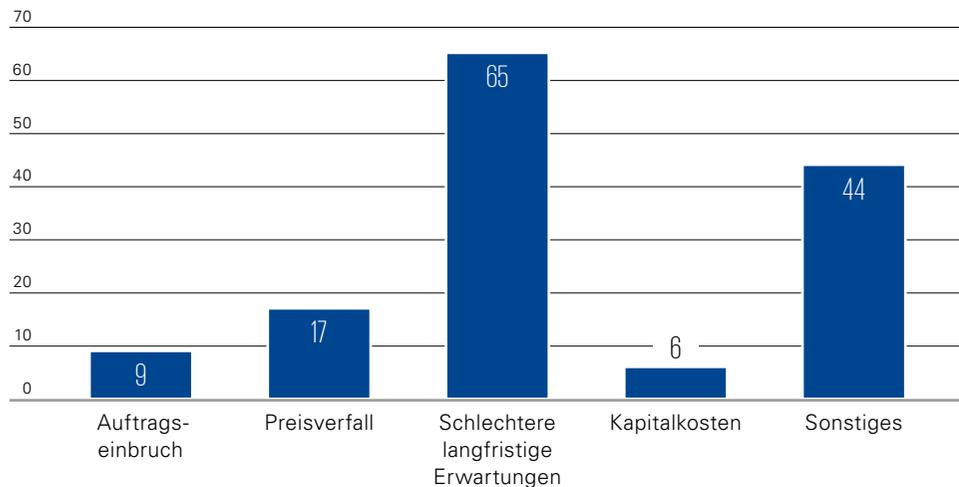
Eine Korrelation zwischen der Höhe der Kapitalkosten und einem Wertberichtigungsansatz bzw. der Wertberichtigungshöhe besteht nicht. Insbesondere lässt sich nicht beobachten, dass Unternehmen mit hohen Kapitalkosten überdurchschnittlich oft Wertberichtigungen vornehmen oder überdurchschnittlich hohe Wertberichtigungen haben.

4.2 Bestimmung des Recoverable Amount

Nach IAS 36.6 und IAS 36.18 wird der Recoverable Amount als der höhere der beiden Beträge Fair Value less Costs of Disposal und Value in Use definiert.

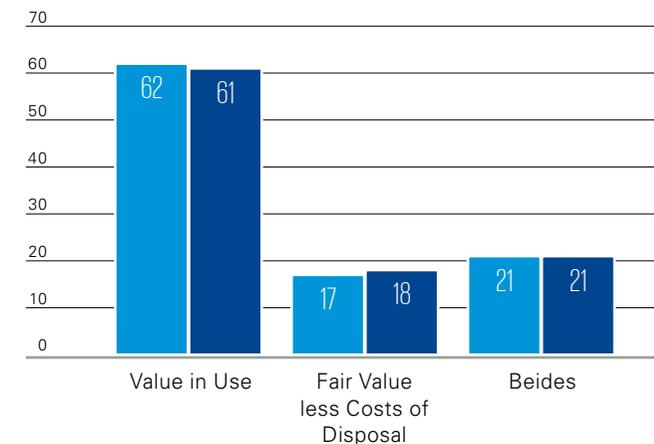
Die diesjährigen Studienergebnisse waren weitgehend identisch zum Vorjahr. Unverändert bestimmten 21 Prozent aller Studienteilnehmer sowohl den Value in Use als auch den Fair Value less Costs of Disposal. Ebenso überwog die Anzahl der Unterneh-

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



Quelle: KPMG, 2017

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



■ 2015/2016
■ 2016/2017

Quelle: KPMG, 2017

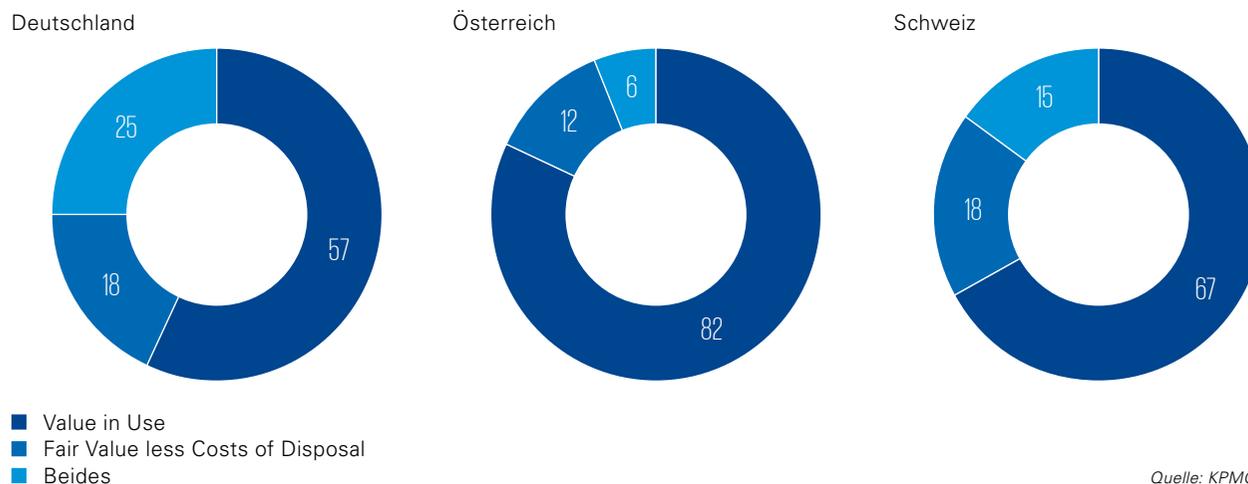
men, die lediglich den Value in Use als Bewertungskonzept berücksichtigt haben (2016/2017: 61 Prozent; Vorjahr: 62 Prozent). Ausschließlich den Fair Value less Costs of Disposal berechneten 18 Prozent (Vorjahr: 17 Prozent) der Teilnehmer. (Abbildung 58, Seite 54)

Die Auswertung der Kapitalkostenstudie nach dem Sitzland der Unternehmen zeigte, dass der Value in Use-Ansatz zwar am häufigsten verwendet wurde, aber weiterhin regionale Unterschiede auftraten. Während in Deutschland der Anteil der Unternehmen, die den Value in Use ermittelten, 57 Prozent (Vorjahr: 56 Prozent) betrug, wurde der Bewertungsansatz in Österreich und der Schweiz sogar

von 82 Prozent (Vorjahr: 72 Prozent) bzw. von 67 Prozent (Vorjahr: 79 Prozent) der Unternehmen angewandt. (Abbildung 59)

Auch bei den Familienunternehmen stellte mit 74 Prozent die überwiegende Mehrheit bei der Bestimmung des Recoverable Amount allein auf den Value in Use ab, 10 Prozent präferierten den Fair Value less Costs of Disposal. Ein ähnliches Bild war bei den Nicht-Familienunternehmen ersichtlich. Dort war der Value in Use-Ansatz ebenfalls die häufigste Vorgehensweise (58 Prozent), allerdings wurde dem Fair Value less Costs of Disposal mit 20 Prozent vergleichsweise höhere Relevanz zugewiesen.

59 Verfahren zur Bestimmung des Recoverable Amount Deutschland versus Österreich versus Schweiz (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

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



Quelle: KPMG, 2017

Bei der Ableitung des Fair Value less Costs of Disposal war nach wie vor das Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) der am meisten verwendete Bewertungsansatz. Von den befragten Unternehmen ermittelten 71 Prozent den Nettoveräußerungswert anhand dieses kapitalwertorientierten Bewertungsverfahrens. Grund hierfür kann das Fehlen von mit der CGU vergleichbaren Marktdaten für ein marktwertorientiertes Bewertungsverfahren sein. Trotz der weiteren Dominanz des DCF-Verfahrens sank der Anteil zum Vorjahr (86 Prozent) um 15 Prozentpunkte. Gegenläufig erhöhte sich der Anteil der Unternehmen, die ausschließlich marktwertorientierte Verfahren (um 5 Prozentpunkte auf 15 Prozent) bzw. sowohl markt- als auch kapitalwertorientierte Verfahren anwenden (um 10 Prozentpunkte auf 14 Prozent). (Abbildung 60)

Insbesondere Familienunternehmen räumten neben dem DCF-Verfahren (60 Prozent) dem marktorientierten Bewertungsverfahren (Multiplikatorverfahren) mit 30 Prozent einen höheren Stellenwert ein, während Nicht-Familienunternehmen das DCF-Verfahren deutlich häufiger (73 Prozent) als der Gesamtdurchschnitt verwendeten.

„Marktorientierte Bewertungsverfahren wie der Multiplikatoransatz bilden einen ersten Orientierungspunkt bei der Bewertung von Unternehmen. Voraussetzung für ihren Einsatz ist jedoch, dass die zum Vergleich herangezogenen Unternehmen insbesondere auch hinsichtlich Performance und Risiko mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind. Dies erfordert heute mehr denn je qualifizierte Analysen.“

Stefan Schöniger

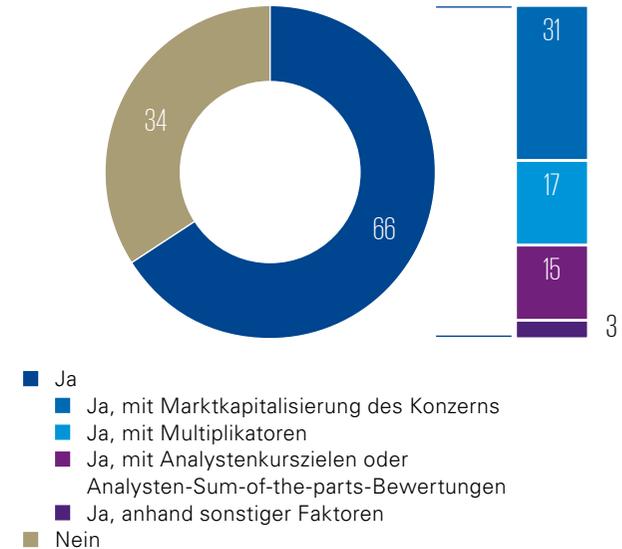
Partner, KPMG in Deutschland

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, ist es empfehlenswert, auch bei der Berechnung des Value in Use einen Abgleich mit der Markterwartung vorzunehmen. Dies erlaubt, Divergenzen zwischen der Markt- und Managementervartung zu hinterfragen und gegebenenfalls Anpassungen in den Kapitalkosten vorzunehmen.

Eine Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse im Befragungszeitraum wurde unverändert zum Vorjahr bei insgesamt 66 Prozent der börsennotierten Studienteilnehmer durchgeführt. Bei der Plausibilisierung von Bewertungsergebnissen dieser Unternehmen empfiehlt es sich stets, einen Abgleich der Marktkapitalisierung mit der Summe der Recoverable Amounts aller CGUs durchzuführen. Auf dem Niveau des Vorjahres plausibilisierten 31 Prozent (Vorjahr: 30 Prozent) der Unternehmen ihre Bewertungsergebnisse anhand der Marktkapitalisierung des Konzerns, während 17 Prozent (Vorjahr: 15 Prozent) auf Multiplikatoren und 15 Prozent (Vorjahr: 16 Prozent) auf Analystenkursziele oder Analysten-Sum-of-the-parts-Bewertungen zurückgriffen. (Abbildung 61)

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



Quelle: KPMG, 2017

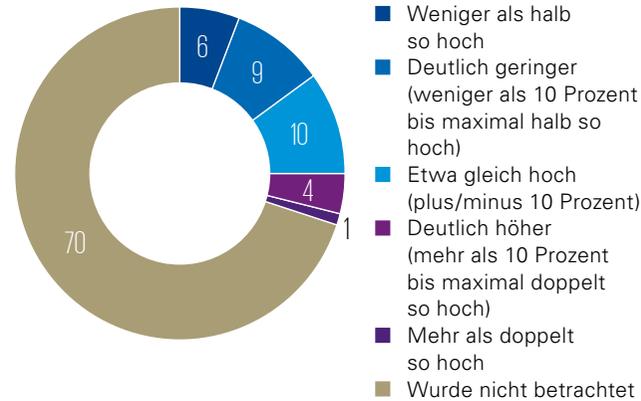
Da die Marktkapitalisierung aufgrund der oftmals nur in geringem Umfang gehandelten Anteile die Kontrolle oder einen maßgeblichen Einfluss über ein Unternehmen in der Regel nicht abbildet, kann es bei der Überleitung gegebenenfalls angebracht sein, eine Kontrollprämie zu berücksichtigen. Ferner können 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.

Überdurchschnittlich häufig haben Unternehmen, die im Aktienindex DAX-30 gelistet werden, eine Plausibilisierung der abgeleiteten Werte vorgenommen (2016/2017: 85 Prozent, Vorjahr: 83 Prozent).

Der Anteil der Unternehmen, die einen wertmäßigen Vergleich zwischen der Marktkapitalisierung des Konzerns und dem ermittelten Fair Value less Costs of Disposal durchgeführt haben, ist um 3 Prozentpunkte auf 30 Prozent gesunken. Dabei lag bei 15 Prozent (Vorjahr: 9 Prozent) der Unternehmen der Fair Value um mindestens 10 Prozent unterhalb bzw. bei 5 Prozent der Unternehmen um mindestens 10 Prozent oberhalb der Marktkapitalisierung (Vorjahr: 11 Prozent). Der Anteil der Unternehmen, die einen Abgleich mit der Marktkapitalisierung des Konzerns beim Value in Use-Konzept machten, ist um 5 Prozentpunkte auf 52 Prozent ebenfalls zurückgegangen. (Abbildung 62 und 63)

62 Vergleich von Marktkapitalisierung und Fair Value less Costs of Disposal

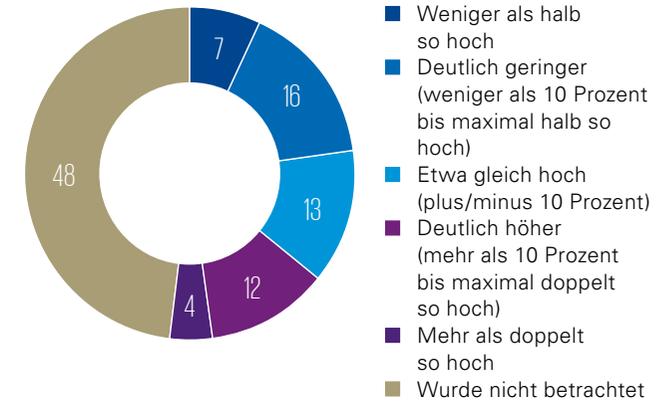
Börsennotierte Unternehmen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

63 Vergleich von Marktkapitalisierung und Value in Use

Börsennotierte Unternehmen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

Neue Bewertungsmethoden in disruptiven Zeiten?

Welchen Einfluss zunehmende makroökonomische Unsicherheiten sowie mikroökonomische Veränderungen durch disruptive Geschäftsmodelle auf etablierte Unternehmen und ihr zukünftiges Performance- und Risikoprofil haben, wurde in den Abschnitten zur Ableitung der Plan-Cashflows und der Kapitalkosten beschrieben. Als Unternehmen einem permanenten Wandlungsprozess unterworfen zu sein, wird zur neuen Normalität werden und Konsequenzen bei der Entscheidungsfindung und Bewertung nach sich ziehen. Gerade der Beurteilung neuer, häufig disruptiver Geschäftsmodelle kommt eine besondere Bedeutung zu. Die aus unserer Sicht wesentlichen Punkte, die etablierte Unternehmen berücksichtigen sollten, fassen wir in den folgenden fünf Thesen zusammen:

„Die Übertragung alternativer Bewertungsmethoden beispielsweise aus dem Start-up-Umfeld auf die Bewertung innovativer Geschäftsmodelle ist nicht zu empfehlen. Der Grund für ihre Anwendung liegt oft nicht primär in der erhöhten Unsicherheit innovativer Geschäftsmodelle, sondern vielmehr in Start-up-spezifischen Besonderheiten, wie sie für etablierte Unternehmen regelmäßig nicht gelten. Vor diesem Hintergrund bleiben simulationsorientierte dynamische Bewertungsverfahren weiter das erste Entscheidungsinstrument zur Performance- und Risikoerfassung und sachgerechten Wertableitung.“

Dr. Andreas Tschöpel
Partner, KPMG in Deutschland

1 Etablierte Entscheidungsmethoden stoßen an ihre Grenzen

Unternehmerische Entscheidungen über die Unternehmensstrategie, die damit verbundene Höhe an notwendigen Investitionen sowie den richtigen Entscheidungszeitpunkt gewinnen eine neue Dimension. Etablierte Entscheidungsmechanismen geben oft keine eindeutigen Handlungsempfehlungen mehr. Sie sind in der Regel zu statisch, gehen oft von „stabilen“ Risiken aus und lassen einen einheitlichen, raschen Vergleich von Handlungsoptionen regelmäßig nicht zu. Entscheidungen sind heute jedoch zunehmend unter sehr viel höherer Unsicherheit bei der Prognose zukünftiger Entwicklungen zu treffen; infolge schwindender Vergleichbarkeit makroökonomischer Rahmenbedingungen und sich verändernder Geschäftsmodelle erscheint der Rückgriff auf (stabile) historische Parameter immer weniger passend, die Anzahl von Opportunitäten hingegen vervielfacht sich stetig.

2 Die Verwendung alternativer Bewertungsmethoden zum Beispiel im Start-up-Umfeld liegt nicht nur in der Unsicherheit der Geschäftsmodelle begründet

Die Bewertungspraxis verwendet zur Beurteilung der Geschäftsmodelle beispielsweise von Start-ups oft alternative – jedoch stark vereinfachende – Bewertungsverfahren und begründet ihre Anwendung regelmäßig mit der hohen Unsicherheit von Start-ups. Hohe Unsicherheiten betreffen das operative Geschäftsmodell selbst, jedoch auch die grundsätzlichen Managementfähigkeiten des Gründerteams hinsichtlich der Umsetzung der innovativen Idee sowie ihrer transparenten Abbildung in etablierten Prognoseansätzen. Hinzu treten finanzielle Limitierungen, die bei Start-ups in frühen Phasen die Entwicklung von Controlling- und Finanzkompetenzen zugunsten der Fokussierung auf das operative Geschäft zunächst nicht priorisieren. Zudem werden aufgrund der hohen Zahl an notwendigen Bewertungen in zahlreichen Finanzierungsrunden einfache, standardisierte Beurteilungsverfahren benötigt. Neben die hohe Unsicherheit zukünftiger Geschäftsmodelle selbst tritt folglich eine Vielzahl weiterer Start-up-spezifischer Merkmale, die bei der Anwendung alternativer Bewertungsverfahren als Rechtfertigung dienen.

3 Für etablierte Unternehmen bleiben Cashflow-orientierte Bewertungsverfahren die erste Wahl

Für etablierte Unternehmen spielen Management- und Controllingkompetenzen, Ausfallrisiken oder Wachstumsbeschränkungen infolge mangelnder Finanzkraft im Zusammenhang mit ihren Entscheidungen über innovative Geschäftsmodelle regelmäßig eine untergeordnete Rolle. Stattdessen liegt der Fokus klar auf der Unsicherheit und der fehlenden Vergleichbarkeit solcher Geschäftsmodelle. Vor diesem Hintergrund und wegen der mit solchen Entscheidungen verbundenen finanziellen Konsequenzen ist eine Anwendung vereinfachender alternativer Bewertungsverfahren grundsätzlich nicht zu empfehlen. Etablierte Cashflow-orientierte Bewertungsverfahren (wie das DCF-Verfahren) bilden konzeptionell weiterhin die beste Basis, um den neuen, gestiegenen Anforderungen an die Beurteilung alternativer Handlungsoptionen auch in Zeiten divergierender Märkte und konvergierender Geschäftsmodelle gerecht zu werden. Etablierte Unternehmen sind mit solchen Entscheidungs- und Bewertungsansätzen auch grundsätzlich vertraut.

4 Cashflow-orientierte Verfahren sind an die veränderten Rahmenbedingungen anzupassen

Bisherige Cashflow-orientierte Bewertungsverfahren müssen jedoch an die neuen Bedingungen angepasst und um neue Ansätze zur konsistenten Performance- und Risikoberücksichtigung erweitert werden. Das gelingt nur dann, wenn Planungsverfahren bereits auf operativer Treiberebene die jeweiligen Geschäftsmodelle reflektieren und die bekannten integrierten finanzkennzahlenbasierten Planungsrechnungen transformieren. Gleichzeitig ist das Problem der zunehmenden Unvergleichbarkeit von Geschäftsmodellen bei der Ableitung risikoäquivalenter Kapitalkosten zu lösen. Die in der Vergangenheit unter „stabilen“ Unsicherheiten oft angenommene Risikoäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Vergleichsinvestition wird zukünftig immer weniger aufrechtzuerhalten sein. Cashflows und Kapitalkosten müssen auf denselben Informationen und Annahmen basieren und parallel und zueinander konsistent abgeleitet werden. Die zukünftig in sehr viel breiterem Umfang zur Verfügung stehende Datenbasis (Big Data) schafft hierfür die notwendige inhaltliche Unterlegung.

5 Gerade in disruptiven Zeiten ist eine klar wertorientierte Entscheidungsfindung notwendig

Die Erwartungswerte zukünftiger Cashflows (Performance) und ihre Kapitalkosten (Risiko) müssen auf der Basis flexibler und dynamischer Simulations- und Planungsmodelle gleichzeitig ermittelt werden. Das ermöglicht nicht nur die Überwindung zunehmender Schwächen der bisherigen – lediglich unvollständig angewandten – Entscheidungsmodelle, es sichert auch die konzeptionell richtige Wertableitung vor dem Hintergrund der gebotenen Äquivalenzkriterien. Denn am Ende ist es der Wert, der die richtige Entscheidung unterlegt und strategische Handlungsoptionen erst vergleichbar macht. Falsche Werte führen zu falschen Entscheidungen.

Der von KPMG entwickelte Entscheidungsansatz CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) verknüpft konsequent die für eine sachgerechte Wertfindung notwendigen unsicheren Cashflows mit ihren individuellen Kapitalkosten. Basierend auf etablierten Bewertungsansätzen gelingt der transparente Vergleich innovativer Geschäftsmodelle nicht nur anhand der erwarteten Performance, sondern insbesondere anhand des jeweiligen Risiko-profils.

5 Relevanz von Unternehmens- werten und Unternehmens- wertentwicklung



5.1 Kriterien bei der Investitionsentscheidung

Im Rahmen von Investitionsentscheidungen sind zunächst deren Ziele festzulegen. Dabei orientieren sich Unternehmen primär an strategischen oder wertorientierten Zielen.

Bei der Orientierung an strategischen Zielen werden Investitionsentscheidungen anhand von strategisch qualitativen (zum Beispiel regionale Abdeckung) und/oder quantitativen (zum Beispiel Umsatz oder Margen) Zielsetzungen durchgeführt. Der Fokus dieser Perspektiven liegt auf operativen Größen bzw. den aus ihnen resultierenden Plan-Cashflows.

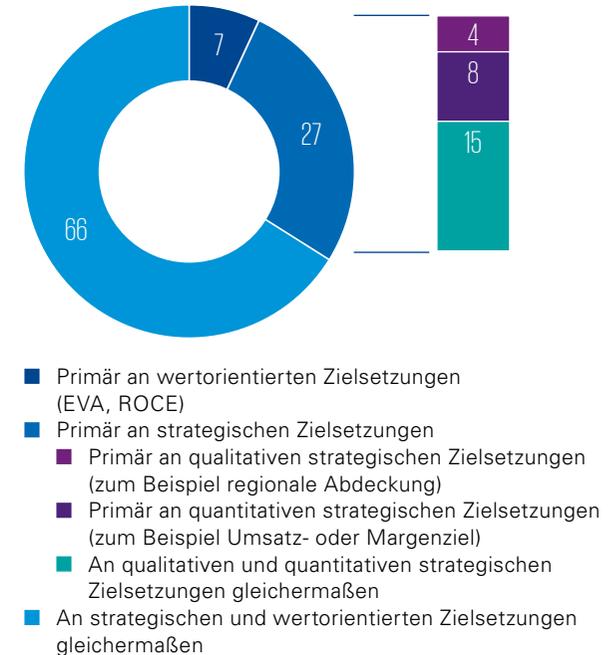
Daneben bereiten Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen auch mittels vorgeblich wertorientierter Zielsetzungen wie zum Beispiel dem sogenannten Wertbeitrag (EVA, Economic Value Added) oder dem Gewinn aus dem eingesetzten Kapital (ROCE, Return on Capital Employed) vor. Kern entsprechender Ansätze ist, dass die Renditeforderungen der Kapitalgeber im Rahmen der Investitionsentscheidung berücksichtigt werden sollen, um unternehmenswertsteigernde Entscheidungen zu treffen. Oft treten an die Stelle der tatsächlichen Renditeerwartungen jedoch pauschale „Hurdle Rate“-Vorgaben, die regelmäßig nicht das individuelle Risikoprofil der jeweiligen Investition berücksichtigen. Hierin liegt die Gefahr, sogenannte „überrentierliche“ Investitionen durchzuführen, obwohl sie möglicherweise von (zu) hohen Risiken beglei-

tet werden, und „unterrentierliche“ Investitionen abzulehnen, obwohl sie gegebenenfalls mit nur sehr geringen Risiken verbunden sind. Herausforderung ist somit neben der sachgerechten Ableitung von Plan-Cashflows die Ableitung der richtigen risikoäquivalenten Kapitalkosten der betrachteten Investitionen.

Investitionsentscheidungen betreffen in der Regel langfristige Betrachtungszeiträume. In Zeiten makroökonomischer Unsicherheiten und mikroökonomischer Veränderungen durch disruptive Geschäftsmodelle stellt die Beurteilung von Investitionsentscheidungen Unternehmen vor ständig neue Herausforderungen bei der sachgerechten Berücksichtigung der bewertungsrelevanten Risiken. Zudem kann die anhaltende Niedrigzinsphase verbunden mit günstigen und leicht verfügbaren Finanzierungsmöglichkeiten dazu (ver-)führen, die Risiken, die mit der Erwirtschaftung der Zielrenditen von Investitionen verbunden sind, zu unterschätzen bzw. sie nicht vollständig im Entscheidungsprozess abzubilden.

Im Rahmen der diesjährigen Studie gaben rund zwei Drittel der Unternehmen an, strategische und wertorientierte Zielsetzungen bei der Entscheidungsfindung gleichermaßen zu berücksichtigen (Vorjahr: 67 Prozent). Die restlichen Studienteilnehmer (34 Prozent) verwendeten mit einem Anteil von 7 Prozent (Vorjahr: 6 Prozent) lediglich wertorientierte Kriterien, 27 Prozent stellten identisch zum Vorjahr primär auf strategische Zielsetzungen ab. (Abbildung 64)

64 Kriterien bei der Investitionsentscheidung
Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

Bei den Familienunternehmen gaben sogar rund 71 Prozent der Teilnehmer an, sich sowohl an strategischen als auch wertorientierten Zielsetzungen zu orientieren.

Der Betrachtung von erwarteten Wertbeiträgen im Rahmen der Evaluierung von Investitionsalternativen ist hierbei jedoch besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Denn wie vorstehend gezeigt, können die 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 sowie 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.

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.“

Dr. Marc Castedello

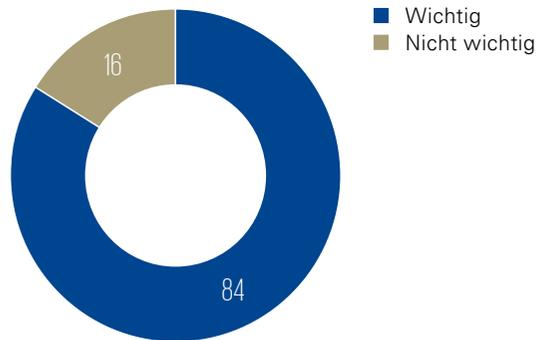
Partner, KPMG in Deutschland

Auf die Frage nach der Relevanz eines wertorientierten Monitorings gaben 84 Prozent (Vorjahr: 82 Prozent) der Teilnehmer an, die Wertentwicklung einer Investition zu überwachen sei ein wichtiger Aspekt insbesondere für Entscheidungs- und Steuerungszwecke. Für die verbleibenden 16 Prozent war das Instrument zur Performancekontrolle weniger wichtig bzw. spielte in den Steuerungsprozessen keine Rolle. (Abbildung 65, Seite 63)

Insgesamt lag bei 62 Prozent (2015/2016: 56 Prozent) der Unternehmen, die ein wertorientiertes Monitoring durchführten, der Fokus auf der Veränderung der Performance und hier speziell auf vereinfachten Key Performance Indicators (KPIs) wie zum Beispiel Umsatz, EBITDA, EBIT oder ROCE. Zusätzlich zur Performanceentwicklung berücksichtigten 38 Prozent (Vorjahr: 43 Prozent) Veränderungen im Risiko anhand von Key Risk Indicators (KRIs). Hierbei fokussierten sich die befragten Unternehmen jedoch oft nur auf die Veränderung von allgemeinen Marktrisiken, wie sie zum Beispiel insgesamt in der Marktrisikoprämie reflektiert werden. (Abbildung 66, Seite 63)

Insbesondere die Familienunternehmen beobachteten beim Monitoring der Wertentwicklung überwiegend allein die Veränderung der Performance (73 Prozent), während nur 59 Prozent der Nicht-Familienunternehmen ausschließlich Performanceveränderungen betrachteten.

65 Relevanz des Monitorings der Wertentwicklung Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

66 Monitoring der Wertentwicklung Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

5.3 Kapitalkosten in der Kapitalmarktkommunikation

Vergleichbar zu den vorjährigen Studienergebnissen spielten für 72 Prozent (Vorjahr: 78 Prozent) der Teilnehmer die Kapitalkosten bzw. ihre Entwicklung in der Kapitalmarktkommunikation keine Rolle. Die bestimmten Unternehmenswerte – zum Beispiel für Zwecke eines Impairment Test – wurden lediglich zu Rechnungslegungszwecken und für die damit verbundene Berichterstattung verwendet. Ein kleiner Teil der Unternehmen berücksichtigte die im Rahmen eines Impairment Test ermittelten Kapitalkosten als interne Benchmark- und Steuerungsgröße und stimmten sie regelmäßig mit Analysten und Investoren ab (2016/2017: 9 Prozent; Vorjahr: 8 Prozent). Durch die Diskussion der Parameter erhöhen diese Unternehmen die Transparenz gegenüber ihren Investoren und erhalten 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 Betrachtungsweisen einzubeziehen.

Weitere 9 Prozent (Vorjahr: 10 Prozent) der befragten Unternehmen nutzten die Kapitalkosten und Unternehmenswerte aus wertorientierten Steuerungskonzeptionen – zum Beispiel EVA – im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation. (Abbildung 67)

67 Kommunikation und Nutzung der Kapitalkosten Gesamt (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, 2017

„Die Entwicklung von Kapitalkosten sollte genauso wie die Entwicklung operativer und finanzieller Kennziffern Bestandteil der regelmäßigen Kommunikation der Unternehmen an den Kapitalmarkt sein. Nur wenn die Anteilseigner die Entwicklung der Performance und der Risikoparameter kennen, können sie die Entwicklung des Unternehmenswerts beurteilen.“

Karen Ferdinand
Partner, KPMG in Deutschland

In diesem Jahr stellen wir erstmalig alle branchenspezifischen Abbildungen der Kapitalkostenparameter auf unserer Homepage zur Verfügung.

Unter www.kpmg.de/kapitalkostenstudie-tableau finden Sie in anschaulicher Darstellungsweise sowohl die Planungs- als auch die Kapitalkostenparameter aus der aktuellen Studie als auch die Ergebnisse aller Kapitalkostenstudien der vergangenen Jahre.

Dort haben Sie die Möglichkeit, durch Ihre eigenen Suchkriterien die für Sie relevanten branchen- und/oder länderspezifischen Parameter zu filtern sowie ihre Entwicklungen im Zeitverlauf auszuwählen.

Außerdem können Sie auch den Detaillierungsgrad der Branchenauswertungen erhöhen. Interessierte Leser haben damit erstmals in diesem Jahr die Möglichkeit, Auswertungen nach Teilbranchen der Bereiche **Consumer Markets**, **Chemicals & Pharmaceuticals**, **Financial Services** sowie **Media & Telecommunications** auszuwählen.

Separate Auswertungen haben wir wie im Vorjahr für Bereiche/Teilbereiche vorgenommen, für die wir einen Rücklauf von mindestens fünf Teilnehmern erhalten haben.



Eine Anleitung zur Nutzung der interaktiven Online-Branchenauswertungen sowie beispielhafte Analysen sind im Folgenden dargestellt.

68 Anleitung KPMG-Kapitalkostenstudie 2017 interaktiv

KPMG-Kapitalkostenstudie 2017

PARAMETER GESAMT

zeigt die Entwicklung des Parameters auf Basis aller Teilnehmer auf

PARAMETER GEFILTRT

zeigt die Entwicklung des Parameters auf Basis der gewählten Filterung(en) auf

ALLGEMEINE HINWEISE FILTERUNG

1. Pro Filter (Land, Bereich, Familienunternehmen) ist nur eine Auswahl möglich.
2. Die Filter sind kombinierbar (zum Beispiel Deutschland + Automotive).
3. Eine separate Auswertung erfolgt erst ab einer Anzahl von 5 Antworten.



1 **ANALYSIERTER PARAMETER**
gibt den auf dieser Seite analysierten Parameter an

5 **FILTER DAX-30**
zeigt die Entwicklung des Parameters ausschließlich auf Basis der DAX-30-Teilnehmer aus Deutschland auf

6 **FILTER FAMILIENUNTERNEHMEN**
zeigt die Entwicklung des Parameters ausschließlich auf Basis der Teilnehmer, die sich als Familienunternehmen oder nicht als Familienunternehmen eingeordnet haben

7 **FILTER NACH LAND**
zeigt die Entwicklung des Parameters ausschließlich auf Basis der Teilnehmer des ausgewählten Landes auf

8 **FILTER NACH BEREICH**
zeigt die Entwicklung des Parameters ausschließlich auf Basis der ausgewählten Branche auf

4 **ANZAHL ANTWORTEN**
gibt die Anzahl der Antworten an, auf der die Durchschnittsberechnung basiert

Quelle: KPMG, 2017

KPMG-Kapitalkostenstudie 2017

Detaillierungsgrad der Planungsrechnung

DAX-30
FU
Nicht-FU

- AUTOMOTIVE
- CHEMICALS & PHARMACEUTICALS
- CONSUMER MARKETS**
- ENERGY & NATURAL RESOURCES
- FINANCIAL SERVICES
- HEALTH CARE
- INDUSTRIAL MANUFACTURING
- MEDIA & TELECOMMUNICATIONS
- REAL ESTATE
- TECHNOLOGY
- TRANSPORT & LEISURE
- CHEMICALS
- PHARMACEUTICALS
- CONSUMER MARKETS**
- RETAIL
- BANKING
- INSURANCE
- MEDIA
- TELECOMMUNICATIONS

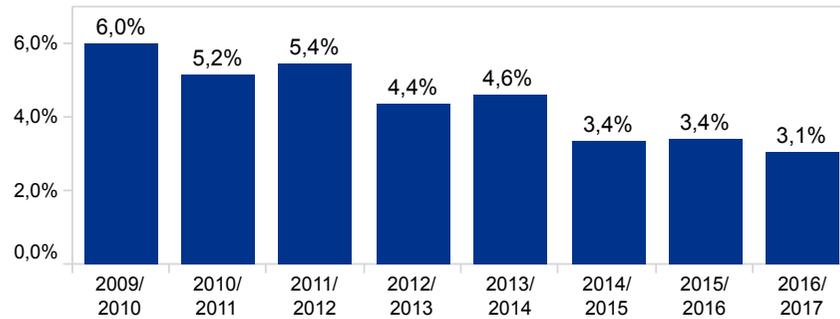
Individualisierte Auswertung Detaillierungsgrad der Planungsrechnung



Quelle: KPMG, 2017

KPMG-Kapitalkostenstudie 2017

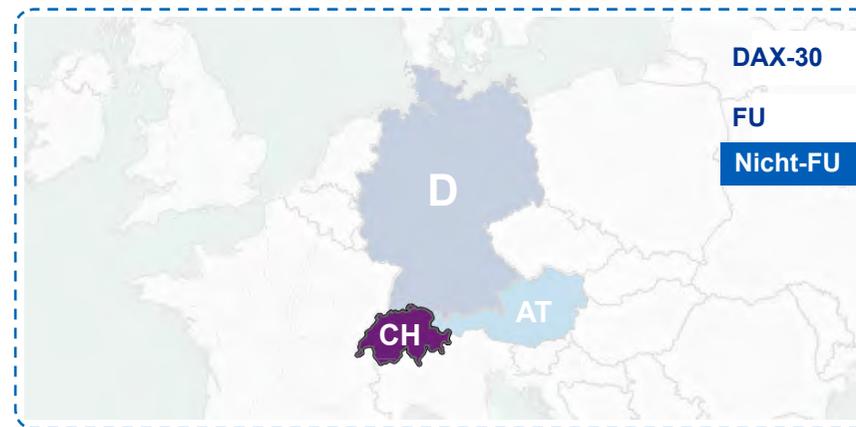
Die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten sind aufgrund des gesunkenen Basiszinssatzes im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls gesunken.



Individualisierte Auswertung Fremdkapitalkosten



Fremdkapitalkosten



AUTOMOTIVE		CHEMICALS	
CHEMICALS & PHARMACEUTICALS		PHARMACEUTICALS	
CONSUMER MARKETS		CONSUMER MARKETS	
ENERGY & NATURAL RESOURCES		RETAIL	
FINANCIAL SERVICES		BANKING	
HEALTH CARE		INSURANCE	
INDUSTRIAL MANUFACTURING		MEDIA	
MEDIA & TELECOMMUNICATIONS		TELECOMMUNICATIONS	
REAL ESTATE			
TECHNOLOGY			
TRANSPORT & LEISURE			

2016/2017
n = 20

Quelle: KPMG, 2017

KPMG-Kapitalkostenstudie 2017

Branchenauswertungen Corporates

Auswahl Bereich

Chemicals & Pha... **CHEMICALS**
PHARMACEUTICALS

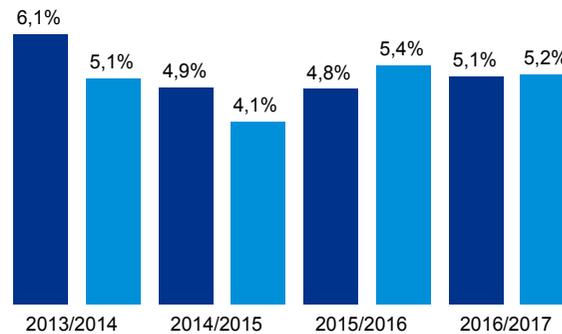
Enter search text

- Automotive
- Chemicals & Pharmaceuticals**
- Consumer Markets
- Energy & Natural Resources
- Health Care
- Industrial Manufacturing
- Media & Telecommunications
- Real Estate
- Technology
- Transport & Leisure

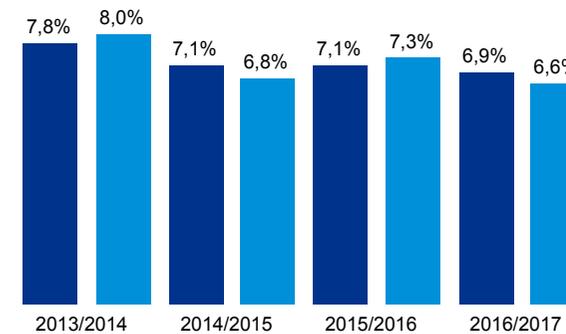
■ Gesamt
■ (Teil-)Bereich



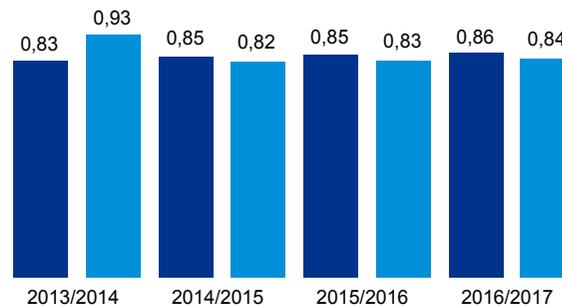
Durchschnittlich verwendetes Umsatzwachstum
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals



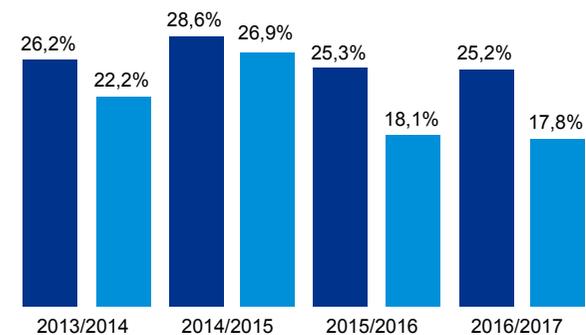
Durchschnittlich verwendeter WACC
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals



Durchschnittlich verwendeter unverschuldeter Betafaktor
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals



Durchschnittlich verwendete Fremdkapitalquote
Gesamt versus Chemicals & Pharmaceuticals



Quelle: KPMG, 2017

Abkürzungsverzeichnis

CAPM	Capital Asset Pricing Model	IAS	International Accounting Standards
CDAX	Alle an der Deutschen Börse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien	IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
CEDA	Corporate Economic Decision Assessment	IFRS	International Financial Reporting Standards
CGU	Cash Generating Unit	KPI	Key Performance Indicator
CVA	Cash Value Added	KRI	Key Risk Indicator
DAX	Deutscher Aktienindex	M&A	Mergers & Acquisitions
DAX-30	Die 30 größten und umsatzstärksten Unternehmen (Blue Chips) an der Deutschen Börse	MDAX	Die nach Größe und Börsenumsatz auf die DAX-30 folgenden Unternehmen an der Deutschen Börse
DCF	Discounted Cash Flow	n/a	Not available
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	n/m	Not meaningful
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	ROCE	Return on Capital Employed
EVA	Economic Value Added	S&P	Standard & Poor's
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
FinTech	Finanztechnologie	US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung	VUKA	Akronym für Volatilität, Unsicherheit, Komplexität und Ambiguität
		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
Dr. Vera-Carina Elter
Partner
Bereichsvorstand Familien-
unternehmen
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

Partner

Deal Advisory, Valuation

KPMG AG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Ludwig-Erhard-Straße 11–17

20459 Hamburg

T +49 40 32015-5690

sschoeniger@kpmg.com

Fachliche Koordination

Dr. Marc Castedello

Partner

Deal Advisory, Head of Valuation Deutschland

KPMG AG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Ganghoferstraße 29

80339 München

T +49 89 9282-1145

mcastedello@kpmg.com

Österreich

Dr. Klaus Mittermair

Partner

Head of Deal Advisory Österreich

KPMG Alpen-Treuhand GmbH

Kudlichstraße 41

4020 Linz

T +43 732 6938-2151

kmittermair@kpmg.at

Schweiz

Johannes Post

Partner

Deal Advisory, EMA Head of Valuation

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.

© 2017 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 trademarks of KPMG International.

Bildnachweis: ©iStock/Ig0rZh (S. 1),
©iStock/lucky-photographer (S. 8),
©iStock/abzee (S. 12), ©iStock/Lysogor (S. 26),
©iStock/JohnCrux (S. 52), ©iStock/
michaelbwood (S. 60), ©iStock/agaliza (S. 64)