

Kapitalkosten als strategisches Entscheidungskriterium

Kapitalkosten als strategisches Entscheidungskriterium

Inhalt

Vorwort	3
Management Summary Kapitalkosten als zentrales Element für strategische Entscheidungen	4
Optimierungsbedarf bei der Kapitalallokation – Umsetzungsstatus in Deutschland und der Schweiz	7
Kapitalkostenbestimmung mittels WACC und CAPM – Die Theorie lässt eine Lücke	17
Kapitalkostenbestimmung in der Praxis – Wie Unternehmen versuchen, die Lücke zu schließen	21
Erfolgsfaktoren für die Umsetzung	27
Die Autoren	29

Vorwort

Die Bestimmung und Anwendung risikogerechter Kapitalkosten spielen für die finanzielle Unternehmensführung eine zentrale Rolle. Aus Sicht der langfristigen Investitionspolitik stehen den Weichenstellungen im Bereich des organischen (firmeninternen) Wachstums solche des externen Wachstums durch Akquisitionen, Kooperationen und Fusionen gegenüber. Besonders anspruchsvoll ist die Handhabung der Kapitalkosten, wenn es um organisches Wachstum geht.

Die firmeninterne Kapitalallokation erfordert regelmäßig die risikopolitische Einstufung von Investitionsprojekten und der davon betroffenen Geschäfts- oder Konzernbereiche, Länder und Regionen. Da sparten- und projektspezifische Kapitalkostensätze vielerorts noch nicht fixiert sind, wird über die Setzung von Mindestrenditen (so genannte Hurdles) unmittelbar Einfluss auf die Evaluation von Investitionsprojekten genommen.

Dabei geht es nicht nur um die "technische" Seite der finanziellen Führung, sondern auch darum, wie sich die unterschiedliche Behandlung der Geschäftseinheiten auf die jeweiligen Führungskräfte auswirkt. Die Bedeutung der Motivations- bzw. Demotivationseffekte überzeugend (oder problematisch) konzipierter Führungsinstrumente darf keinesfalls unterschätzt werden.

Die finanzielle Bewertung von Aktiva und vor allem die Handhabung von risikogerechten Kapitalkosten stellt nur im Lehrbuch ein einfach zu lösendes Problem dar. In der praktischen Umsetzung ergeben sich verschiedene, oft nicht eindeutig zu beantwortende Fragen. Sie lassen Bewertungsvorgänge zuweilen mehr als "Kunst" denn als exakte Wissenschaft erscheinen.

Umso wichtiger sind folgende Anforderungen: Zum einen ist für einen systematisch korrekten Bewertungsansatz zu sorgen, damit bei richtiger Umsetzung der Theorie vermeidbare Schwachstellen erst gar nicht entstehen. Und zum andern sind die Bewertungstools maßgeschneidert auf das einzelne Unternehmen hin auszurichten. Dabei ist wünschbare (Schein-) Genauigkeit mit pragmatischem Realitätssinn zu verbinden. Führungsinstrumente sind letztlich nur so viel wert, wie sie vom Management verstanden, sinnvoll gehandhabt und zu Gunsten möglichst guter, der betrieblichen Wertgenerierung optimal förderlicher Entscheidungen genutzt werden.

Management Summary

Kapitalkosten als zentrales Element für strategische Entscheidungen

Die risikogerechte Allokation des Kapitals stellt nach wie vor eine beträchtliche Herausforderung für zahlreiche Unternehmen dar. Dies ist das Ergebnis einer Befragung, die Roland Berger Strategy Consultants 2005 unter 72 Großunternehmen in Deutschland und der Schweiz durchgeführt hat. Die vorliegende Studie zeigt die bisherige Praxis auf, diskutiert die Stärken und Schwächen der gebräuchlichen Ansätze und leistet einen Beitrag zu einer praxisnahen Lösung.

Wettbewerb um die knappe Ressource Kapital

Der Handlungsdruck ist den Unternehmen wohl bewusst. Denn der Wettbewerb um die Ressource Kapital ist schärfer geworden, seit Renditen international vergleichbar sind und das Kapital den lukrativsten Anlagechancen rund um den Erdball folgen kann. Kapitalallokationsüberlegungen werden im globalen Kampf um finanzielle Mittel zunehmend wichtiger.

Hinzu kommt das geschärfte Bewusstsein für das Risiko von Geschäften – auf Seiten der Investoren wie auch der Unternehmen. Der Shareholder-Value-Ansatz der 90er-Jahre hat in den Fokus gerückt, ob ein Geschäft Wert steigernd oder Wert vernichtend ist. So sehen sich Unternehmen gezwungen, ihre Kapitalerträge und -kosten risikogerecht zu erfassen und im Risikomanagement abzubilden. Doch wie lassen sich in den einzelnen Geschäftsfeldern divergierende Risikostrukturen in den Kapitalkosten abbilden?

Risikogerechte Kapitalallokation als zentrale Herausforderung

Im Zuge der Internationalisierung haben viele große Unternehmen ihre Geschäftsbereiche mit weitgehender Autonomie und Ergebnisverantwortung ausgestattet. Zentrale Aufgabe der strategischen Steuerung diversifizierter Unternehmen ist die Kapitalallokation, d.h. die Verteilung der knappen Finanzmittel auf die einzelnen Geschäftsbereiche. Dabei müsste die unterschiedliche Risiko- und Rendite-Situation der einzelnen Geschäftsbereiche berücksichtigt werden.

In der Praxis geben die meisten Unternehmen jedoch nach wie vor eine undifferenzierte Rendite vor. Implizit unterstellen sie damit gleiche Kapitalkosten und eine identische Risiko-Rendite-Situation für alle Geschäftsfelder. Bei breit diversifizierten Unternehmen mit heterogenen Geschäftsfeldern kann dies jedoch zu erheblichen Fehlallokationen des Kapitals führen.

Kapitalkosten sollten daher für die einzelnen Geschäftsfelder differenziert und risikogerecht bestimmt werden.

Die Theorie lässt Lücken

In der Praxis verwenden Unternehmen das Kapitalkostenkonzept (WACC) und das Capital Asset Pricing Model (CAPM). WACC beruht auf der Idee, dass die Kosten für Eigen- und Fremdkapital separat bestimmt und entsprechend dem Anteil am Gesamtkapital gewichtet werden. Die Bedingungen der Kapitalbeschaffung hängen von Renditeforderungen des Kapitalmarkts ab. Zur Bestimmung der geforderten Eigenkapitalrendite bildet das Capital Asset Pricing Model (CAPM) eine anerkannte Basis.

Die Umsetzung dieser theoretischen Konzepte führt in der Praxis jedoch häufig zu erheblichen Problemen, vor allem wenn die notwendigen Daten fehlen. Diese Probleme verschärfen sich, wenn das Modell auf einzelne Geschäftsbereiche angewandt werden soll.

Ziel und Vorgehen der Studie

Die vorliegende Studie will einen Beitrag zu einer praxisnahen Lösung dieser Probleme leisten. Sie stellt die derzeitige Praxis der Kapitalkostenallokation in deutschen und schweizerischen Unternehmen vor, erläutert viel versprechende Ansätze und benennt die Erfolgsfaktoren für die Umsetzung des Kapitalkostenkonzepts auf Geschäftsbereichsebene.

72 CFOs bzw. die Verantwortlichen für Accounting und Controlling der Top-500-Unternehmen in Deutschland (Wirtschaftswoche 2004) und der Top-100-Unternehmen in der Schweiz (Bilanz 2004) beteiligten sich an der Studie. Unter den zurückgesandten Fragebögen waren zwölf der zwanzig größten deutschen und vier der zehn größten Schweizer Unternehmen vertreten. 86 Prozent der Unternehmen, die in der Studie ausgewertet wurden, erzielen mehr als eine Milliarde Euro Umsatz.

Die Unternehmen sind in verschiedenen Branchen tätig. Rund 80 Prozent von ihnen haben mindestens drei strategische Geschäftsbereiche. Knapp zwei Drittel der befragten Unternehmen erzielen ihren Umsatz auch in Medium-Risk-Ländern wie z.B. China. Ein Viertel der Unternehmen sind sogar in High-Risk-Ländern wie z.B. dem Irak tätig.

Die Studie beantwortet u.a. die folgenden Fragen:

- > Welche Bedeutung hat die Kapitalallokation in Großunternehmen?
- > Wie ermitteln Großunternehmen ihre Kapitalkosten und welche Probleme begegnen ihnen dabei?
- > Bei welchen Unternehmensentscheidungen spielen Kapitalkosten eine zentrale Rolle?

- > Inwieweit werden für unterschiedliche Divisionen oder Geschäftsfelder differenzierte Kapitalkosten eingesetzt?

Wichtigste Ergebnisse der Studie

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die optimale Allokation von Kapital auf Basis differenzierter Kapitalkosten für die befragten Unternehmen von hoher und zunehmender Bedeutung ist. Allerdings wird die heutige Praxis in den Unternehmen diesem Anspruch noch nicht gerecht:

- > Für 78 Prozent der befragten Unternehmen hat die optimale Kapitalallokation einen hohen oder äußerst hohen Stellenwert – zukünftig sogar für 96 Prozent.
- > Rund drei Viertel der befragten Unternehmen begegnen jedoch in der Praxis Problemen, vor allem bei der risikogerechten Bestimmung der Mindestverzinsung.
- > Die Kapitalkosten, eine wesentliche Basis für die Allokation von Kapital, werden heute nur bei 47 Prozent der befragten Unternehmen nach Divisionen, Regionen, oder Projekten differenziert. Zukünftig wollen jedoch 82 Prozent differenzieren.
- > Die daraus resultierende Fehlallokation von Kapital führt nach eigenen Angaben bei rund einem Drittel der Unternehmen zu einer Verschlechterung des Unternehmensergebnisses um mindestens 10 Prozent.

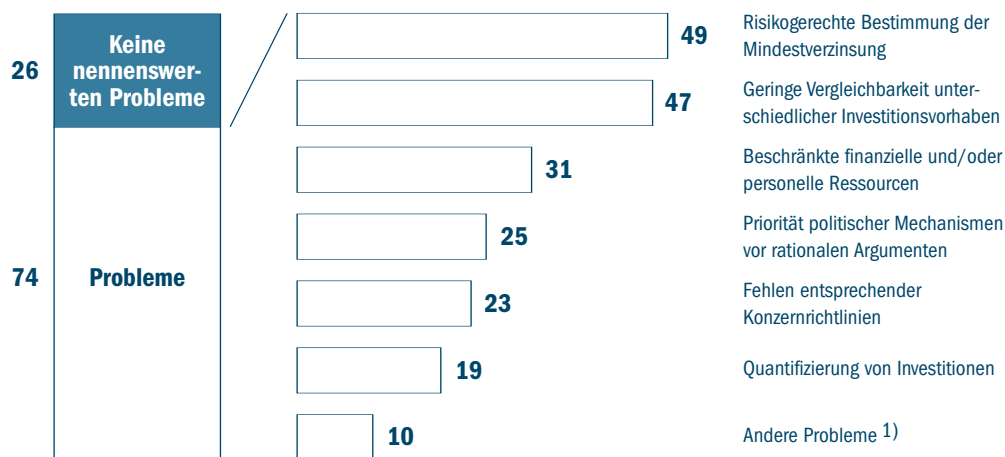
Unternehmen, die ihre Kapitalkosten bereits differenzieren, um so die Basis für eine optimale Kapitalallokation zu schaffen, verwenden folgende Ansätze und Methoden:

- > Allgemeine Länderrisiken, Zins-, Inflations- und Währungsrisiken sowie die spezifische Branchenentwicklung werden als die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Differenzierung von Kapitalkosten angesehen.
- > Zur Bestimmung der Kapitalkosten wird am häufigsten der WACC-Ansatz eingesetzt.
- > Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Rahmen des WACC wird vor allem CAPM angewandt. Dabei wird das Beta bei nicht börsennotierten Unternehmen vor allem durch Benchmarking hergeleitet.

Optimierungsbedarf bei der Kapitalallokation – Umsetzungsstatus in Deutschland und der Schweiz

Unsere Studie hat ergeben, dass die Kapitalallokation die meisten Unternehmen vor erhebliche Herausforderungen stellt. Drei Viertel der befragten Unternehmen bekundeten signifikante Probleme bei der Kapitalallokation.

Probleme bei der Kapitalallokation [%; Mehrfachnennungen]



1) Andere genannte Probleme beinhalten: Unsichere Planungsbasis, Druck der Rating-Agenturen, Modelldiskussion (CAPM etc.), steuerliche Restriktionen, finanzielle Sicht hat gegenüber der strategischen Sicht das Nachsehen, Probleme bei der Allokation der Kapitalkosten auf Sparten

Besonders schwierig ist die Bestimmung einer risikogerechten Mindestverzinsung – fast die Hälfte der Unternehmen sahen hier ein Problem, im Handel sogar 86 Prozent und im Dienstleistungsbereich 80 Prozent der Unternehmen.

An zweiter Stelle steht die geringe Vergleichbarkeit von Investitionsvorhaben. 67 Prozent der Maschinenbau- und Metall verarbeitenden Unternehmen sowie der Holdings sehen hier ein Problem.

Beschränkte Ressourcen spielen eine wesentliche Rolle für zwei Drittel der Holdings, für 54 Prozent der Maschinenbau- und Metall verarbeitenden Unternehmen sowie für die Hälfte der Handelsunternehmen. Politische Probleme sind vor allem in den Branchen Transport und Logistik

(57 Prozent) sowie Dienstleistung (50 Prozent) ein Thema. Fehlende Konzernrichtlinien wurden mit 86 Prozent weit überdurchschnittlich häufig von Handelsunternehmen genannt. Quantifizierungsprobleme beschäftigen vor allem Dienstleistungsunternehmen, 40 Prozent von ihnen nannten sie. Zudem wurden eine unsichere Planungsbasis, die Priorität der strategischen gegenüber der finanziellen Sicht, Modelldiskussionen, der Druck von Rating-Agenturen sowie steuerliche Restriktionen genannt.

Fehlallokationen wirken sich negativ auf das Geschäftsergebnis aus

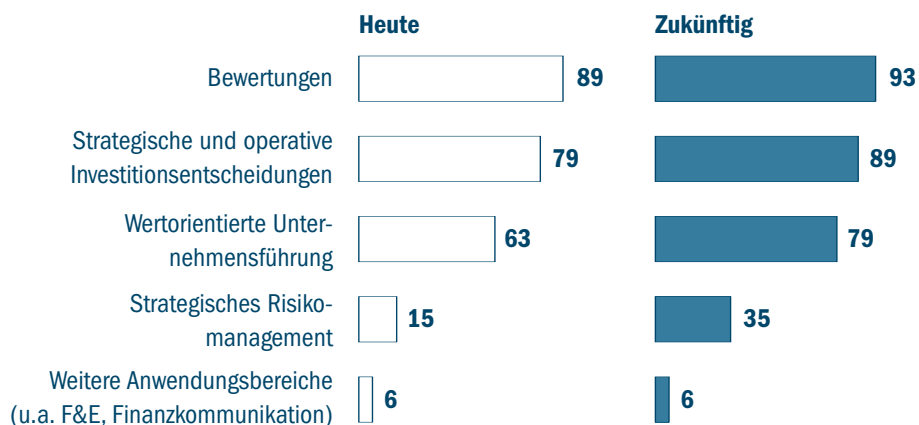
Fehlallokationen verschlechterten bei rund einem Drittel der Unternehmen das Geschäftsergebnis bzw. den Unternehmenswert um zehn Prozent und mehr. Gut ein weiteres Drittel der befragten Unternehmen gaben an, dass Fehlallokationen das Geschäftsergebnis um fünf bis zehn Prozent verschlechtern haben.

In der Maschinenbau- und Metall verarbeitenden Industrie sowie im High-tech-Bereich sind es je 50 Prozent, in Telekommunikation, IT und Medien sowie in der Energieversorgung je rund 40 Prozent, bei denen Fehlallokationen das Ergebnis erheblich negativ beeinflussten, in der Lebensmittelindustrie sogar 75 Prozent.

Es überrascht also nicht, dass bereits heute 78 Prozent der befragten Unternehmen einer optimalen Kapitalallokation hohen oder gar äußerst hohen Stellenwert zumessen. In Zukunft wird sich kaum mehr ein Unternehmen dieser Sicht entziehen.

Kapitalmarktorientierte Ansätze sind weit verbreitet – Tendenz steigend

Zentrale Anwendungsbereiche von Kapitalkosten [%; Mehrfachnennungen]



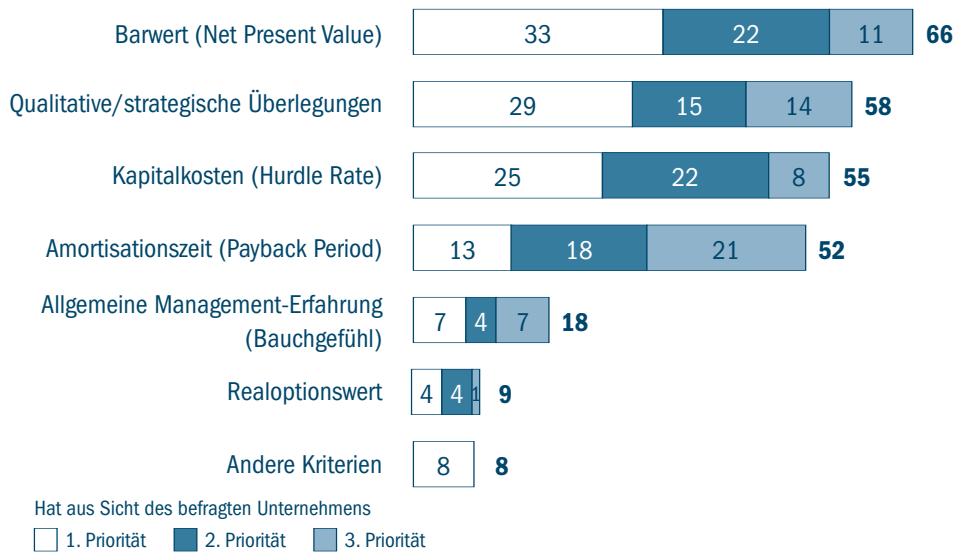
Kapitalkosten werden vor allem eingesetzt, wenn es um Bewertungen geht, wenn z.B. im Zuge von Fusionen und Unternehmenskäufen, Impairment-Tests oder IPOs der Discounted Free Cash Flow ermittelt wird. Strategische und operative Investitionsentscheidungen, z.B. bei aktivem Portfoliomanagement oder anstehenden Ersatzinvestitionen, geben heute knapp 80 Prozent der Unternehmen als zentrales Anwendungsgebiet an.

63 Prozent der befragten Unternehmen setzen Kapitalkosten bereits bei der wertorientierten Unternehmensführung ein, z.B. über EVA. In der Chemie- und Pharmabranche sowie der Automobilindustrie ist die wertorientierte Unternehmensführung sogar bei allen befragten Unternehmen Tatsache.

Die Bedeutung der Kapitalkostenthematik wird in jedem genannten Anwendungsbereich zunehmen; besonders bemerkenswert ist die Steigerung um 20 Prozentpunkte beim strategischen Risikomanagement.

Kapitalkosten spielen bei Investitionsbeurteilungen eine wichtige Rolle

Kriterien zur Beurteilung von Investitionen [%; Mehrfachnennungen]



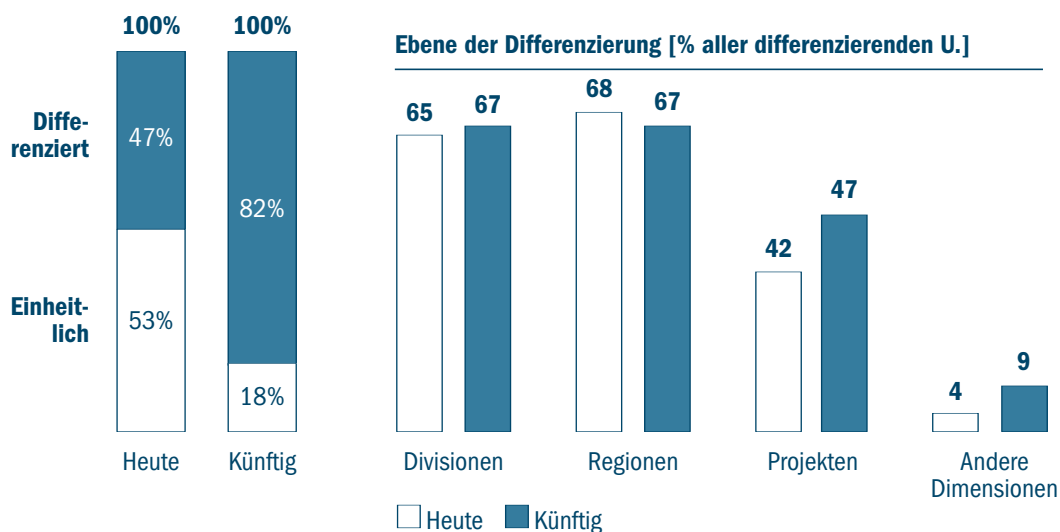
Kapitalkosten spielen bei Investitionsentscheidungen sowohl als direkte Hurdle Rate wie auch in der Barwertmethode eine bedeutende Rolle. 55 Prozent der Unternehmen sehen die direkte Hurdle Rate als eines der drei wichtigsten Beurteilungskriterien, für rund ein Viertel der befragten

Unternehmen hat sie sogar oberste Priorität. Insbesondere Automobil- sowie Chemie- und Pharmaunternehmen verwenden Kapitalkosten als direkten Benchmark für die Bewertung.

Zwei Drittel der Unternehmen messen dem Barwert zentrale Bedeutung bei, für ein Drittel hat er höchste Priorität. Es handelt sich dabei insbesondere um Unternehmen im Automobil- und Energiebereich.

Künftig wollen mehr Unternehmen ihre Kapitalkosten differenzieren

Kapitalallokation in der Praxis [%]



Gründe für einheitliche Anwendung [%], Mehrfachnennungen]

- 46 Informationsbasis für differenzierte Kapitalkosten fehlt
- 38 Alle Divisionen, Regionen und Projekte haben gleiche Risikostrukturen
- 32 Es gab bisher keine fundierte Auseinandersetzung mit dem Thema
- 8 Mangelnde Fachkenntnisse erschweren differenzierte Anwendung
- 5 Mangel an personellen Ressourcen erschwert differenzierte Anwendung
- 22 Sonstige Gründe

Neben diesen quantitativen Kriterien haben qualitative und strategische Überlegungen bei der Beurteilung von Investitionen ebenfalls einen hohen Stellenwert. Aufwändigere Methoden wie Real Options sind dagegen von untergeordneter Bedeutung.

Einheitliche Sätze kommen heute noch in allen Branchen häufig zur Anwendung, überdurchschnittlich oft bei Lebensmittelfirmen (drei Viertel der befragten Unternehmen), im Automobilbereich (zwei Drittel), in Transport und Logistik (63 Prozent), in der Maschinenbau- und Metall verarbeitenden Industrie (60 Prozent) sowie bei Dienstleistungsunternehmen (60 Prozent). Als Hauptgrund für die Verwendung undifferenzierter Kapitalkostensätze wird die fehlende Informationsbasis genannt.

Künftig wollen jedoch 82 Prozent der befragten Unternehmen ihre Kapitalkosten differenzieren. Differenzierte Kapitalkosten finden sich heute vor allem in der Chemie- und Pharmaindustrie (70 Prozent), bei Hightech-Unternehmen (zwei Drittel), sowie in der Telekom-, IT- und Medienbranche (60 Prozent). Bestimmend für die Ebene der Differenzierung ist dabei häufig die jeweilige Organisationsstruktur: So differenzieren z.B. Chemie- und Pharmafirmen meist nach Regionen (86 Prozent) bzw. Divisionen (71 Prozent), Hightech-Unternehmen hingegen nach Projekten (100 Prozent). Auf der Ebene der Differenzierung sind in Zukunft keine wesentlichen Verschiebungen zu erwarten.

Kleinere Unternehmen – wenige Kapitalkostensätze, größere Unternehmen – viele Kapitalkostensätze

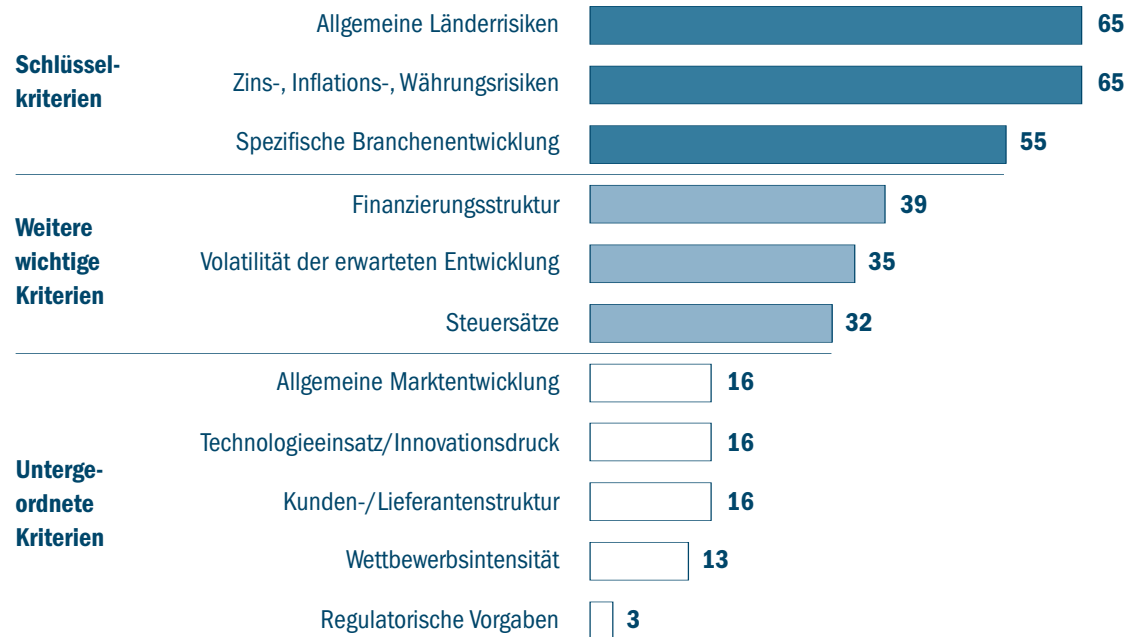
35 Prozent der Unternehmen, die ihre Kapitalkosten differenzieren, verwenden nur zwei oder drei Kostensätze, gut ein Viertel hingegen mehr als fünfzehn.

Die Anzahl der Kostensätze hängt stark von der Größe der Unternehmen ab: 80 Prozent der differenzierenden Unternehmen mit weniger als zehn Milliarden Euro Umsatz verwenden zwischen zwei und neun Kostensätzen. Noch höher, bei 86 Prozent, liegt der Anteil der Unternehmen mit einem Umsatz von mindestens zehn Milliarden Euro, die mehr als zehn Kostensätze nutzen.

Kapitalkosten werden in erster Linie nach allgemeinen Risiken differenziert

Kriterien für die Differenzierung von Kapitalkosten

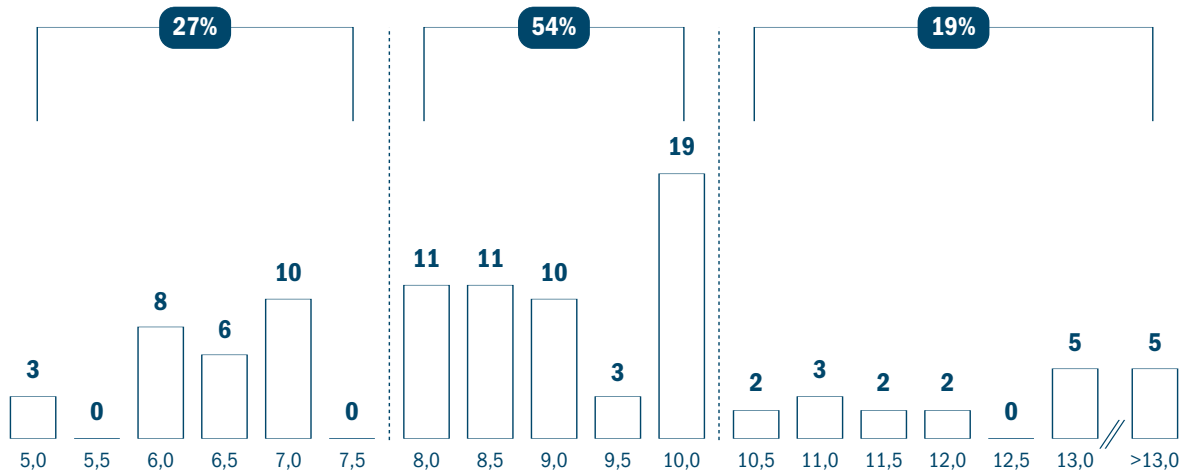
[%; Mehrfachnennungen]



65 Prozent der Unternehmen, die heute Kapitalkosten differenzieren, gaben allgemeine Risiken des ökonomischen Umfelds als wichtigste Bestimmungsfaktoren an: Standort-, Zins-, Inflations- und Währungsrisiken. Weitere wesentliche Kriterien sind die spezifische Branchenentwicklung, die jeweilige Finanzierungsstruktur, die Volatilität der erwarteten Entwicklung sowie die Steuersätze.

Die meisten Unternehmen verwenden Kapitalkostensätze zwischen acht und zehn Prozent

Höhe der durchschnittlichen Kapitalkostensätze [%]



Gut ein Viertel der Unternehmen verwenden Sätze unter acht Prozent, nicht einmal ein Fünftel Sätze über zehn Prozent. Bei mehr als der Hälfte der Befragten liegen die Kapitalkostensätze also zwischen acht und zehn Prozent.

In Deutschland scheinen die Sätze tendenziell etwas höher zu sein als in der Schweiz, was nicht zuletzt auch mit dem unterschiedlich hohen Zinsniveau der beiden Länder zu tun hat.

WACC ist mit Abstand das wichtigste Verfahren zur Bestimmung von Kapitalkosten

83 Prozent der Unternehmen bestimmen ihre Kapitalkosten mit dem Ansatz Weighted Average Cost of Capital (WACC), d.h. sie ermitteln Eigen- und Fremdkapitalkosten getrennt. Die überwiegende Mehrheit (79 Prozent) setzt ausschließlich WACC ein.

Die restlichen Unternehmen stützen sich auf die Expertenmeinung des Managements und/oder auf eine Abschätzung über die Fremdkapitalzinsen. Komplexere Verfahren wie Multifaktor-Modelle oder kapitalmarktbasierende Bewertungsmethoden wie das Dividend Growth Model finden in keinem der befragten Unternehmen Anwendung.

Fast die Hälfte der Unternehmen aktualisieren ihre Kapitalkosten jährlich

48 Prozent der Firmen aktualisieren ihre Kapitalkostensätze jährlich. 14 Prozent überprüfen die Kapitalkosten lediglich alle zwei bis drei Jahre. 10 Prozent der Unternehmen nehmen keine Anpassungen vor, sondern legen die Sätze einmal fest.

Zur Schätzung der Eigenkapitalkosten setzen zwei Drittel aller Unternehmen CAPM ein

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist das weitaus wichtigste Verfahren zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten. Jedoch arbeiten immerhin ein Drittel der Unternehmen auch oder ausschließlich mit pauschaler Abschätzung.

Auch in diesem Zusammenhang kommen kaum komplexere Bewertungsverfahren vor: Das auf Real Options basierende Market-Derived Capital Pricing Model (MCPM) beispielsweise wurde nur zweimal genannt. Einige Unternehmen gaben auch an, sich bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten auf Expertenmeinungen, ein vereinfachtes CAPM oder auf Konzernvorgaben zu stützen.

Fast zwei Drittel der Unternehmen arbeiten ausschließlich mit dem nicht adjustierten Raw-Beta-Faktor

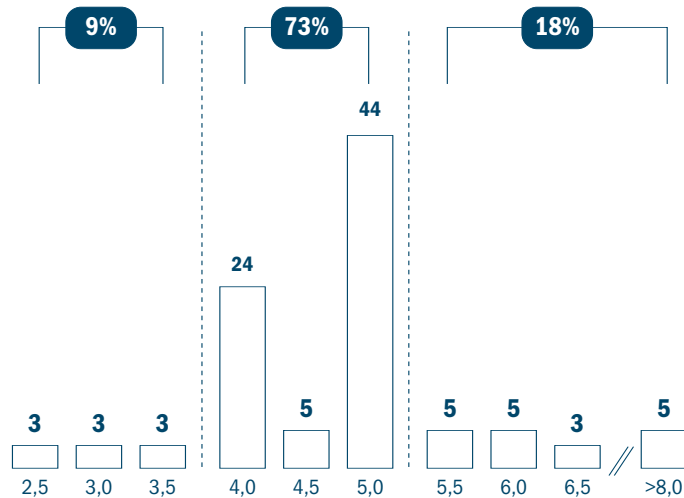
Fast zwei Drittel der Unternehmen, die sich auf CAPM stützen, verwenden nur den klassischen (nicht adjustierten) Beta-Faktor. Den Adjusted Beta, der im Gegensatz zum klassischen Beta-Faktor nicht nur historische Daten zu Grunde legt, sondern auch künftige Entwicklungen berücksichtigt, verwenden gut ein Drittel der Unternehmen auch oder ausschließlich.

83 Prozent der Unternehmen verwenden Benchmarks, um den Beta-Faktor nicht kotierter Einheiten festzulegen

Um im Rahmen des CAPM den Beta-Faktor nicht kotierter Einheiten zu bestimmen, verwenden 83 Prozent der Unternehmen Benchmarks vergleichbarer, börsennotierter Unternehmen. 17 Prozent stützen sich auf qualitative Ansätze wie etwa das Scoring-Verfahren; 14 Prozent verwenden andere analytische oder quantitative Ansätze.

Fast drei Viertel der Unternehmen verwenden Marktrisikoprämien zwischen vier und fünf Prozent

Höhe der Marktrisikoprämie [%]



Fast drei Viertel aller Unternehmen verwenden Marktrisikoprämien in Höhe von vier bis fünf Prozent. Mit den höchsten Durchschnittssätzen arbeiten Maschinenbau und Metall verarbeitende Unternehmen, die niedrigsten Sätze verwenden Chemie/Pharma sowie Transport und Logistik. Außerdem zeigt sich, dass Unternehmen mit Umsätzen und Vermögenswerten in High-Risk-Ländern einen leicht höheren Satz von rund 5,2% verwenden.

Zur Bestimmung der Marktrisikoprämien ziehen die befragten Unternehmen eine Vielzahl von Quellen heran: Marktstudien, Analystenberichte oder Bankpublikationen; historische Risikoprämie und Aktienindices. Zusätzlich setzen manche Konzerne auch individuelle oder pauschale Vorgaben.

Über vier Fünftel der Unternehmen zieht nationale Staatsanleihen als risikolose Referenzgröße heran – Laufzeit meist zehn Jahre

83 Prozent der Unternehmen ziehen nationale Staatsanleihen als Referenzgröße zur Bestimmung der risikofreien Anlage heran. 26 Prozent stützen sich auch oder ausschließlich auf internationale Staatsanleihen. Als weitere Referenzgrößen werden Erfahrungs- und Durchschnittswerte, andere internationale Anleihen sowie Erwartungen bezüglich Realzinsen und Inflation genannt. Die Laufzeit der Referenzanlagen beträgt überwiegend zehn Jahre.

Die risikofreie Anlage wird meist über eine Betrachtung des Gegenwartswerts bestimmt

42 Prozent der Unternehmen verwenden eine reine Gegenwartsbetrachtung zur Bewertung der risikofreien Anlage, d.h. sie ziehen den Gegenwartswert der risikolosen Referenzanlage heran. 29 Prozent kombinieren vergangenheits- und zukunftsorientierte Betrachtungen. 17 Prozent stützen sich ausschließlich auf vergangenheitsorientierte, nur 12 Prozent ausschließlich auf zukunftsorientierte Betrachtungen.

Fast die Hälfte der mit aktuellen Finanzierungsquoten arbeitenden Unternehmen verwenden Marktwerte für Eigen- und Fremdkapital

70 Prozent aller Unternehmen bedienen sich aktueller Finanzierungsquoten, um ihre Finanzierungsverhältnisse zu bestimmen. Bei rund der Hälfte dieser Unternehmen basieren Eigen- und Fremdkapital auf Marktwerten. 37 Prozent verwenden Buchwerte und rund ein Sechstel stützen sich auf Fremdkapital-Buchwerte und Eigenkapital-Marktwerte.

30 Prozent gewichten die Kapitalkosten nicht auf Basis der aktuellen Finanzierungsverhältnisse, sondern mit Hilfe von Zielquoten.

Implikationen – Quo vadis?

Kapital-Fehlallokationen wirken sich häufig gravierend aus: Wie eingangs gezeigt, haben sie das Geschäftsergebnis von rund einem Drittel der befragten Unternehmen um mindestens 10 Prozent verschlechtert. Dennoch differenzieren nur knapp die Hälfte der befragten Unternehmen die Kapitalkosten, um den unterschiedlichen Risiko- und damit Kostenstrukturen der jeweiligen Unternehmensbereiche Rechnung zu tragen. Und selbst wenn Kapitalkosten differenziert bestimmt werden, muss man oft davon ausgehen, dass die Eigenkapitalkosten pauschal geschätzt und individuelle Risikostrukturen der Geschäftsbereiche nicht adäquat abgebildet werden.

Die Situation in vielen Unternehmen zeigt, dass eine differenzierte Kapitalkostenallokation zwar nötig und auch erwünscht ist, in der Praxis aber vielerorts noch in den Anfängen steckt und mit entsprechenden Problemen zu kämpfen hat. Hauptgrund für die nur sehr zögerliche Einführung entsprechender Konzepte scheint zu sein, dass Daten zur Risikostruktur der Geschäftsbereiche nicht ausreichend zur Verfügung stehen. Nutzt man CAPM, ist das Schlüsselement eine differenzierte Bestimmung des Beta-Faktors – sie ist jedoch vor allem im Falle nicht börsennotierter Einheiten problematisch.

Kapitalkostenbestimmung mittels WACC und CAPM – Die Theorie lässt eine Lücke

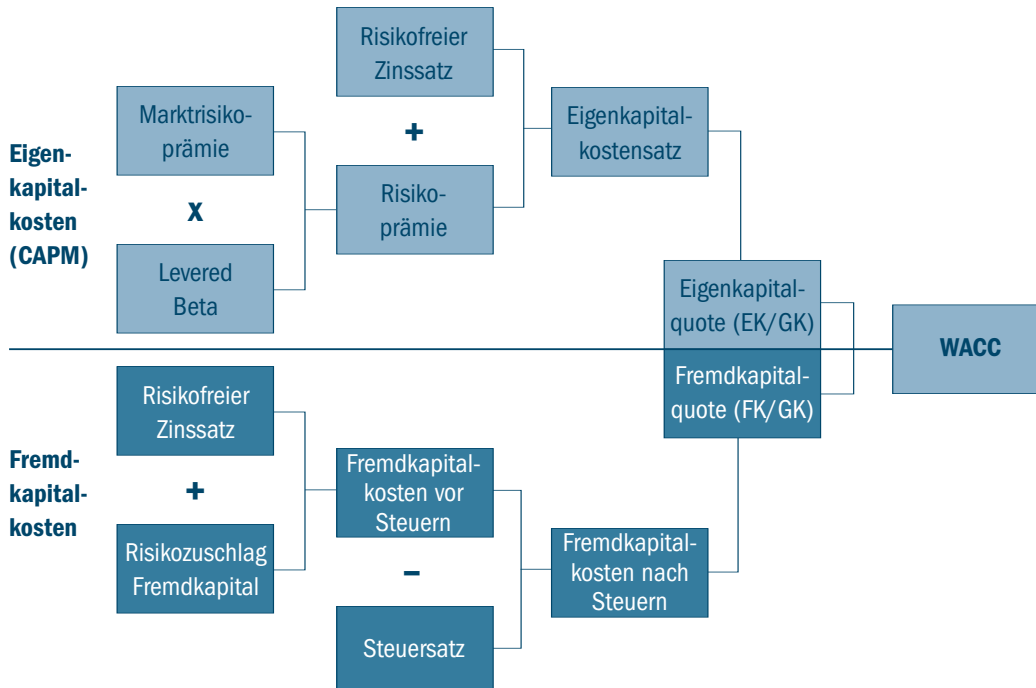
Die Kapitalkostenbestimmung mit dem WACC-Ansatz und der CAPM-Methode basiert auf anspruchsvollen finanzmarkttechnischen Grundlagen. Dieses Kapitel soll die theoretische Basis der Konzepte kurz darlegen und aufzeigen, wo in der praktischen Umsetzung die größte Herausforderung liegt.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Das WACC-Konzept geht davon aus, dass ein Unternehmen zur Finanzierung seiner Geschäftstätigkeit sowohl über Fremd- als auch Eigenkapital verfügen kann. Beide Finanzierungsarten bringen üblicherweise unterschiedliche Kosten mit sich, die das Unternehmen zu decken hat. Im Falle des Fremdkapitals müssen hauptsächlich Zinsen entrichtet werden, bei Eigenkapital ist eine Rendite zu erzielen, welche die Eigenkapitalgeber zufrieden stellt.

Beim WACC-Ansatz wird für beide Finanzierungsarten jeweils (mindestens) ein Kostensatz bestimmt, der entsprechend dem jeweiligen Anteil am Gesamtkapital zu gewichten ist.

WACC-Treiberbaum



Der Eigenkapitalkostensatz – Hauptproblem bei der Kalkulation durchschnittlicher Kapitalkosten

Fremdkapitalkosten festzulegen ist im Allgemeinen relativ einfach: Man kann sich dabei entweder auf vertraglich fixierte Zinszahlungen oder auf aktuelle Marktkonditionen stützen.

Bei einer Eigenkapitalfinanzierung besteht in der Regel jedoch keine explizite Vereinbarung über die Zahlung eines Entgelts. Eigenkapitalgeber erwarten aber eine gewisse Verzinsung, wenn sie Kapital zur Verfügung stellen. Die Höhe dieser Verzinsung ist normalerweise an die Höhe des Risikos für den Geldgeber gekoppelt.

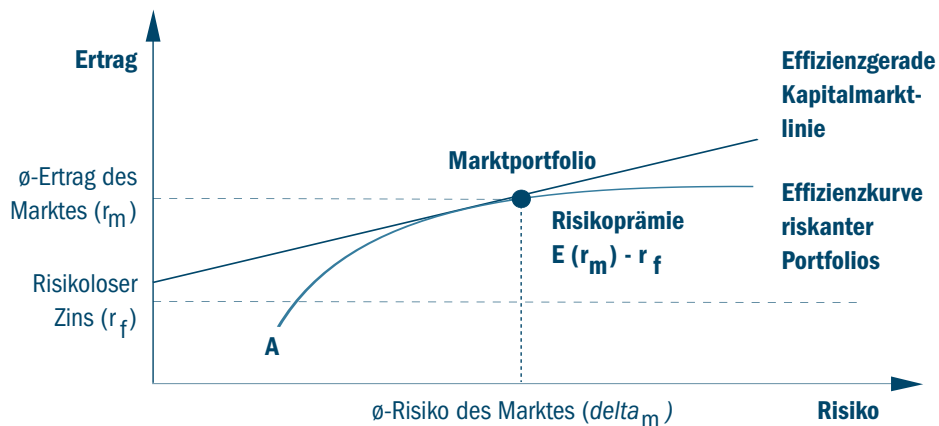
Zur Bestimmung dieses Eigenkapitalkostensatzes existieren unterschiedliche Ansätze: z.B. der Gewinnansatz, das Dividendenwachstum-Modell, Multifaktoren-Modelle (z.B. Arbitrage Pricing Theory) und das bereits genannte Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CAPM ist der einzige Ansatz, der sich in der Praxis durchgesetzt hat. Daher soll er näher erläutert werden, obwohl er mit diversen Annahmen arbeitet und – wie alle theoretischen Modelle – Schwachstellen aufweist.

CAPM besagt, dass das Eigenkapital als risikobehaftete Anlage betrachtet werden kann. Die Eigenkapitalkosten müssen daher dem Ertrag einer alternativen risikobehafteten Anlage mit identischer Risikostruktur im Markt entsprechen. Auf diese Weise können die Eigenkapitalkosten objektiv, nämlich im Marktvergleich, bestimmt werden.

Erwartete Rendite = Risikoloser Zinssatz + Systematisches Risiko (beta) x Marktrisikoprämie



Basisgleichung des CAPM

Ausgangspunkt des CAPM ist die Effizienzkurve riskanter Portfolios, die aus der Markowitzschen Portfoliotheorie abgeleitet ist und die möglichen Anlagen (meist Aktien) im Markt zusammenfasst. Sie beruht auf der Annahme, dass rationale Anleger bei identischen Risiken immer die Anlage mit der höheren Rendite und bei identischen Renditen immer die Investition mit dem geringeren Risiko bevorzugen. Nicht effiziente Anlagen werden im Preis fallen bzw. steigen, bis sie die Bedingung der Effizienz wieder erfüllen.

Im Markt existieren aber immer auch Anlagen, deren Risiko gegen Null geht, beispielsweise Staatsanleihen großer Industrienationen. Jeder Investor kann sein Risiko verringern, indem er eine risikofreie Anlage zukaft, allerdings nur um den Preis einer niedrigeren Rendite. Mit einem solchen Mischportfolio können sämtliche Rendite-Risiko-Kombinationen auf der Kapitalmarktlinie abgebildet werden. Diese Portfolios sind an Effizienz nicht zu überbieten, denn keine Anlage bringt bei gleichem Risiko mehr Ertrag oder birgt bei gleichem Ertrag weniger Risiko. In einem Mischportfolio beträgt das so genannte unsystematische Risiko gleich Null und ein Investor trägt nur noch einen von ihm frei wählbaren Anteil an systematischem Risiko. Das systematische Risiko beschreibt den Teil des Gesamtrisikos einer Anlage, der sich nicht durch Diversifikation eliminieren lässt. Für dieses Risiko muss er mit einer Prämie entschädigt werden, die einem Aufpreis auf den risikolosen Zinssatz entspricht.

Jede Anlage hat ein anderes systematisches Risiko, jede Anlage korreliert aber auch mit dem Marktportfolio. Diese Korrelation ist das Maß für das systematische Risiko in einer Anlage: Sie wird als Beta-Faktor bezeichnet, wobei der Beta-Wert Eins einer perfekten Korrelation mit dem Marktportfolio entspricht. Niedrigere Betas kennzeichnen Anlagen, die weniger sensitiv sind und damit geringere systematische Risiken als der Index beinhalten. Beta-Werte größer als Eins signalisieren überdurchschnittliche Risiken, die durch höhere relative Erträge aufgewogen werden wollen.

Bestimmung des Beta-Werts als Schlüsselherausforderung

Die Logik und Eleganz von CAPM ist bestechend: Das Risiko und damit die geforderte Verzinsung kann für jede Anlage rational bestimmt werden, sofern nur drei Variablen bekannt sind: risikoloser Zinssatz, Marktrisikoprämie und individueller Beta-Faktor. Risikoloser Zinssatz und Marktrisikoprämie können relativ einfach über Indizes oder Marktstudien abgebildet werden. Die größte Herausforderung beim CAPM ist die Bestimmung des Beta-Faktors.

Bei börsennotierten Unternehmen ist der Beta-Faktor mittels historischer Daten über ein Regressionsverfahren zu berechnen. Die dazu nötige umfassende Stichprobe von Daten erhält man, indem man die Renditen der betrachteten Aktie und des Marktindex über einen bestimmten Zeitraum hinweg beobachtet. Finanzdatenbanken wie Bloomberg oder Datastream bieten diese Dienstleistung an.

Raw Beta und Adjusted Beta

Je nachdem, ob ausschließlich historische Daten zu Grunde gelegt oder auch künftige Entwicklungen mit berücksichtigt werden, spricht man von Raw Beta oder Adjusted Beta.

Das Adjusted Beta geht von der Annahme aus, dass Unternehmen im Laufe der Zeit diversifizieren und sich ihre Beta-Werte daher immer mehr in Richtung Eins, also in die Nähe des Marktportfoliowerts, bewegen. Viele Unternehmen diversifizieren zwar tatsächlich, allerdings in sehr unterschiedlichem Ausmaß. Die Verwendung des Adjusted Beta ist daher nicht unumstritten.

Datenzeitraum

Der Datenzeitraum für die Erhebung sollte möglichst nahe an der Gegenwart liegen, damit Beta-Werte nicht durch historische makroökonomische oder branchenspezifische Faktoren verfälscht werden. Besonders wichtig ist diese zeitliche Nähe für die Bestimmung des Adjusted Beta, bei der Daten der Vergangenheit für eine Prognose herangezogen werden. Am häufigsten werden zwei Jahre als Datenzeitraum zu Grunde gelegt.

Welcher Zeitraum und welches Beta – Raw oder Adjusted – verwendet werden sollen, gilt es jeweils sorgfältig abzuwägen.

Beta-Bestimmung bei nicht börsennotierten Unternehmen oder Geschäftsbereichen

Viele Unternehmen, Divisionen oder Geschäftsbereiche sind jedoch nicht börsennotiert, folglich kann der Beta-Wert auch nicht über eine historische Regressionsanalyse bestimmt werden. Für diesen Fall werden in der Theorie aktuell drei Typen von Ansätzen zur Beta-Ermittlung diskutiert:

- > Analogie-Ansätze: Benchmarking mit vergleichbaren Unternehmen
- > Qualitative Ansätze: subjektive Einschätzung von bedeutenden Risikofaktoren
- > Analyse-Ansätze: analytische Festlegung von ökonomischen Bestimmungsfaktoren des Beta-Faktors

Kapitalkostenbestimmung in der Praxis – Wie Unternehmen versuchen, die Lücke zu schließen

Das größte Problem in der Praxis ist die Festlegung eines risikogerechten Verzinsungsfaktors beim Eigenkapital. Daher soll in diesem Kapitel in erster Linie auf praktizierte Methoden der Beta-Bestimmung eingegangen werden. Von den beiden anderen Variablen im CAPM – risikoloser Zinssatz und Marktrisikoprämie – bedarf der risikolose Zinssatz noch einer kurzen Diskussion. Zu guter Letzt soll aufgezeigt werden, auf welche Arten die Finanzierungsquoten zur Berechnung des WACC bestimmt werden können.

Verfahren zur Beta-Bestimmung bei nicht börsennotierten Einheiten

Angesichts der untergeordneten Bedeutung von Analyse-Ansätzen werden im Folgenden Analogie-Ansätze einerseits und qualitative Ansätze andererseits näher erläutert.

Übersicht über Methoden zur Abschätzung des Beta-Faktors

Analogie-Ansätze	Qualitative Ansätze	Analyse-Ansätze
<ul style="list-style-type: none"> > Systematisches Risiko eines Geschäftsbereichs wird an Hand eines oder mehrerer börsennotierter Referenzunternehmen approximiert > Auswahl von Referenzunternehmen erfolgt an Hand von verschiedenen Kriterien (Umsatz, Portfolio etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> > Ermittlung des Risikos eines Geschäftsbereichs basiert nicht auf objektiven Vergleichsdaten, sondern erfolgt weitgehend durch subjektive Einschätzung des Risikos einer Division an Hand verschiedener, als bedeutsam erachteter Risikofaktoren 	<ul style="list-style-type: none"> > Stellen einen Zusammenhang zwischen buchhalterischen sowie fundamentalen Informationen und dem spezifischen Anlagerisiko her > Beruhen auf der Ermittlung der ökonomischen Bestimmungsfaktoren des systematischen Risikos
<ul style="list-style-type: none"> > Pure-Play-Ansatz (ein Referenzunternehmen) > Peer-Group-Ansatz (mehrere Referenzunternehmen) > Branchen-Ansatz (Branchen-Betawert) 	<ul style="list-style-type: none"> > Risikokomponenten-Ansatz > Pragmatische Ansätze (Scoring-Modelle) 	<ul style="list-style-type: none"> > Earning Beta (Gewinnbetawert) > Account Beta (buchhalterische Betawerte) > Fundamental Beta (Fundamentalbetawerte)

□ Ansätze, die in den letzten zwei Jahren in Theorie und Praxis stark an Bedeutung gewonnen haben.

Analogie-Ansatz zur Beta-Bestimmung (Benchmarking)

Benchmarking-Ansätze gehen davon aus, dass man sich dem systematischen Risiko einer Anlage über einen Vergleich mit börsennotierten Referenzunternehmen annähern kann. Diese Referenzunternehmen werden an Hand spezifischer und möglichst objektiver Kriterien ausgewählt. Je nachdem, ob nur ein einziges Referenzunternehmen, mehrere davon oder ein ganzer Branchenkorb verwendet wird, spricht man von Pure-Play-, Peer-Group- oder Branchen-Ansatz.

- 1. Longlist:** Es wird eine umfassende Longlist mit börsennotierten Unternehmen erstellt, die an Hand grober Filterkriterien völlig irrelevante Unternehmen ausschließt.
- 2. Shortlist:** Individuell relevante Filterkriterien werden erarbeitet, nach denen die Shortlist erstellt wird. Mögliche Kriterien sind etwa Land, Anlageintensität, Bilanzsumme, Finanzierungsverhältnis, Investitionsvolumen, Umsatzvolumen, Umsatzwachstum, EBITDA oder Anzahl der Mitarbeiter.
- 3. Peer Group:** Die Unternehmen der Shortlist werden im Detail qualitativ analysiert, etwa mit Blick auf Finanzsituation, Geschäftsportfolio und Risikostruktur. Daraus ergibt sich die eigentliche Peer Group.
- 4. Re-Levering:** Da das Beta auch durch Finanzierungsrisiken und die Finanzierungsquote (Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital) geprägt ist, muss die Kapitalstruktur der Peer-Group-Unternehmen und jene der im Fokus stehenden Geschäftseinheit vergleichbar gemacht werden. Im Re-Levering-Prozess werden so die Beta-Faktoren der Peer-Group-Unternehmen um die Abweichung der Finanzierungsquoten korrigiert.
- 5. Beta-Berechnung:** Das Beta für die eigene Geschäftseinheit berechnet sich durch arithmetisches Mittel, geometrisches Mittel oder Modus-Anwendung.

Beta-Benchmarks unterschiedlicher Branchen

Die Durchschnittswerte der Betas differieren sehr stark von Branche zu Branche: Während die Konsumgüterbranche z.B. über ein Adjusted Beta von 0,55 verfügt, weist die Pharma- und Biotechindustrie ein Adjusted Beta von 1,18 auf (Quelle: Bloomberg, Dezember 2005).

Auch die Streuung innerhalb der einzelnen Branchen kann beachtlich sein. Daher reicht ein einfacher Branchendurchschnitt nicht aus. Eine differenziertere Bestimmung der Peer Group ist auf jeden Fall nötig.

Qualitativer Ansatz zur Beta-Bestimmung (Scoring-Methode)

Qualitative Ansätze ergänzen einerseits Analogie-Ansätze wie das Benchmarking. Da sie sich auf internes Wissen der Organisationsmitglieder stützen, sind sie andererseits enorm nützlich, wenn es darum geht, den Beta-Wert einzelner Geschäftsbereiche festzulegen.

1. Risk-Assessment-Bogen: Bei der Erarbeitung des unternehmensspezifischen Risk-Assessment-Bogens stellen sich Fragen hinsichtlich Anzahl der Risikokategorien sowie Ausprägung und Gewichtung der Faktoren. Außerdem werden die wesentlichen Risikofaktoren der Branche (z.B. Wettbewerbsintensität bzw. Zyklizität des Geschäfts) und die unternehmensspezifischen Faktoren (z.B. Kapazitätsauslastung bzw. Innovationsfähigkeit) berücksichtigt und ihre Gültigkeit für alle Teilbereiche des Unternehmens überprüft. Auf dieser Basis ist festzustellen, wie stark die Risikoelemente für die Gesamtgesellschaft ausgeprägt sind.

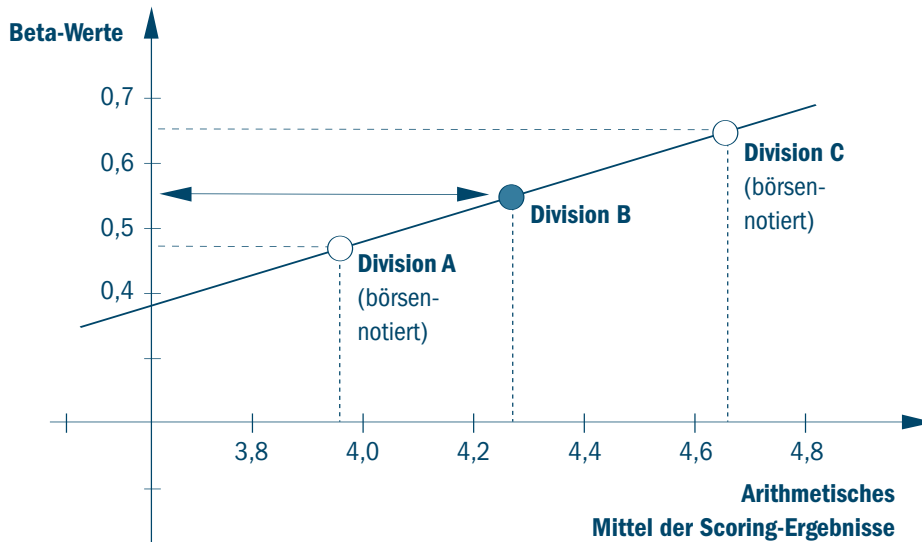
2. Beta der Gesamtgesellschaft: Der Beta-Faktor der übergeordneten Einheit wird bei einem börsennotierten Unternehmen über eine direkte Berechnung mittels historischer Daten bestimmt (einfachster Fall), bei anderen Unternehmen über ein Benchmarking.

3. Relatives Risiko: Das Risiko der Geschäftsbereiche wird in Relation zum Risiko der übergeordneten Einheit festgelegt. Dazu sind die Ausprägungen der Risikofaktoren für die einzelnen Geschäftsbereiche zu bewerten. Dies erfolgt mit Hilfe eines qualitativen Bewertungsrasters in Form eines Scoring-Modells.

4. Normierung: Die Scoring-Ergebnisse werden anschließend normiert. Die Normierung ist notwendig, da es vorkommen kann, dass durch die subjektive Bewertung der Mittelwert aller Bewertungen hinsichtlich eines bestimmten Risikoelements über alle Geschäftsbereiche hinweg nicht mehr der mittleren Ausprägung der übergeordneten Einheit entspricht. Die Normierung korrigiert diese durch die Bewertungslogik entstehende Verschiebung des Mittelwerts.

5. Beta-Berechnung: Die normierten Scoring-Ergebnisse werden schließlich in Beta-Werte pro Division bzw. Geschäftsbereich überführt. Dabei geht man von einem linearen Zusammenhang zwischen Beta-Faktoren und den durchschnittlichen relativen Scoring-Ergebnissen aus. Auf dieser Basis kann durch am Markt ermittelte Beta-Faktoren der einzelnen Divisionen der Beta-Wert der im Fokus stehenden Einheit berechnet werden.

Überführung von Scoring-Ergebnissen in Beta-Faktoren



Kombination des Analogie-Ansatzes und des qualitativen Ansatzes zur gegenseitigen Validierung

Zur Validierung der Ergebnisse ist es sinnvoll, den Beta-Faktor durch mindestens zwei Ansätze zu berechnen, beispielsweise mit Scoring- und Benchmarking-Verfahren.

Duale Methode zur Beta-Berechnung

Analogie-Ansatz

(Benchmarking)

1. Zusammenstellung der Longlist
2. Definition der Shortlist
3. Festlegung der Peer Group
4. Re-Levering der Benchmark-Betas
5. Berechnung des Betas

Qualitativer Ansatz

(Scoring-Methode)

1. Definition des Risk-Assessment-Bogens
2. Bestimmung des Betas der übergeordneten Einheit
3. Beurteilung des relativen Risikos der Bereiche
4. Normierung der Scoring-Ergebnisse
5. Berechnung des Betas

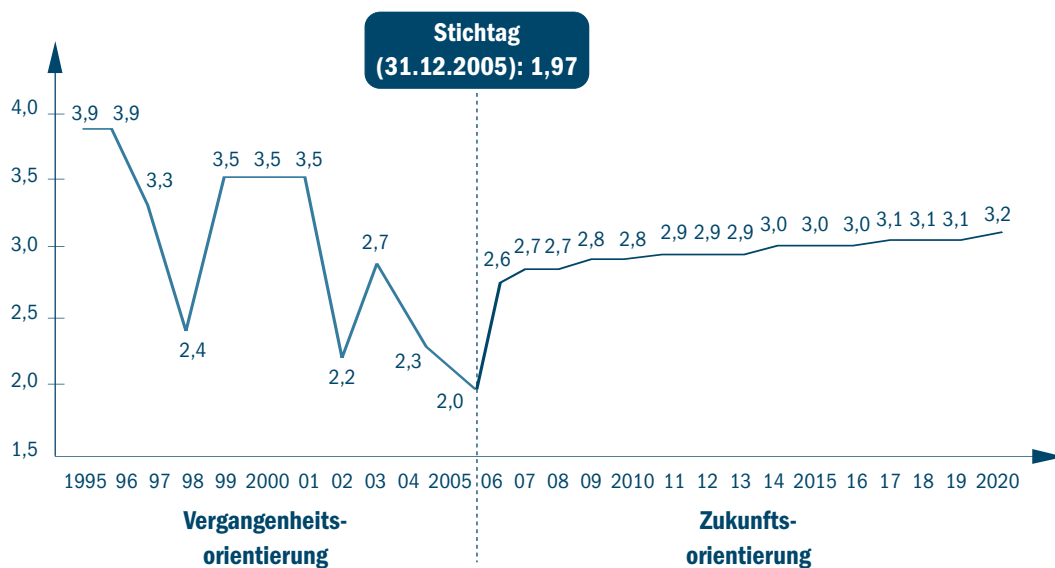


Risikoloser Zinssatz

Sowohl in Deutschland wie auch in der Schweiz wird meist die zehnjährige Staatsanleihe als Approximation für den risikolosen Zinssatz verwendet. Das Zinsniveau von Staatsobligationen unterliegt jedoch starken Schwankungen. Bevor man den risikolosen Zinssatz festlegt, sollte man sich daher mit Vergangenheits- und Gegenwartswerte sowie Prognosedaten auseinandersetzen. Im Einzelfall gilt es zu prüfen, welchen Datenzeitraum man wählen sollte, um die Höhe der risikofreien Anlage zu bestimmen.

Yield-Entwicklung der Schweizer Bundesobligation

[%; Jahresendwerte, Stichtag 31.12.2005]



Inflationsrate

Legt man den risikolosen Zinssatz fest, ist zu beachten, dass auch die Jahresinflation "mitverzinst" werden muss. Sie hat zwar keinen Einfluss auf die Risikostruktur, wirkt sich aber trotzdem im Ergebnis aus. Je nachdem, ob die Inflationsrate berücksichtigt wird oder nicht, spricht man von realen oder nominalen Kapitalkosten. Auch hier ist zu entscheiden, ob man sich bei der Bestimmung des realen Zinssatzes auf historische Daten der Inflationsrate (Vergangenheitsorientierung), auf einen aktuellen Wert, auf Prognosedaten (Zukunftsorientierung) oder auf eine Kombination dieser Werte stützt.

Finanzierungsverhältnis – Zielquote und Marktwerte im Blickpunkt

Bei der Gewichtung der Kapitalkosten im Rahmen von WACC kann sowohl eine Markt- wie auch eine Buchwertbewertung zu Grunde gelegt werden. Diese Unterscheidung ist nicht nur direkt für WACC von Bedeutung, sondern auch für die Beta-Bestimmung beim Re-Levering im Rahmen eines Benchmarking-Verfahrens, bei welchem die Betas der Referenzunternehmen über eine Anpassung der Kapitalstruktur vergleichbar gemacht werden (vgl. Analogie-Ansatz). In der Praxis haben sich Marktwerte für das Eigen- und Fremdkapital durchgesetzt.

Zielquoten sind im Rahmen der Unternehmenssteuerung grundsätzlich empfehlenswert. Es gilt jedoch die Einschränkung, dass sie immer einer Plausibilitätsprüfung unterzogen werden, d.h. nicht zu stark von den aktuellen Quoten abweichen sollten.

Erfolgsfaktoren für die Umsetzung

Eine differenzierte Kapitalkostenbestimmung ist nur scheinbar objektiv. Daher ist bei der Umsetzung unbedingt die **politische Dimension** zu beachten: Die Bestimmung der Kapitalkosten auf Divisionsebene geht oft mit der Begünstigung einiger Mitarbeiter und der Benachteiligung anderer einher. Häufig wird die Stellung der Konzern- gegenüber der Bereichsleitung gestärkt. Altgediente Manager, die eher intuitiv arbeiteten, verlieren auf Grund der objektivierten Bewertung oft an Kompetenzen und Einfluss.

Deshalb ist es wichtig, dass sich das **Topmanagement zum Prozess bekennt** und dem Projektteam den Rücken stärkt. In der Praxis hat es sich bewährt, das Projektteam durch externe Berater zu ergänzen, die eine neutrale Position einnehmen und zwischen den Interessengruppen vermitteln.

Die einzelnen WACC-Treiber müssen konkret für das jeweilige Unternehmen bestimmt werden, die Verwendung von branchen- oder landesüblichen Durchschnittswerten kann zu Fehlschlüssen führen. Zur höheren Transparenz und Akzeptanz sollten sämtliche Annahmen, die der Kapitalkostenkalkulation zu Grunde liegen, in einem WACC-Modell dokumentiert werden. Da die verschiedenen Determinanten des WACC im Zeitverlauf beträchtlichen Schwankungen ausgesetzt sein können, empfiehlt es sich, die Kapitalkosten regelmäßig (mindestens jährlich) zu überprüfen.

Auf Grund der hohen Bedeutung der Kapitalkosten sollten zur Bestimmung des Beta-Faktors mehrere Ansätze (z.B. Benchmarking und qualitative Ansätze) parallel eingesetzt werden, um die Ergebnisse zu validieren.

Bei der Bestimmung des Beta-Faktors durch Benchmarking ist es sinnvoll, in erster Linie Referenzunternehmen des eigenen Landes zu betrachten. Dabei sollte der Datenzeitraum, der für die Beta-Kalkulation gewählt wird, sorgfältig geprüft werden.

Bei der Verwendung qualitativer Ansätze haben sich folgende Faktoren als erfolgskritisch herausgestellt:

- > Festlegung einer überschaubaren Anzahl von Risikoelementen (maximal 15)
- > Sorgfältige Prüfung der Skalierung und Gewichtung der Risikoelemente
- > Erarbeitung eines einfachen und benutzerfreundlichen Risk-Assessment-Bogens

- > Einbeziehen von Management und externen Finanzexperten in den Bewertungsprozess
- > Einbindung des Corporate-Risk-Managements und der Strategieabteilung

Last, but not least sollte das Unternehmen die **Financial Community informieren**. Die öffentliche Bekanntmachung, dass sich das Unternehmen mit dem Thema Kapitalkosten beschäftigt, signalisiert Risikobewusstsein und wird von Analysten positiv aufgenommen. Häufig erscheint zu diesem Zweck eine detaillierte WACC-Berechnung im Geschäftsbericht.

Die Autoren



Joost Geginat

ist Partner bei Roland Berger Strategy Consultants in Zürich. Er berät Unternehmen in den Bereichen Restrukturierung und Strategie.

Joost_Geginat@ch.rolandberger.com



Beatrix Morath

ist Partnerin bei Roland Berger Strategy Consultants in Zürich. Sie berät Unternehmen in den Bereichen Corporate Finance, Restrukturierung und Strategie.

Beatrix_Morath@ch.rolandberger.com



Roland Wittmann

ist Senior Project Manager bei Roland Berger Strategy Consultants in Zürich. Er berät Unternehmen in den Bereichen Strategieentwicklung, Führungs- und Steuerungssysteme, strategisches Risikomanagement und wertorientiertes Management.

Roland_Wittmann@ch.rolandberger.com



Philippe Knüsel

ist Senior Consultant bei Roland Berger Strategy Consultants in Zürich. Er berät Unternehmen in den Bereichen Finance, Restrukturierung und Strategie.

Philippe_Knuesel@ch.rolandberger.com

Amsterdam
Barcelona
Beijing
Berlin
Brussels
Bucharest
Budapest
Detroit
Düsseldorf
Frankfurt
Hamburg
Kiev
Lisbon
London
Madrid
Milan
Moscow
Munich
New York
Paris
Prague
Riga
Rome
São Paulo
Shanghai
Stuttgart
Tokyo
Vienna
Warsaw
Zagreb
Zurich