

Editorial

Die Hausse bei den M&A-Transaktionen hält an. Am 14. Mai organisieren wir deshalb zu diesem Thema eine Podiumsveranstaltung mit ausgewiesenen Akquisitionspromis. Der Vorstand lädt Sie herzlich zu dieser hochaktuellen und interessanten Veranstaltung ein.

Natürlich gehen die alltäglichen Herausforderungen der Finanzchefs weit über das Akquisitionsthema hinaus. Die meisten Firmen spüren die momentane Hochkonjunktur. Dies erlaubt die noch vorhandenen Schwachstellen in der Unternehmung aus einer Position der Stärke anzugehen. Schmerzhaft Entscheidungen sind einfacher zu treffen, wenn die Arbeitsmarktsituation gut ist und die Gewinne hoch sind. Machen Sie das Schiff sturmfest, solange Schönwetter herrscht.

Angesichts der hohen Nachfrage entstehen vermehrt Kapazitätsprobleme. Investitionsprojekte zur Kapazitätserweiterung rücken damit wieder ins Blickfeld. Hier ist das Controlling gefordert: saubere Entscheidungsgrundlagen sind wesentlich um nachhaltig wertschaffende Entscheidungen treffen zu können. Aufgabe des Treasury ist die Bereitstellung der richtigen Finanzierung.

Gefragt ist auch eine intensive Auseinandersetzung mit dem Thema Pricing. Zu oft wird das Thema allein dem Marketing und Vertrieb überlassen oder man arbeitet mit relativ starren Kalkulationsschemen. Nicht eine sture Margenbetrachtung, sondern die Suche nach der optimalen Preis-/Mengenrelation zeichnet die besten Firmen aus. Für eine systematische Analyse der Preis- und Mengeneffekte, die Hinterfragung der Preiselastizität sowie den permanenten Konkurrenzvergleich braucht es entsprechende Ressourcen im Vertriebscontrolling. Optimales Pricing schafft unmittelbar Unternehmenswert.

Nutzen Sie die Gelegenheiten zur Wertsteigerung, denn wir alle wissen: „Bestand hat nur der Wandel.“

Rudolf Huber, Präsident CFOs

CFOs Veranstaltung

Trisa Firmenbesuch vom 6. März 2007

Der erste CFOs-Firmenbesuch des Kalenderjahres 2007 führte die Teilnehmer zur Trisa AG nach Triengen. Die Trisa AG ist ein mittelgrosses, dynamisches Bürstenproduktionsunternehmen, welches die eigenen Qualitätsprodukte weltweit vertreibt. Trotz der beachtlichen, über 100-jährigen, Firmengeschichte überzeugt die Trisa AG durch ihre Innovationskraft – werden doch 46% der Umsätze mit Produkten erzielt, die weniger als drei Jahre auf dem Markt sind.



Abbildungen: Interessante Erklärungen für die anwesenden Finanzchefs zur Bürstenproduktion, welche mehr Handarbeit erfordert als allgemein erwartet.

Bei der Führung durch die Produktionsanlagen der Trisa AG konnten sich die Veranstaltungsteilnehmer von den Qualitäts- und Nachhaltigkeitsansprüchen, die Trisa an sich selbst stellt, persönlich überzeugen. Zur Überraschung der meisten Teilnehmer ist die Produktion sowie die Qualitätskontrolle der Trisa-Produkte durch viel Handarbeit gekennzeichnet. Während der Betriebsführung wurde mehrfach erwähnt, dass eine vollautomatisierte Produktion und Qualitätskontrolle die Trisa-Standards nicht zu erfüllen vermag.

Risiko Management zur Bewältigung einer Wachstumsstrategie

Die Trisa verzeichnete in den letzten Jahren ein ansehnliches Wachstum, wobei dieses durch die kontrollierte Übernahme von unternehmerischem Risiko erreicht wurde. Dr. Pascal Lütolf, Finanzchef der Trisa AG, verwies während seinem Referat in diesem Zusammenhang auf das Bedürfnis nach einem systematisch aufgebautem, betrieblich gut verankertem, Risiko Management System. Nur mit der Systematisierung des Risiko Managements könne sichergestellt werden, dass (Neu)Projekte nach dem Rendite-Risiko-Profil bewertet werden und somit eine wirtschaftlich nachhaltige Umsetzung der Strategie gewährleistet ist. Die vertiefte Auseinandersetzung mit den einzelnen Risikodimensionen wird als wesentliche Voraussetzung für den Erfolg eines Risiko Management Systems angesehen, damit ein den betrieblichen Anforderungen gerechtes Instrumentarium zur Verfügung steht, welches auch im Krisenfall die Grundlage für eine risikoorientierte und faktenbasierte Unternehmensführung darstellt.

Beim anschliessenden Erfahrungsaustausch und Apéro konnten die anwesenden Mitglieder ihre persönlichen Erfahrungen und Herausforderungen bei der Implementierung von Risiko Management Systemen ausführlich diskutieren.

Inhalt

CFOs Veranstaltung: Firmenbesuch Trisa AG	Seite 1
Hohe Bedeutung der Kapitalkosten für die finanzielle Unternehmensführung	Seite 2
Literaturtipp	Seite 3
Aktuelles & Entwicklungen	Seite 4
Termine	Seite 4
Persönlich	Seite 4

Hohe Bedeutung der Kapitalkosten für die finanzielle Führung

Die Kapitalkosten gewinnen eine immer grössere Bedeutung in der finanziellen Unternehmensführung. Dieser Umstand ist auf drei wesentliche Tendenzen zurückzuführen.

- *Investoren erwarten eine risikogerechte Rendite auf dem Marktwert ihres Unternehmens. Diese auf Marktwerten basierende Renditeerwartung kann über die Kapitalkosten quantifiziert und schliesslich in konkrete Unternehmensziele transformiert werden.*
- *Die Einsicht, dass Kapital nicht gratis zur Verfügung gestellt wird, ist spätestens seit der Etablierung des Economic Profit Ansatzes bekannt. In diesem Zusammenhang kommt der Bewirtschaftung des investierten Kapitals und der Beurteilung von Investitions- und Akquisitionsprojekten eine grosse Bedeutung zu.*
- *Die Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften der internationalen Rechnungslegungsstandards (u.a. US GAAP, IFRS) basieren vermehrt auf Marktwerten, wobei dazu mehrheitlich sogenannte Fair Value Modelle zur Anwendung gelangen.*

Vor diesem Hintergrund haben die Finanzverantwortlichen im Unternehmen (Verwaltungsrat, Audit Committee, CFO) für eine durchgängige und inhaltlich abgestimmte Kapitalkostenkonzeption zu sorgen. Ein vereinfacht hergeleiteter und universell anwendbarer Kapitalkostensatz vermag den heutigen Anforderungen nicht mehr gerecht zu werden. Ausfluss einer ungenügenden Ausgestaltung des Kapitalkostenkonzeptes sind wertvernichtende Zielvorgaben, unrentable Investitionen und Akquisitionen sowie unnötige Ergebnisvolatilitäten im Zusammenhang mit der Anwendung des Fair Value-Accounting.

Fussangeln bei der praktischen Kapitalkostenermittlung

Bei den Kapitalkosten gilt es grundsätzlich zwischen den Fremd- und Eigenkapitalkosten sowie dem marktgewichteten Durchschnittssatz der beiden (WACC = Weighted Average Cost of Capital) zu unterscheiden. Während die Fremdkapitalkosten als risikoloser Zinssatz zusätzlich einer bonitätsabhängigen Risikoprämie berechnet werden, widerspiegeln die Eigenkapitalkosten die risikogerechte Renditeforderung der Eigenkapi-

talgeber im Sinne eines Opportunitätszinssatzes. Das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) stellt heutzutage das in der Praxis am häufigsten verwendete Verfahren zur Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes dar. Der Aktionär wird für sein Risiko in folgender Weise entschädigt: Zum risikolosen Zinssatz wird das Produkt aus einer Marktrisikoprämie und dem unternehmensspezifischen Beta-Wert addiert. Letzterer reflektiert sowohl das Business- als auch das Financial Risk des entsprechenden Unternehmens.

Hinter dem einfachen formelmässigen Zusammenhang zur Ermittlung der Kapitalkosten verbergen sich ungeahnte praktische Herausforderungen bei der konkreten Berechnung. Entsprechend der hohen Anwendungsvielfalt und Bedeutung der Eigenkapitalkosten ist es unerlässlich, bei der Kalkulation mit der notwendigen Sorgfalt vorzugehen. Neben den vielfältigen Problemen bei der praktischen Ermittlung der notwendigen Kapitalmarktparameter – risikoloser Zinssatz, Marktrisikoprämie und Beta-Faktor werden immer wieder konzeptionelle Mängel festgestellt:

- *Fehlerhafte Anwendung der Steueradjustierung.*
- *Inkonsistente Behandlung der nicht zinstragenden operativen Verbindlichkeiten.*
- *Unvollständige Berücksichtigung einer veränderten Kapitalstruktur in der WACC-Berechnung.*
- *Inkonsistente Behandlung der Währung und Inflationskomponente.*

Neben diesen technischen Fragestellungen ist dem Umstand Rechnung zu

tragen, dass die Kapitalkosten in vielfältiger Art und Weise in die finanzielle Unternehmensführung einfließen. Nachfolgend wird auf die drei wesentlichen Anwendungsgebiete kurz eingegangen und auf den Stellenwert einer unternehmensweiten Kapitalkostenkonzeption hingewiesen.

Überlegungen zu den Kapitalkosten im Zusammenhang mit der wertorientierten Führung

Im Sinne einer modernen Corporate Governance muss es das oberste Ziel von Verwaltungsrat und Management sein, für den Eigentümer mittelfristig eine Rendite mindestens in der Höhe der Kapitalkosten zu erwirtschaften. Dazu sind die Führungsinstrumente und der Führungsprozess (Target Setting, Performance Measurement, Kommunikation und Entlohnung) konsequent auf dieses Ziel auszurichten (vgl. Abbildung). Vor diesem Hintergrund müssen die Kapitalkosten die nachhaltigen, risikogerechten Renditeforderungen der Eigentümer reflektieren. Um das Führungskonzept erfolgreich umzusetzen, ist weniger die Aktualität der verwendeten Kapitalmarktparameter als vielmehr die geringe Volatilität der Ergebnisse und die nachvollziehbare Herleitung von zentraler Bedeutung. In der praktischen Umsetzung werden folglich nachhaltige Parameter berechnet und entsprechende Grenzwerte festgelegt. Im Rahmen der jährlichen Überprüfung der Kapitalmarktparameter werden lediglich dann Änderungen am Kapitalkostensatz vorgenommen, wenn die definierten Grenzwerte überschritten wurden. (Fortsetzung auf Folgeseite)

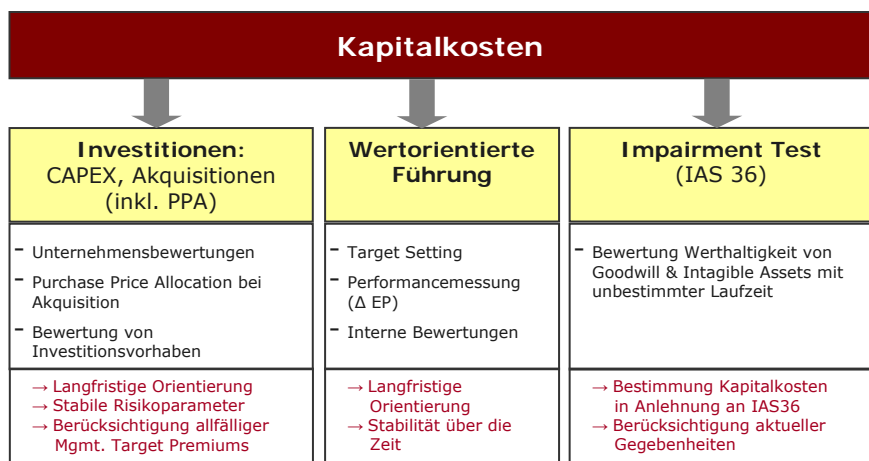


Abbildung: Kapitalkosten im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung.

Fortsetzung S. 2: Kapitalkosten...

Gedanken zu den Kapitalkosten bei Investitionen

Für die Beurteilung von Investitionen gelangen bei vielen Unternehmen ebenfalls nachhaltige Kapitalkosten zur Anwendung, wobei eine jährliche Überprüfung der Parameter Sicherheit in der Anwendung verleiht. Bei Akquisitionen kann allerdings die Tendenz beobachtet werden, dass zur Rechtfertigung höherer Transaktionswerte teilweise auf das aktuell tiefe Zinsniveau abgestellt wird, was zu Überbewertungen führen kann. Im Zusammenhang mit Investitionen ist vor allem auf die Behandlung der Währung und damit der Inflation hinzuweisen. Da über Inflation per se kein Wert erzielt werden kann, ist diese sowohl in den Cash Flow-Prognosen als auch im Kapitalkostensatz konsistent anzuwenden. Bei einigen Unternehmen gelangen zudem sogenannte „Premiums“ zur Anwendung. Gründe für solche Zuschläge sind u.a. die Dämpfung der grundsätzlich überoptimistischen Planungsannahmen, die Knappheit der finanziellen Ressourcen, die Berücksichtigung der projektspezifischen Risikosituation (Ersatz- vs. Erweiterungsinvestitionen) sowie die unterschiedlichen Bedingungen einzelner Länder und Märkte. Die Begründung dieser Premiums sollte mit der gängigen Corporate Finance Theorie in Einklang stehen, um nicht Risiken doppelt zu erfassen. Zudem muss die quantitative Auswirkung getestet werden – schon relativ kleine Zuschläge können eine grosse Ergebniswirkung haben.

Kapitalkosten im Zusammenhang mit dem Fair Value-Accounting

Die internationalen Rechnungslegungsvorschriften verlangen vermehrt eine Bilanzierung zum Fair Value. Insbesondere im Zusammenhang mit Übernahmen (Purchase Price Allocation IFRS 3, Goodwill Impairment IAS 36) gelangen dazu entsprechende Verkehrswert-Modelle zum Einsatz. Da die Rechnungslegungsstandards nur sehr rudimentär über die Ausgestaltung dieser Modelle Aufschluss geben, kommt der theoretisch fundierten Modell-Konzeption enorme Bedeutung zu. Damit können unliebsame Überraschungen im Sinne erhöhter Ergebnisvolatilitäten vermieden werden. Die Rechnungslegungsstandards verlangen bei der Ausgestaltung der Verkehrswert-Modelle die Berücksichtigung der aktuellen Gegebenheiten. Damit unterscheidet sich auch der Kapitalkostensatz unter Umständen ganz wesentlich von Anwendung im Zusammenhang mit der wertorientierten Führung oder bei der Beurteilung von Investitionen. Die Erfahrung zeigt, dass bei einem Grossteil der Unternehmen diese Berücksichtigung der aktuellen Gegebenheiten zu einer erhöhten Ergebnisvolatilität und damit Unsicherheit führt. Mit einer fundierten Modell- und damit Kapitalkostenkonzeption könnte dies erfolgreich vermieden werden.

Folgerungen

Die Verwendung eines einheitlichen Kapitalkostensatzes für die gesamte Unternehmung und für die verschiedenen Anwendungsgebiete tönt verlockend, greift aber in der Praxis zu kurz. Wertvernichtung und zunehmende Ergebnisvolatilitäten wären die logische Konsequenz.

Vielmehr muss der CFO die Herausforderung annehmen und im Unternehmen eine durchgängige und den unterschiedlichen Anwendungsbereichen Rechnung tragende Kapitalkostenkonzeption etablieren. Um Akzeptanz bei den Entscheidungsträgern und der Revisionsstelle sowie Sicherheit in der Anwendung zu erlangen, kann ein unabhängiges Benchmarking sowie gute Schulung und Kommunikation von grossem Nutzen sein. Einige Unternehmen haben die hohe Bedeutung der Kapitalkosten für die finanzielle Unternehmensführung erkannt und das Kapitalkostenkonzept erfolgreich umgesetzt.

Beitrag von Dr. Thomas Vettiger sowie Dr. Martin Hofacker. Beide Autoren sind Gründer sowie geschäftsführende Partner der IFBC in Zürich (www.ifbc.ch) und waren zuvor in Forschung und Lehre am Institut für schweizerisches Bankwesen an der Universität Zürich tätig. IFBC ist ein spezialisiertes Beratungsunternehmen für die wertorientierte Unternehmensführung, Corporate Finance, Corporate Treasury sowie ausgewählte IFRS-Fragestellungen im Zusammenhang mit dem Fair Value-Accounting.

Literaturtipp

„Controlling von Intangibles“

Autoren: J. Weber, L. Kaufmann, Y. Schneider
(ISBN 3527501924, 58 Seiten)
CFOs-Rating: ●●●●○

Die Industriegesellschaft wandelt sich mehr und mehr zur Informations- und Wissensgesellschaft. Diese Entwicklung vollzieht sich nicht ohne Auswirkung auf die Unternehmensorganisation. Materielle Vermögenswerte verlieren bei der Bewertung von Unternehmen und Unternehmensteilen zunehmend an Bedeutung. Immer mehr zählen hingegen physisch nicht greifbare Produktionsfaktoren – der Wert des Kundenstammes, die Reputation und die Marke der Unternehmung oder eines Produktes sowie andere immaterielle Werte. Somit kommt auch der Bewertung dieser sogenannten Intangibles im Rahmen der Erarbeitung von Entscheidungsgrundlagen ein immer grösseres Gewicht zu. Die Verantwortung für die Berechnung der (Markt)Werte bzw. der Entscheidungsgrundlagen liegt dabei beim Controlling.

Die in der Theorie diskutierten Grundsätze zur Messung und Steuerung von Intangibles werden in „Controlling von Intangibles“ klar und verständlich dargestellt. Die Grundlagen für den praktischen Umgang mit Intangibles werden mit vielen hilfreichen Hinweisen und Erklärungen aufgezeigt. Die aktive Steuerung immaterieller Werte wird dem/der Anwender/-in auf einfache Weise näher gebracht.

„Controlling von Intangibles“ ist im Rahmen des Buchbandes AC Advanced Controlling (Band 48) erschienen. In diesem Buchband werden in regelmässigen Abständen einschlägige Controllingthemen verständlich und praxisgerecht dargestellt und diskutiert. Weiter Informationen zu diesem Buchband unter <http://www.wiley-vch.de>.

Aktuelles & Entwicklungen

✘ Mergers & Acquisitions

Die Übernahmewelle rollt – unternehmerisch motivierte Akquisitionen und Private Equity getriebene Übernahmen sind für das rekordhohe Transaktionsvolumen verantwortlich. Die in der letzten Zeit zu beobachteten Transaktionen wurden zunehmend grösser, komplexer und umfangreicher, das Deal-Volumen nähert sich auf dem internationalen Parkett sogar langsam der USD 100 Mia.-Grenze an. Mehrere Schlüsselfaktoren deuten darauf hin, dass sowohl die Anzahl der Deals als auch das Volumen bis Ende des ersten Halbjahres 2007 noch weiter steigen werden (Quelle: KPMG).

Diese positive Einschätzung für den M&A-Markt gelten auch für die Schweiz, wobei die Dynamik vorwiegend auf meist kerngesunde Bilanzen und die hohen Cash-Reserven der Unternehmen zurück zu führen sind. Private Equity Gesellschaften sind in den vergangenen Monaten vermehrt zum Zuge gekommen – diese machen bereits 20% des Deal-Volumens aus – und haben Investoren mit industriellen Absichten ausgestochen (KPMG).

Die zunehmende Dynamik auf dem Markt für Übernahmen verlangt den Unternehmen eine erhöhte Aufmerksamkeit ab. Dies gilt für potenzielle Targets, die ein wirkungsvolles Abwehrinstrumentarium zu unterhalten haben, gleichermassen wie für akquisitionswillige Unternehmen die wertorientiert expandieren wollen. Entwicklungen und verschiedene Aspekte des M&A-Marktes aus Sicht des Finanzchefs werden an der CFOs-Podiumsdiskussion am 14. Mai ausführlich diskutiert [[anmelden](#)].

✘ Unternehmensfinanzierung 07

Das CFO Forum Schweiz - CFOs hat zusammen mit der SECA das Co-Patronat für die Tagung „Unternehmensfinanzierung 07 - aktuelle Entwicklungen und innovative Finanzierungen“ übernommen. Die Teilnahme an der Tagung ist für Mitglieder des CFOs zu Sonderkonditionen möglich. Programm und Anmeldetalon auf www.cfos.ch downloadbar.

✘ Weiterbildungsmöglichkeiten

Am 23. August 2007 startet der Lehrgang zum Master in Advanced Studies FHZ in Corporate Finance, eine interdisziplinäre Ausbildung im Bereich Corporate Finance, am IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug. Zudem startet im Mai am IFZ die Frühjahrsseminarreihe mit ausgewählten Veranstaltungen zu Controlling- und Corporate Finance-Themen. CFOs-Mitglieder erhalten auf alle IFZ-Seminare eine Vergünstigung von 10%. Ausführliche Übersicht über Weiterbildungsangebote und weitere Informationen im Mitgliederbereich von www.cfos.ch sowie unter www.ifz.ch.

Termine

✘ 14. Mai 2007, 17.00 Uhr

CFOs-Abendveranstaltung am Institut für Finanzdienstleistungen Zug, Podiumsdiskussion Aktuelle Entwicklungen bei Mergers & Acquisitions.

✘ 03. Juli 2007, 11.30 Uhr

CFOs-Business Lunch im Parkhotel Zug.

✘ 12. oder 13. September 2007 (genaues Datum folgt), 17.30 Uhr

CFOs-Firmenbesuch.

Persönlich

Das CFOs konnte seit Februar stetig neue Mitglieder gewinnen und weist per Ende April einen Mitgliederstand von über 135 Personen auf. Wir freuen uns folgende Personen im CFOs begrüßen zu dürfen:

Einzelmitglieder (Beitritte seit Feb./07)

George Aase
Philipp Akeret
Roger Burkhard
Urs Fischer
Barbara Heller
Karin Hartmann
Sabine Kampitsch
Matthias Keller
Mahrle Gerhard
Harry Otz
Bruno Pirovino
Stefan Renggli
Jakob Schlapbach
Wolfgang Schmid
Ralf Schmitz-Dräger
Dominik Wlodarczak

Gönnermitglieder (Beitritte seit Feb./07)

Rolf Hänni

Ausführlichere Informationen über die Mitglieder sind im Mitgliederbereich von www.cfos.ch verfügbar.

Herausgeber

CFO Forum Schweiz – CFOs
Grafenauweg 10
Postfach 4332
CH – 6304 Zug

info@cfos.ch
www.cfos.ch