

Veröffentlicht in

**Globalisierung und Wirtschaftswachstum  
mittelständischer Unternehmungen**

Tagungsband XV. Betriebswirtschaftliche Tage zu Schwerin 2005

Hrsg. Prof. Dr. Hans-Jörg Richter

**September 2006**

**„Notwendigkeit zukunftsorientierter und planungskonsistenter  
Kapitalkosten“**

S. 71-80

**Mit freundlicher Genehmigung der Redaktion  
Universität Rostock**

Dr. Werner Gleißner  
Vorstand, Future Value Group AG, und Geschäftsführer, RMCE RiskCon GmbH, Leinfelden-  
Echterdingen

## Notwendigkeit zukunftsorientierter und planungskonsistenter Kapitalkosten

### 1. Einleitung

In deutschen Unternehmen werden viele ökonomisch sinnvolle Investitionen, die Gewinn, Unternehmenswert und Mitarbeiterzahl steigern würden, unterlassen, weil mit unrealistisch hohen Vorgaben für die erwarteten Renditen (Kapitalkosten) gerechnet wird. In diesem Beitrag werden die wesentlichen Ursachen für die Überschätzung der Kapitalkosten zusammengefasst, um Unternehmen einen Weg aufzuzeigen, korrektere (realistischere) Renditeanforderungen abzuleiten.

### 2. Risiko, Rendite und Kapitalkosten

Höhere Risiken erfordern höhere erwartete Renditen. Dies ist das zentrale Grundprinzip für rationale betriebswirtschaftliche Entscheidungen. Risiken beschreiben dabei die möglichen Planabweichungen infolge der Unvorhersehbarkeit der Zukunft, also z.B. den Umfang möglicher Abweichungen von der erwarteten Rendite. Mit dem Kapitalkostensatz wird der Risikoumfang in eine Mindestanforderung an eine erwartete Rendite transformiert. Die erwartete Kapitalrendite muss den Kapitalkostensatz überschreiben, um Wert zu generieren (und damit eine Investition zu rechtfertigen). Ohne Verwendung der (meist nicht bekannten) Risikonutzenfunktionen einzelner Menschen, die auch den Vergleich unsicherer Zahlungen ermöglichen würden, kann man eine Investition mit Bezug auf den anonymen Kapitalmarkt bewerten. Dabei benötigt man zur Berechnung von Kapitalkosten ein Risikomaß sowie den Marktpreis bezogen auf dieses Risikomaß (d.h. die Veränderung der erwarteten Rendite pro Einheit des Risikomaßes).

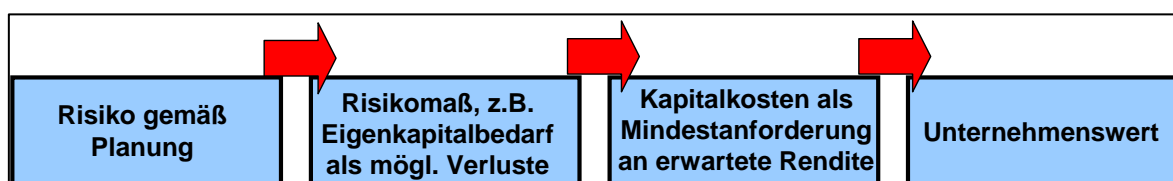


Abb. 1: Vom Risiko zum Wert

Der Risikoumfang z.B. einer Investition kann dabei auf eine Kennzahl, ein sogenanntes Risikomaß, verdichtet werden. In der Praxis übliche Risikomaße sind z.B. die Standardabweichung, der BETA-Faktor des CAPM, der Value-at-Risk oder der Eigenkapitalbedarf, der den möglichen Umfang risikobedingter Verluste beschreibt. Um den Risikoumfang leichter mit den erwarteten Renditen vergleichen zu können, wird das Risikomaß zur Berechnung sogenannter „Kapitalkostensätze“ (Diskontierungszinssätze) genutzt. Diese drücken die erforderliche Mindesthöhe an die (bedingte) erwartete Rendite aus, die bei einem bestimmten Risikoniveau erforderlich ist. Sie ermöglichen damit einen Vergleich der zu beurteilenden Investitionen mit einer risikoäquivalenten Alternative am Kapitalmarkt. Kapitalkosten sind als Diskontierungszinssatz für die zukünftig erwarteten Erträge oder Cash-Flows ein „Werttreiber“, also eine der Determinanten des Bar- bzw. Unternehmenswerts. Der (sichere) Wert in Periode 0 ( $W_0$ ) ergibt sich dabei als Summe der mit diesen risikoadäquaten Kapitalkostensätzen  $k$  diskontierten zukünftig erwarteten Zahlungen ( $E(\tilde{Z})$ ):

$$W_0(\tilde{Z}) = \sum_{t=1}^T \frac{E[\tilde{Z}_t]}{(1+k)^t}.$$

Der Kapitalwert entspricht dem Vermögenszuwachs bei Durchführung der Investition. Der Kapitalkostensatz erfasst dabei das bewertungsrelevante Risiko, das sich bei jeder Entscheidung aufgrund von Unvorhersehbarkeit der Zukunft einstellt und sich im Umfang möglicher Planabweichungen manifestiert („Planungsunsicherheit“). Zur Präzisierung des Begriffs der Kapitalkosten wird empfohlen, diese als (sichere) bedingte erwartete Renditen aufzufassen und damit gemäß folgender Gleichung zu definieren

$$k_t = \frac{E[\tilde{Z}_{t+1} + \tilde{W}_{t+1} | F_t]}{W_t} - 1$$

wobei gilt:

$\tilde{Z}$  = freie Cashflows zum Zeitpunkt  $t$

$W_t$  = Unternehmenswert zum Zeitpunkt  $t$

$F_t$  = Verfügbare Information zum Zeitpunkt  $t$

Nur in einem Einperiodenmodell stimmen erwartete Renditen und Diskontierungszinssätze überein – nicht aber in einem Mehrperiodenmodell. Die korrekte Berechnung der Kapitalkosten, die für jedes Unternehmen, jeden Geschäftsbereich und sogar jede Investition unterschiedlich sind, ist damit notwendig, um genau diejenigen Investitionen durchzuführen, die den Wert bzw. Erfolg eines Unternehmens steigern. Die Kapitalkosten einer Investition im Volumen (Wert) von CE (=Capital Employed) setzen sich dabei aus den Kosten des für die Finanzierung erforderlichen Fremdkapitals (FK) und den Kosten des Eigenkapitals (EK) zusammen. Die Gesamtkapitalkosten ( $k_{WACC}$ ) lassen sich in einem vollkommenen Kapitalmarkt nach folgender Gleichung in Abhängigkeit der Marktwerte von EK und FK bestimmen, wobei der Steuersatz  $s$  die Steuervorteile des Fremdkapitals zeigt. Der Risikoumfang von  $\tilde{Z}$  und der Preis des Risikos drückt sich in der Höhe des Diskontierungszinssatzes  $k$  aus.

$$k_{WACC} = k_{EK} \frac{EK^M}{EK^M + FK^M} + k_{FK} \frac{FK^M}{EK^M + FK^M} (1 - s)$$

Dabei stellt  $k_{FK}$  die Fremdkapitalkosten und  $k_{EK}$  die Eigenkapitalkosten dar, wobei letzterer oft aus historischen Aktienrenditen mittels CAPM (Capital Asset Pricing Modell), d.h. in Abhängigkeit des BETA-Faktors ( $\beta$ ) als Maß für das systematische (unternehmensspezifische) Risiko  $r_0$  als risikoloser Zins und  $r_m^e$  der erwarteten Rendite als Marktportfolio (etwa Aktienindex) berechnet wird. Dabei gilt:

$$k_{EK} = r_0 + (r_m^e - r_0) * \beta$$

Das  $\beta$  selbst ist theoretisch wieder linear vom Verschuldungsgrad abhängig, was jedoch empirisch nicht gut belegt ist. Zur Bestimmung des Werts einer Reihe unsicherer Zahlungen wird üblicherweise zunächst die unsichere Zahlung  $\tilde{Z}_t$  durch deren Erwartungswert  $E(\tilde{Z}_t)$  ersetzt, also eine Wahrscheinlichkeitsverteilung auf eine statistische Größe (Moment) verdichtet. Im zweiten Schritt wird dieser Erwartungswert dann mit einem als sicher betrachteten (meist als konstant angenommene) Zinssatz (Kapitalkostensatz)  $k$  diskontiert:

$$W(\tilde{Z}_t) = \frac{E(\tilde{Z}_t)}{(1+k)^t}$$

Bei dieser sogenannten Risikoprämienmethode wird der risikolose Zinssatz  $r_0$ , der die Zeitpräferenz zeigt, um einen Risikozuschlag  $r_z$  erhöht, so dass gilt  $k = r_0 + r_z$ . Dieser Risikozuschlag ist abhängig vom Risikoumfang der Zahlungsreihe  $\tilde{Z}$  und einem Marktpreis für Risiko (der Marktrisikoprämie  $r_p = r_m^e = r_0$ ). Letztere ist eine Marktgröße, die die Risikoaversion der Marktteilnehmer zeigt. Das Unternehmensrisiko kann bei der Bewertung außer durch einen Zuschlag beim Kapitalkostensatz (Risikoprämienmethode oder Zinszuschlagsmethode) auch durch einen Abschlag bei erwarteten zukünftigen Zahlungen berücksichtigt werden. Bei der Sicherheitsäquivalent-Methode werden die zukünftig erwarteten Ergebnisse auf Sicherheitsäquivalente transformiert und diese dann mit dem risikolosen Zinssatz diskontiert. Die Sicherheitsäquivalente ( $S\check{A}(\tilde{Z}_t)$ ) eines unsicheren Ertrages weisen dabei aus Sicht des Investors den gleichen Nutzen aus wie die unsichere Zahlung selbst. Durch die Verwendung der Sicherheitsäquivalente wird eine unsichere Zahlung (eine Verteilungsfunktion) in einen sicheren Betrag überführt.

Grundsätzlich gilt damit:

$$W(\tilde{Z}_t) = \frac{S\check{A}(\tilde{Z}_t)}{(1+r_0)^t} = \frac{E(\tilde{Z}_t)}{(1+r_0+r_z)^t}$$

Es existieren Bewertungsfälle bei denen die Anwendung eines Kapitalkostensatzes, der aus einem risikolosen Zinssatz und einem (konstanten) Risikozuschlag  $r_z$  zusammensetzt ist, nicht angewendet werden darf. Bewertungsfehler treten auf, wenn der Erwartungswert der Zahlungen im Vergleich zu den Risiken (Standardabweichungen) klein ist. Das Problem besteht hier in der Diskontierung negativer Zahlungen. Im Diskontierungszinssatz soll sich (neben der Zeitpräferenz) die Risikoeinstellung der Investoren widerspiegeln. Das Sicherheitsäquivalent einer Zahlung mit negativem Erwartungswert wird kleiner als der Erwartungswert sein, während bei einer Diskontierung mit einer (positiven) Risikoprämie sich (fälschlich) ein diskontierter Wert ergibt, der größer als der Erwartungswert ist. Bei einem unvollkommenen Kapitalmarkt sind die Kapitalkosten einer (nicht börsennotierten) Sachinvestition mit Investitionsvolumen CE (in  $t = 0$ ) vom „Eigenkapitalbedarf“ (Value-at-Risk) als Risikomaß (EKB) abhängig. Ein höherer Bedarf an teurem (risikotragenden) Eigenkapital erhöht dabei tendenziell die Gesamtkapitalkosten (vgl. Kapitel 4).

$$k_{WACC}^{Risikoadjustiert} = k_{EK} \frac{EKB}{CE} + k_{FK} \frac{CE - EKB}{CE}$$

### 3. Überschätzung von Kapitalkosten

In der Praxis hört man häufig von Kapitalkostensätzen in einer Bandbreite von 10–15 %, was die Mindestanforderungen an die Rendite vorgibt. Tatsächlich sind derartige Kapitalkostensätze jedoch oft wesentlich zu hoch, so dass zu befürchten steht, dass deutsche Unternehmen viele an sich sinnvolle und wertsteigernde Investitionen unterlassen – mit negativen Konsequenzen auch für die Beschäftigung und die internationale Wettbewerbsfähigkeit.

Im Folgenden werden die drei Hauptgründe für die Überschätzung der Kapitalkosten zusammengefasst:

#### 1. Historische statt zukünftige Eigenkapitalkosten (Marktrisikoprämie):

Der Eigenkapitalkostensatz wird meist bestimmt als diejenige Rendite, die eine Investition in ein Aktienportfolio in den (z.B.) letzten 25 Jahren erbracht hätte. Je nach exakter Abgrenzung des Betrachtungszeitraums erhält man so durchaus Werte von 12–15 %. Für eine heute zu beurteilende Investition sind jedoch die zukünftig zu erwartenden Renditen eines Aktienportfolios (wie des DAX oder des MSCI World) als Vergleichsmaßstab relevant, und diese werden deutlich niedriger liegen. Die Überschätzung der Eigenkapitalkosten bei Verwendung historischer Aktienrenditen der letzten 20 (bis sogar 50) Jahre ist schon seit langem als „Equity Premium Puzzle“ bekannt. Die gemessen an der fundamentalen Gewinnentwicklung der Unternehmen zu hohen Renditen aus einer Aktienanlage (Kursgewinne und Dividenden) resultierten im Wesentlichen aus einem Anstieg des Bewertungsniveaus, was Abbildung 2 für die USA zeigt (in den letzten 20 Jahren insbesondere infolge sinkender Inflationsraten und Kapitalmarktzinsen). Dieses lässt sich offensichtlich nicht einfach in die Zukunft fortschreiben. Einen realistischen Schätzer für die Eigenkapitalkosten erhält man, wenn man die Dividendenrendite von Aktien, die erwartete Inflationsrate und das reale Wirtschaftswachstum addiert, wobei das Dividendenwachstum langfristig sogar niedriger als das Wirtschaftswachstum ist. Auf diese Weise errechnen sich erwartete Aktienrenditen in Höhe von etwa 8 % bzw. real 5 % bis 6 %, was etwa auch denjenigen Renditen entspricht, die auf sehr lange Sicht (100 und mehr Jahre) tatsächlich an den Börsen zu erwirtschaften waren.

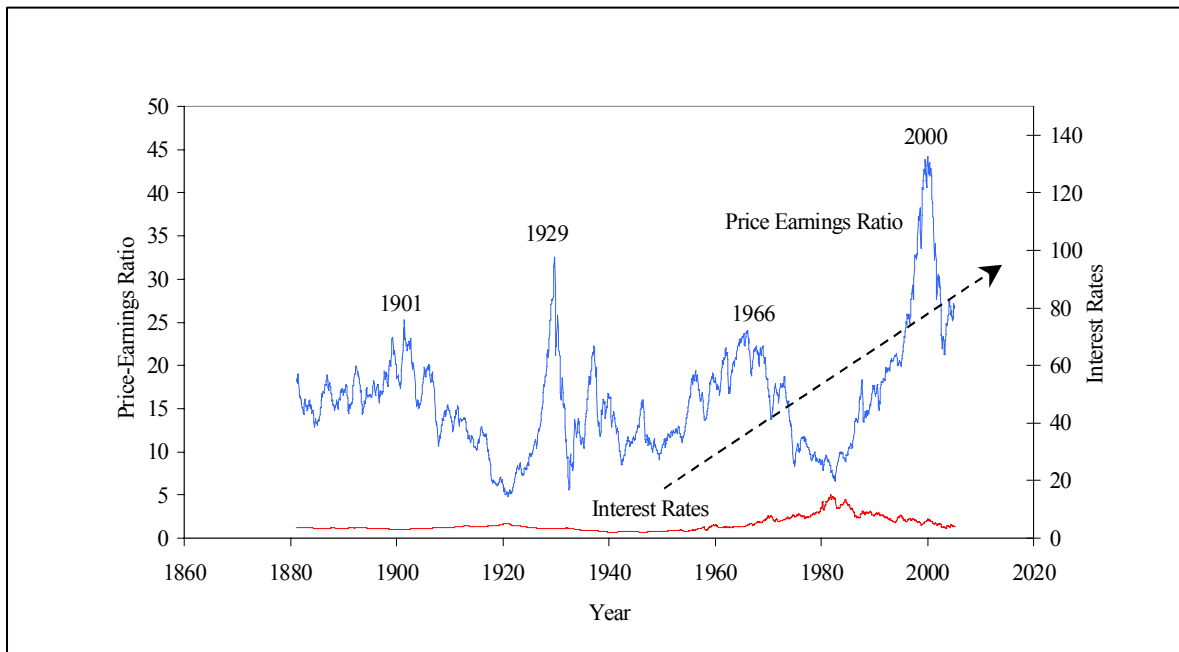


Abb. 2: Zunahme des Bewertungsniveaus

## 2. Fehlende Berücksichtigung einer (möglichen) Insolvenz bei den Fremdkapitalkosten:

Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten erscheint besonders einfach, weil die vertraglich vereinbarten Fremdkapitalzinssätze (oder die Renditen von Anleihen) natürlich bekannt sind. Für die Berechnung der Kapitalkosten sind jedoch nicht die vertraglichen Fremdkapitalzinsen maßgeblich, sondern die Fremdkapitalkosten, also die erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber. Die vertraglichen Fremdkapitalzinssätze werden immer über den Fremdkapitalkosten liegen, weil die Möglichkeit berücksichtigt werden muss, dass ein Unternehmen bei einer Insolvenz nicht (vollständig) zahlt. Fremdkapital ist damit immer etwas günstiger, als die vertraglichen Fremdkapitalzinsen dies ausdrücken. Der Unterschied ist abhängig von der Ausfallwahrscheinlichkeit (dem Rating) eines Unternehmens. Bei einem mittelstandsüblichen Rating von „BB“ beträgt diese Ausfallwahrscheinlichkeit rund 2 %. Für eine verbesserte Abschätzung der Fremdkapitalkosten muss diese Ausfallwahrscheinlichkeit (unter Berücksichtigung von Sicherheiten) von den vertraglichen Fremdkapitalzinsen abgezogen werden, um richtige Fremdkapitalkostensätze zum Beispiel für die Investitionsbewertung zu gewinnen.

### 3. Fehleinschätzung und Überschätzung des Risikoumfangs:

Noch immer wenden viele Unternehmen den durchschnittlichen Kapitalkostensatz eines Unternehmens für die Bewertung aller Investitionen und Projekte an, was zu Fehlbewertungen führt, weil sich die Risiken natürlich unterscheiden. In der Konsequenz werden gerade vergleichsweise risikoarme Projekte und Investitionen nicht realisiert. Erforderlich ist hier eine investitionsspezifische Berechnung von Risikoumfang und damit Kapitalkostensatz. Bei der in der Praxis noch üblichen Ableitung von Kapitalkosten (basierend auf CAPM) ist also Vorsicht angebracht. Diese Modelle unterstellen, dass der Kapitalmarkt über die gleichen Informationen verfügt wie die Unternehmensführung, dass keine Konkurskosten existieren und dass alle Investoren perfekt diversifizierte Portfolios aufweisen, in denen unternehmensspezifische Risiken damit keine Rolle spielen (und deshalb im  $\beta$  nicht erfasst werden). Entsprechend zeigen Kapitalkostensätze auf Grundlage des CAPM (bestenfalls) die Meinung des Kapitalmarkts hinsichtlich der Risiken eines Unternehmens – nicht aber die tatsächliche Risikosituation. Aufgrund dieser Schwächen wundert es nicht, dass in empirischen Untersuchungen schon seit rund 15 Jahren das CAPM empirisch fast durchgängig widerlegt wird.

Gerade bei der Bewertung von Sachinvestitionen, wenn keine adäquaten Kapitalmarktdaten zur Verfügung stehen, ist es sinnvoll, den Kapitalkostensatz konsistent aus den Daten und dem Risikoprofil der Investitionsrechnung abzuleiten.

### 4. Risikodeckungsansatz: Ableitung der Kapitalkosten aus Planungsdaten

Der letzte Ansatz wird hier noch etwas näher dargestellt. Zur Berechnung des Kapitalkostensatzes (WACC) in Abhängigkeit des Eigenkapitalbedarfs als Risikomaß wird die folgende Formel herangezogen:

$$k_{WACC}^{\text{mod}} = k_{EK} \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} \cdot (1 - s)$$

Ein zunehmendes Risiko mit einem höheren Bedarf an „teurem“ Eigenkapital führt zu steigenden Gesamtkapitalkostensätzen (WACC) ( $k_{EK} > k_{FK}$ ). Der Eigenkapitalbedarf (EKB) als Risikomaß und die Eigenkapitalkosten sind abhängig von den durch die Fremdkapitalgebern maximal akzeptierten Ausfallwahrscheinlichkeit ( $p$ ). Um die



Einzelrisiken – systematische und nicht diversifizierte unsystematische – eines Unternehmens zum Eigenkapitalbedarf zu aggregieren, müssen diese zunächst durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben, und dann denjenigen Positionen der Unternehmensplanung zugeordnet werden, bei denen diese zu Planabweichungen führen können. Mit Hilfe von Simulationsverfahren (Monte-Carlo-Simulation) wird anschließend eine große repräsentative Stichprobe möglicher risikobedingter Zukunftsszenarien der Unternehmensentwicklung ausgewertet, was Rückschlüsse auf den Umfang risikobedingter Verluste zulässt. So wird abgeleitet, welcher Bedarf an Eigenkapital zur Risikodeckung besteht, um eine vorgegebene (vom Ziel-Rating abhängige) Insolvenzwahrscheinlichkeit ( $p$ ) nicht zu überschreiten.

Für den Eigenkapitalbedarf ist ein „passender“ Eigenkapitalkostensatz zu berechnen, der ebenfalls von  $p$  abhängig ist. Eine einfache Abschätzung wird möglich, wenn man der Alternativinvestition zum Unternehmen eine Anlage des Eigenkapitals in das Marktportfolio (Aktien) unterstellt. Dabei wird berechnet, welche erwartete Rendite das Investment in ein Aktienportfolio (Marktportfolio) hätte, wenn dieses aufgrund eines Einsatzes von Fremdkapital die gleiche Ausfallwahrscheinlichkeit (oder  $LPM_1$ ) aufweisen würde (Opportunitätskosten). In Abhängigkeit der erwarteten Rendite des Marktportfolios ( $r_M^e$ ), der Standardabweichung dieser Rendite ( $\sigma_M$ ) und der akzeptierten Ausfallwahrscheinlichkeit  $p$  erhält man damit folgende ratingabhängige ( $p$ -abhängige) Eigenkapitalkosten. Im einfachsten Fall (d.h. bei Verzicht auf Simulationsplanung) kann für ein „Worst-Case-Szenario“ ermittelt werden, wie hoch hier die risikobedingten Verluste sind, die mit einer vorgegebenen, vom Zielrating abhängigen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten werden. Die möglichen Verluste entsprechen dem „Eigenkapitalbedarf“ als Maß für alle nicht-diversifizierten Risiken. Beispielsweise bei einer (einperiodigen) Investition im Volumen von 10 Mio Euro, die maximal 3 Mio Euro Verlust zur Folge haben, und damit zu 7 Mio Euro Fremdkapital finanziert werden kann, ergeben sich damit (bei 8 % Eigenkapitalkosten, 4 % Fremdkapitalkosten und Vernachlässigung von Steuern) folgende Gesamtkapitalkosten als Mindestanforderung an die erwartete Rendite:

$$k_{WACC}^{\text{Risikoadjustiert}} = 8\% \cdot \frac{3\text{Mio.}}{10\text{Mio.}} + 5\% \cdot \frac{10\text{Mio.} - 3\text{Mio.}}{10\text{Mio.}} = 5,9\%$$

Diese Kapitalkosten können für die Bewertung genutzt werden.

Die (Steuern vernachlässigende) Bewertung einer Zahlungsreihe  $\tilde{Z}$  mit einem Eigenkapitalbedarf  $EK^{Bedarf}$  (von  $\tilde{Z}$ ) soll im folgenden auch für eine Sicherheitsäquivalent-Variante (also ohne Bezug zu  $k_{WACC}$ ) dargestellt werden. Um die vorgegebene (präferenzabhängige) Insolvenzwahrscheinlichkeit  $p$  (und damit eine bestimmte Ratingstufe) einzuhalten, wird für das Eigenkapital genau der mittels Risikoaggregation zum Konfidenzniveau  $(1-p)$  bestimmte Eigenkapitalbedarf ( $EK^{Bedarf}$ ) gesetzt, was die Finanzierungsstruktur determiniert.

Durch diesen Ansatz erhält man den gesuchten Barwert  $W$  einer Zahlung in Periode  $t$  ( $\tilde{Z}_t$ ) in Abhängigkeit des Eigenkapitalbedarfs (Risikokapital) wie folgt:

$$W(\tilde{Z}_t) = \frac{S\dot{A}(\tilde{Z}_t)}{(1+r_0)^t} = \frac{E(\tilde{Z}_t) - EK_t^{Bedarf} \cdot r_p}{(1+r_0)^t}$$

Für die Berechnung des Unternehmenswertes werden die also erwarteten Zahlungen um die (zusätzlichen) kalkulatorischen Zinsen auf den Eigenkapitalbedarf gemindert. Der Wert der Zahlungsreihe  $\tilde{Z}$  (z.B. eines Unternehmens) lässt sich alternativ zur Risikoprämien-Darstellung (mit  $k = r_0 + r_z$ ) damit wie folgt beschreiben:

$$W(\tilde{Z}) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{E(\tilde{Z}_t) - r_p \cdot EK_t^{Bedarf}}{(1+r_0)^t}$$

## 5. Zusammenfassung und Konsequenzen

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass durch die Überschätzung der zukünftig zu erwartenden Renditen aus Aktienanlagen, der fehlenden Bereinigung der Fremdkapitalkosten um die Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) sowie eine einheitliche und undifferenzierte Erfassung des Risikoumfangs von Investitionsprojekten sich erhebliche Fehleinschätzungen der Anforderungen an die erwartete Rendite von Investitionsprojekten ergeben. Je nach Risikogehalt (Eigenkapitalbedarf) dürften im Mittel Kapitalkostensätze für die Beurteilung einer Investition in einer Größenordnung von 6 % angemessen sein. Selbst bei einer vollständig durch Eigenkapital zu finanzierenden Investition, deren Risikoumfang einer

Anlage in einem Aktienportfolio entspricht, ist eine erwartete Rendite von mehr als 8 % bereits ausreichend.

Nur unter besonderen Bedingungen lassen sich deutlich höhere Kapitalkostensätze rechtfertigen. Höhere Kapitalkostensätze ergeben sich bei Unternehmen, die viele Investitionsmöglichkeiten mit hohen erwarteten Renditen haben, aber zugleich im Hinblick auf die Durchführung von Investitionen (z.B. durch ein begrenztes Eigenkapital) restringiert sind. Für die Priorisierung der Projekte ist es hier sinnvoll, höhere Renditeanforderungen zu formulieren. Höhere Kapitalkostensätze ergeben sich zudem bei einer geringen Diversifikation des Vermögens der Eigentümer eines Unternehmens, weil dann auch unsystematische (unternehmensspezifische) Risiken bei der Berechnung der Kapitalkosten berücksichtigt werden müssen. Beide genannten Gründe für höhere Kapitalkosten sind insbesondere bei mittelständischen Unternehmen zu erwarten. Oft ist jedoch davon auszugehen, dass durch unrealistisch hohe Anforderungen an die Rendite eine Vielzahl an sich wertsteigernden Investitionen unterbleibt. Dies beeinträchtigt das Unternehmenswachstum, die Wertentwicklung und ist auf volkswirtschaftlicher Ebene für die Investitionsschwäche der Wirtschaft mit verantwortlich.

Um eine tatsächlich wertorientierte Unternehmenssteuerung zu ermöglichen, ist es erforderlich, die erwarteten Renditen und die Risiken (mit dem Kapitalkostensatz) gegeneinander abzuwägen. Die Kapitalkostensätze sind als verdichtetes Maß für den Risikoumfang das Bindeglied zwischen wertorientiertem strategischen Management und dem Risikomanagement. Eine der zentralen, häufig noch nicht gelösten Aufgaben eines wertorientierten Controllings besteht damit darin, auch den Kapitalkostensatz als einen berechen- und steuerbaren Werttreiber aufzufassen, der (genau wie z.B. „Rendite“) konsistent aus der Unternehmens- bzw. Investitionsplanung abzuleiten ist.