



Kapitalallokation auf dem Prüfstand

Risiko-/Ertragsprofile wirkungsvoll gestalten

von Stefan Heppelmann und Marcus Middelmann

Executive Summary

Es ist schon fast eine Binsenweisheit: Rund 80 Prozent ihrer Ergebnisse erzielen Aktienfonds durch Strategic Asset Allocation (SAA), also die grundsätzliche Entscheidung über Zielbranchen und -regionen sowie Ein- und Ausstiegszeitpunkte für Investitionen. Das so genannte Stock Picking – die mehr oder weniger gezielte Auswahl einzelner Titel – bildet im besten Fall das Sahnehäubchen.

Diese Beobachtung aus der Praxis (die sich im Übrigen auch kapitalmarkttheoretisch stützen lässt) sollte eigentlich dazu führen, dass auch Banken und Versicherungen ihren Ressourceneinsatz, ihre Managementkapazität und die besten Steuerungsinstrumente auf die strategische Grundsatzentscheidung konzentrieren. Die Realität sieht häufig anders aus: Finanzdienstleister setzen schon aus regulatorischen Gründen häufig eine Vielzahl von Risikomessinstrumenten ein, die beträchtlichen Anschaffungsaufwand erfordert haben, aber nicht oder nur unzureichend in ein strategisches Steuerungssystem integriert sind. Als Folge werden Renditen und Risiken unabhängig voneinander gemanagt und gemessen. Vorteile, die aus der Diversifikation von Risiken entstehen würden, können nicht genutzt werden; massive Investitionen stehen im luftleeren Raum.

Um den künftigen Herausforderungen der Branche gerecht werden zu können, müssen sich Finanzdienstleister viel stärker auf die Kapitalallokation als zentralen Erfolgsfaktor ihres Geschäfts besinnen. Erforderlich ist ein am Unternehmenswert orientiertes Controlling, das eine „optimale“ Verteilung der zur Verfügung stehenden Mittel auf die einzelnen Geschäftsbereiche anstrebt. Nur so lässt sich das übergreifende Unternehmensziel realisieren, die EVAs und damit den Shareholder Value zu steigern. Wie der vorliegende Praxisbericht darlegt, ist für eine solche wertorientierte Kapitalallokation eines unabdingbar: eine Steuerung der Gesamtbank bzw. Versicherung „aus einem Guss“, d. h. miteinander verzahnte Steuerungsprozesse.

Risikoaspekt bislang nicht ausreichend in Entscheidungs- und Managementsysteme integriert

Das Risikomanagement-System eines typischen Finanzdienstleisters besteht heute aus diversen Kapitalbewertungsmodellen, die parallel eingesetzt werden. So wurden etwa im Bankenbereich als Reaktion auf Basel II neue Verfahren zur Quantifizierung von Kredit- und operationellen Risiken implementiert. Auf die Versicherungen kommt mit Solvency II Ähnliches zu. Diese Risiken werden dann in einer Stabsstelle „Risikocontrolling“ erfasst und in der Regel anhand eines Value-at-Risk-Modells (VaR-Modell) bewertet. Die Ergebnisse gehen häufig in eine aggregierte Risikokennzahl ein, die die Gesamtrisikoposition des Unternehmens wiedergibt. Dies soll dem Management das sichere Gefühl verleihen, über das Risikoprofil des Unternehmens – also das Ausmaß der Gefährdung für das Eigenkapital – informiert zu sein. Das Problem dabei: Diese Information reicht bei Weitem nicht aus, um die Chancen und Risiken für das Unternehmen auch strategisch steuern zu können. Dazu sind weitergehende Informationen über die geschäftsfeldspezifischen Risiken nötig, die heute nur unzureichend erhoben, geschweige denn genutzt werden.

Inselösungen im Risikomanagement stehen der strategischen Geschäftssteuerung im Weg

Risiko-/Renditeprofile auf Geschäftsfeldebene intransparent

Bei vielen Finanzdienstleistern herrscht eine klare Zweiteilung: Auf der einen Seite eben das Risikocontrolling, das unterschiedliche Risikoarten (in der Regel Markt- und Kreditrisiken, operationelle Risiken) für das Unternehmen identifiziert und quantifiziert. Auf der anderen Seite das finanzwirtschaftliche Controlling, in dem die Renditen für einzelne Geschäftsfelder (geschnitten nach Produkten, Regionen oder Kundengruppen) kalkuliert werden. Die Verknüpfung zwischen Rendite- und Risikomessung wird völlig unzureichend oder überhaupt nicht vollzogen, die Risiken auf Geschäftsfeldebene bleiben intransparent. Wo eine Verknüpfung zwischen Risikomanagement und strategischer Steuerung existiert, wird sie nicht weit genug getragen: Zwar findet ein Transfer von Informationen statt (die Zentrale ist also über das Risikoprofil einzelner Produkte und Geschäfte informiert), aber diese Information wird nicht in die Entscheidungs- und Managementsysteme integriert.

Ohne Risiko-/Renditeprofile sind fundierte Allokationsentscheidungen nicht möglich

Resultat: Die wirklich interessanten Fragen bleiben unbeantwortet: Wie kann man die eingesetzten Risikomessinstrumente strategisch nutzbar machen? In welche Geschäftsbereiche sollte in Zukunft aus Rendite-Risiko-Gesichtspunkten am meisten investiert werden? Wie sollte ein optimal diversifiziertes Produktportfolio eines Finanzdienstleisters zusammengestellt sein? Die – an sich wünschenswerte – Dezentralisierung operativer Entscheidungen wird durch die Systeme nicht adäquat gestützt. Als Folge können Produkte und Geschäftsbereiche nicht risikogerecht gesteuert werden.

Unterschiedliche Risiken über einen Kamm geschoren

Um Wert zu schaffen, muss das Finanzcontrolling Risiken differenziert betrachten können

Im Rahmen des Finanzcontrollings werden Geschäftsbereiche auf ihren Beitrag zum Gesamtergebnis analysiert, wobei in der Regel Standardausfallkosten angesetzt werden. Diese tragen jedoch dem Risiko in keiner Weise Rechnung, denn sie geben lediglich den routinemäßig erwarteten Verlust wieder. Das eigentliche Risiko aber besteht in der Abweichung der Ausfälle von diesem erwarteten Verlust. Dazu ein Beispiel: Nach der beschriebenen Vorgehensweise würde man unterstellen, dass eine Versicherung gegen Naturkatastrophen das gleiche Risiko beinhaltet wie eine Automobilversicherung (vergleichbare Schadenquoten vorausgesetzt). Tatsächlich sind die Unterschiede gewaltig: Die Risiken aus Automobilschäden sind durch hohe Eintrittswahrscheinlichkeiten bei durchschnittlich niedriger Schadenshöhe gekennzeichnet (so genannte „high frequency, low impact risks“), und infolge der hohen Volumina lassen sich Ausfälle und Standardabweichungen gut aus historischen Daten ableiten. Naturkatastrophen dagegen sind typische „low frequency, high impact risks“. Hier sind Ausfallhöhe und Risiko für den Versicherer kaum abschätzbar. Wie fatal es sein kann, diese beiden Geschäftsfelder im Finanzcontrolling gleich zu behandeln, ist leicht vorstellbar.

Unterschiedliche Kapitalanforderungen müssen in der Gesamtsteuerung berücksichtigt werden

Ähnlich kritisch zu sehen ist die Zugrundelegung eines einheitlichen Kapitalkostensatzes („Hurdle Rate“) für unterschiedliche Einzelgeschäfte bzw. Geschäftsfelder – derzeit bei rund 75 Prozent der deutschen Banken die gängige Praxis. Auch hierbei wird völlig außer Acht gelassen, dass verschiedene Geschäftsarten und Produkte mit unterschiedlich hohen Risiken behaftet sind. Diese Praxis treibt die Geschäftsfeldverantwortlichen in ungewollte und für das Unternehmen nachteilige Risiken. So schafft sie beispielsweise für Händler einen klaren Anreiz, in Bonds mit schlechterem Rating, aber höherer Renditeerwartung und Varianz zu investieren. Letztendlich wird damit das hauseigene Performance-Measurement-System durch Steigerung des zugrunde liegenden Risikos ausarbitriert.

Zur Verdeutlichung ein Beispiel aus dem Optionsgeschäft:

Abb. 1: Differenzierte Renditeerwartung bei unterschiedlichen Risiken

Investmentstrategie	Kapitalbedarf bei 99,97 % VaR (1)	Risikoprämie (2)	Rendite (2) / (1)	Erwartete Gesamrendite
Long-Call-Option	10,45 €	2,31 €	22,1 %	27,1 %
Long-Equity	61,85 €	4,00 €	6,5 %	11,5 %
Short-Put-Option	51,40 €	1,69 €	3,3 %	8,3 %

Ein Investment zu einer Basis von 100 € würde hier beim Eingehen von Long-Call-, Long-Equity- und Short-Put-Optionen aufgrund unterschiedlicher Risikoprämien und Kapitalbedarfe völlig verschiedene Mindestkapitalrenditen erfordern. Die Risikoprämien der Optionen (2), bei einer Black-Scholes Marktpreisbewertung, hängen von den jeweiligen Deltas ab, die Long-Equity-Position von der Risikoprämie des Marktes. Die Renditen der einzelnen Produkte ergeben sich in Abhängigkeit von dem notwendigen Kapitaleinsatz bzw. Verlustpotenzial – siehe (1) Downside Tail. Auf Basis der betrachteten Risiko-/Renditeprofile ergeben sich demnach spezifische, den Marktpreisen entsprechende Zielrenditen. Diese müssen je nach Produkt mindestens erzielt werden, um zusätzlichen Wert zu schaffen. So ermittelte Eigenkapitalrenditen können in der Praxis je nach Produkt zwischen 5 und 50 Prozent variieren.

Im Derivategeschäft ist diese Denkweise für Finanzdienstleister selbstverständlich, bei der Beurteilung der eigenen Geschäftsbereiche aber wird sie nicht konsequent angewandt. Bei der Betrachtung einheitlicher Kapitalkostensätze liegt der Fokus lediglich auf dem eingesetzten Risikokapital, nicht aber auf den unterschiedlichen Geschäftsrisiken. Insbesondere der Optionseigenschaften einiger Geschäftsaktivitäten wird das nicht gerecht. Beispielsweise ließe sich das M&A-Geschäft durchaus als Long-call-position auf das Wirtschaftswachstum betrachten.

Fehlsteuerung durch Renditefokus

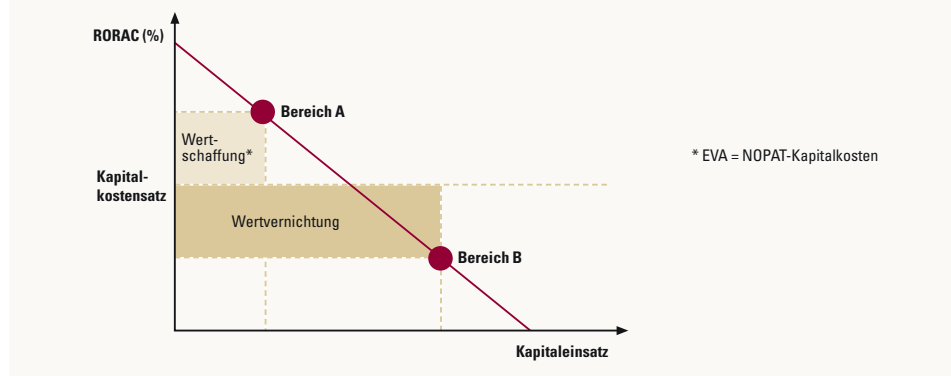
Eine weitere potenzielle Quelle für Fehlsteuerungen ist die weit verbreitete Praxis, die Performance von Geschäften an relativen Kennzahlen wie Return on Risk-adjusted Capital (RORAC) oder Return on Equity (ROE) festzumachen. Da man die Höhe solcher Renditezahlen sowohl im Zähler als auch im Nenner beeinflussen kann, ist die Versuchung groß, „an der falschen Schraube zu drehen“.

Risikoadäquate
Steuerungsimpulse sind
die Basis nachhaltiger
Wertschaffung

So bewirkt diese Praxis ungewollte Verschiebungen im Investitionsverhalten: Denn Neugeschäft wird grundsätzlich dann angenommen, wenn der prognostizierte RORAC/ROE die bisher erzielte Rendite übersteigt – was aber häufig nicht ausreichen wird, wenn der betreffende Geschäftsbereich bereits unterhalb seiner spezifischen Kapitalkosten wirtschaftet. Liegt dann die Rendite des Neugeschäfts über der des Bestands, aber unter den Kapitalkosten (sodass es im Grunde Wert vernichtet), wird es fälschlicherweise dennoch positiv beurteilt.

Entsprechendes gilt umgekehrt: In einem profitabel wirtschaftenden Bereich wird es schwierig sein, Neugeschäft mit einem unterdurchschnittlichen RORAC zu zeichnen, selbst wenn dieser die Kapitalkosten übersteigt und das Geschäft somit zusätzlichen Wert schaffen würde. Die Folge: Profitable Bereiche werden „Wachstumsbremser“, unprofitable zur Überinvestition verleitet. Als Folge wird profitables Wachstum des gesamten Unternehmens ausgebremst und damit die Wertsteigerung behindert.

Abb. 2: Fehlsteuerung durch relative Kennzahlen



Anforderung der Zukunft: Optimale Kapitalallokation durch integrierte Vorgehensweise

Integrierte Steuerungssysteme ermöglichen die Optimierung des Geschäftsmixes

Für die Zukunft ergibt sich ein völlig verändertes Bild: Sinkende Margen im Zinsgeschäft werden die Finanzdienstleister zunehmend dazu zwingen, ihr Eigenkapital bevorzugt den Geschäftsfeldern mit der höchsten Wertschaffung zuzuweisen. Damit werden sie auch gefordert sein, ihre Risikomessinstrumente viel stärker zur Performance-Messung von Geschäftsfeldern, Produkten oder sogar einzelnen Geschäften einzusetzen. Entsprechend müssen sich auch ihre Kapitalmanager weiterentwickeln: vom reinen Treasurer zum Risikohändler, der bewusst bestimmte Risiken eingeht und an den Kapitalmarkt zurücktransferiert bzw. Risiken am Kapitalmarkt einkauft.

Die Simulation von Kapitalallokationsentscheidungen bildet die Basis bei der Umsetzung

Voraussetzung für diese Weiterentwicklung ist die Implementierung eines klaren, einfach zu handhabenden Modells zur Entscheidungsunterstützung für Zentrale und Markteinheiten. Sie müssen in die Lage versetzt werden, schnell über Risikoübernahme und -abgabe zu entscheiden sowie eine optimale Kapitalallokation zu allen Geschäftsbereichen durchzuführen. „Optimal“ heißt dabei, dass einerseits die jeweilige Wertschaffung und andererseits die regulatorischen Nebenbedingungen wie Basel II und Solvency II berücksichtigt werden. Damit muss ein solches Entscheidungsunterstützungssystem letztendlich zwei wesentliche Funktionen unterstützen: zum einen die laufende Aktualisierung der Gesamtrisikoposition des Unternehmens, zum anderen die Überprüfung von operativen Entscheidungen auf ihren Beitrag zu dieser Risikoposition. Übergreifendes Ziel ist die Steigerung des Unternehmenswertes – Kapital wird unter dem Aspekt der Wertsteigerung zugewiesen, nicht einfach zur Steigerung der Geschäftsbereichsvolumina.

Als Basis für die Kapitalallokation können und sollen die zahlreichen Risikomodelle dienen, die bei Finanzdienstleistern schon heute im Einsatz sind. Allerdings müssen diese Modelle für die strategische Steuerung nutzbar gemacht werden. Hierzu sind zunächst relevante Geschäftsbereiche zu identifizieren und als Profit Center zu definieren. Aus Kapitalmarkterwartungen können dann Ziele für die Wertsteigerung (= Steigerung der EVAs) der einzelnen Geschäftsbereiche abgeleitet werden. Das spezifische Risiko eines jeden Geschäftsbereichs lässt sich ebenfalls über eine Wettbewerberanalyse verifizieren. Entscheidend ist dabei, dass auch die Korrelation der einzelnen Risiken miteinander berücksichtigt und der potenzielle Nutzen einer Risikodiversifizierung für das Gesamtunternehmen bestimmt wird.

Integrierte Kapitalallokationsmodelle fördern Interaktion und unternehmerische Freiheit

Strategieformulierung und Kapitalallokation dürfen kein Einmalereignis bleiben, sondern müssen als Plattform für einen reibungslosen und zügigen Feed-back-Prozess zwischen Zentrale und Geschäftsbereichen gesehen werden. Daraus ergibt sich auch das Rollenverständnis der zentralen Kapitalallokationsfunktion: Sie stellt das Instrumentarium für Entscheidungsunterstützung zur Verfügung, definiert geschäftsspezifische Parameter und aktualisiert diese laufend. Obwohl mit dem Einsatz eines Allokationsmodells die Interaktion mit der Zentrale intensiver wird, erhalten die Markteinheiten erheblich mehr unternehmerische Freiheit und können ihre Marktkenntnisse verstärkt zeitnah einbringen.

Als zentrales Element der strategischen Planung ist die Kapitalallokation Basis für Investitions- und Akquisitionsentscheidungen. Nur Geschäftsbereiche, die maßgeblich zur Wertsteigerung des Gesamtunternehmens beitragen, erhalten durch Zuteilung entsprechender Ressourcen die Möglichkeit zur Expansion.

Erfolgskritisch: Integration des Allokationsprozesses in die operative Planung

Für die Integration des Kapitalallokationsprozesses in die operative Planung sind zwei Alternativen denkbar – je nachdem, ob sich das betreffende Unternehmen zu einem proaktiven oder zu einem reaktiven Kapitalmanagement bekennt.

Proaktives Kapitalmanagement ist kapitalmarktgetrieben, d. h., es verfolgt beispielsweise die Zielsetzung, den Vertrieb von Produkten zu forcieren, die gerade stark am Kapitalmarkt nachgefragt werden und somit „günstig“ zu verbiefen sind. Dasselbe gilt natürlich auch umgekehrt: Der Finanzdienstleister nimmt Risiken herein, mit denen er sein Portfolio diversifizieren kann, und verkauft Risiken, die anderen Unternehmen zur Diversifikation verhelfen und somit entsprechend nachgefragt werden. Des Weiteren könnte er Risiken in sein Portfolio aufnehmen, die nicht zur Diversifizierung bei anderen Unternehmen beitragen und somit günstig „einzukaufen“ sind.

Im proaktiven Kapitalmanagement steuert die Zentrale den Vertrieb

Ein Beispiel: Die Versicherung von Stürmen im mittleren Westen der USA wäre an sich für jeden Rückversicherer ein Verlustgeschäft, da die Prämien das entstehende Risiko nicht abdecken. Trotzdem ist die Nachfrage nach der Versicherung dieser Risiken sehr hoch. Der Grund: Midwest-Stürme treten so gut wie nie gleichzeitig mit Erdbeben an der Westküste und Stürmen an der Ostküste auf, sodass sich diese Risikoart ausgezeichnet für Versicherer eignet, die ihr Portfolio aus Ostküstenstürmen oder Westküstenerdbeben diversifizieren möchten. Mit dieser Ergänzung ist das Gesamtgeschäft für den Rückversicherer profitabel. Dieses Beispiel belegt auch sehr schön, warum und wie das Neugeschäft hinsichtlich seiner Auswirkungen auf das Rendite-/Risikoprofil des Unternehmens zu untersuchen ist.

Bei proaktivem Kapitalmanagement werden alle Risiken auf gruppenweiter Basis gedeckt. Für alle Aktivitäten des Finanzdienstleisters wird ein gemeinsamer Kapitalpool vorgehalten, der dann sehr flexibel auf die rechtlichen Einheiten verteilt werden kann. Bei diesem Modell sollte jeder Geschäftsbereich klare Steuerungsvorgaben erhalten, innerhalb derer er sich frei bewegen kann. Hierfür bieten sich differenzierte Hurdle Rates an: Der Kapitalmanager kann damit Preisimpulse für die operativen Bereiche setzen und ihnen Anreize liefern, bevorzugt die Produkte mit den größten Opportunitäten für das Unternehmen zu vertreiben.

Im reaktiven Kapitalmanagement optimiert die Zentrale ein bereits „verkauft“ Portfolio

Bei **reaktivem Kapitalmanagement** gibt es keinerlei Vorgaben des Zentralbereichs an die Markteinheiten. Diese treten (im Rahmen vorgegebener Limite) frei am Markt auf und vertreiben die Produkte so, wie sie eben vom Kunden aufgenommen werden. Erst wenn die Risiken auf den Büchern des Finanzdienstleisters stehen, wird das Kapitalmanagement aktiv: Es optimiert das bestehende Portfolio mit Kapitalmarktinstrumenten. Hierbei kann es sowohl weitere Risiken aufnehmen als auch Risiken abgeben, um die Diversifikation zu erhöhen oder das Rendite-/Risikoprofil anderweitig zu optimieren.

Für welche der beiden Alternativen sich ein Finanzdienstleister entscheidet, hängt sehr stark vom Geschäftsmodell ab. Proaktives Kapitalmanagement eignet sich in der Regel für Anbieter von Standardgeschäften (z. B. Konsumentenkredite, Baufinanzierung, Privathaftpflichtversicherung). Reaktives Kapitalmanagement ist eher für Anbieter individueller Geschäfte geeignet (z. B. Corporate Finance, Rückversicherung, Staatsfinanzierung). Abhängig vom Geschäftsmodell muss der Finanzdienstleister somit für sich bestimmen, ob er seine Stärken eher in der Übernahme oder in der Abgabe von Risiken sieht. Die gezielte Anwendung des aktiven Kapitalmanagements hat eine beschleunigende Wirkung auf die Bilanz: Risiken werden zum Teil nur kurz gehalten, dafür werden andere Risiken „eingekauft“. Dies führt zu einem höheren Ertrag bei konstantem Kapitaleinsatz – der EVA wird somit gesteigert. Ein häufig genutztes „Vehikel“ zum Verkauf von Risiken aus dem eigenen Portfolio ist das Verbriefen von Transaktionen: Das Gesamtvolumen hat sich allein zwischen 2000 und 2004 verdreifacht und beläuft sich inzwischen auf mehr als 1,4 Billionen US\$.

Beispiel: Insurance-linked Securities in der Rückversicherung

Eine Rückversicherung muss sich im Grunde verhalten wie ein Finanzinvestor: So wie dieser ein breit gestreutes Portfolio an Investitionen (und damit verbundenen Risiken) hält, muss auch die Versicherung auf Diversifikation ihres Portfolios achten. Folglich sind gezielt Versicherungsrisiken anzukaufen, die das eigene Portfolio diversifizieren; umgekehrt sind Klumpenrisiken bzw. Risiken, die das Portfolio übergewichten, nach Möglichkeit zu verkaufen.

Grundsätzlich gut handelbar sind Risiken, für die eine weitgehende Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Verkäufer besteht und hohe Risikoprämien gezahlt werden. Derzeit sind dies unter anderem Markt-, Kredit-, Energie- und Wetterrisiken sowie Risiken, die sich in der Lebensversicherungsbranche aus einer Abweichung von den Sterblichkeitstabellen ergeben. Als Verbriefungsinstrumente werden Futures, OTC-Transaktionen oder Insurance-linked Securities (ILS) genutzt.

Die Systematik soll hier am Beispiel der ILS erläutert werden: Der Rückversicherer nimmt ein spezifisches Risiko in sein Portfolio auf und begibt über eine dritte Gesellschaft Anleihen am Kapitalmarkt. Tritt das Versicherungsrisiko ein, erhalten die Investoren lediglich die Tilgungsleistung abzüglich der Schadenssumme; bleibt es aber aus, erhalten sie neben den Tilgungsleistungen die zugesagten Zinsen. Mit der Verbriefungstransaktion bewirkt die Rückversicherung eine Kollateralversicherung aller verbrieften Risiken, wobei für die Drittgesellschaft ein minimales Kontrahentenrisiko verbleibt. Das Unternehmen profitiert von einem verbesserten Risikomanagement und dem effizienten Einsatz von Kapital.

Fazit: Profitablere Geschäftsentwicklung durch strategische Kapitalallokation

Investitionen in Geschäftsbereiche und Produkte, die aus reinen Wachstums- und/oder Prestigegründen getätigt werden, sind in den seltensten Fällen sinnvoll. Nachhaltigen Erfolg verspricht eine Strategie, die die Kapitalallokation als zentrales Instrument der Wertsteigerung nutzt und das verfügbare Kapital immer dort investiert, wo die größte Wertschaffung für den Finanzdienstleister erzielt werden kann. Entsprechend ist den Geschäftsbereichen, die maßgeblich zur Steigerung des Unternehmenswertes beitragen, der Großteil des Investitionskapitals zuzuweisen. Voraussetzung für eine solche Strategie ist, dass Rendite- und Risikoaspekte auf einen Nenner gebracht werden. Aus strategischer Sicht bietet Kapitalallokation also die Chance, Mittel zielgerichteter und profitabler zu investieren. Vorab aber muss sich der Finanzdienstleister Klarheit darüber verschaffen, ob seine Kernkompetenz im proaktiven oder im reaktiven Kapitalmanagement liegt. Mit der Strategieentwicklung geht also auch die Entscheidung einher, welche Kompetenzen in Zukunft verfolgt werden sollen.

Eine strategische Kapitalallokation ist der Weg zu gezielter und nachhaltiger Wertschaffung

Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. unterstützt Unternehmen darin, kontinuierlich Wert zu schaffen. Vor rund 25 Jahren in New York gegründet, ist Stern Stewart & Co. heute die führende internationale Unternehmensberatung für Wertmanagement. Unser Ziel ist es, die Unternehmensführung bei der Umsetzung ihrer Wertsteigerungsagenda in drei Schlüsselbereichen zu unterstützen: Unternehmenssteuerung, Kundenwertmanagement sowie Organisationsentwicklung.

Wir messen unseren Beratungserfolg in einer Verbesserung des fundamentalen Unternehmenswertes. Dieser wird in der von uns entwickelten Wertkennzahl EVA® ausgedrückt, die sich zum internationalen Standard entwickelt hat. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Stefan Heppelmann, CFA, ist der verantwortliche Partner, Marcus Middelmann Senior Associate in der Financial Institutions Practice im Münchener Office von Stern Stewart & Co. Sie haben bereits zahlreiche Wertmanagementprogramme erarbeitet und erfolgreich umgesetzt.



Stefan Heppelmann, CFA
sheppelmann@sternstewart.de



Marcus Middelmann
mmiddelmann@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. makes every effort to ensure the accuracy and actuality of the provided information. In spite of careful managements, we cannot guarantee the accuracy and factual actuality of this study.

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4

D-80333 München

T +49.89.242071.0

F +49.89.242071.11

E info@sternstewart.de

I www.sternstewart.de

Schottenring 16

A-1010 Wien

T +43.1.53712.4111

F +43.1.53712.4000

E info@sternstewart.at

I www.sternstewart.at

Seefeldstrasse 69

CH-8008 Zürich

T +41.43.488.36.39

F +41.43.488.35.00

E info@sternstewart.ch

I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.