

IFBC

# Dialog

Finance Edition / Juni 2017

*Corporate Finance & Financial Advisory*  
**Aktuelle Praxis bei öffentlichen  
Übernahmen**

*IFRS*  
**Impairment-Risiken aufgrund  
überschätzter Länderrisiken**

*Financial Risk Management*  
**The Hidden FX Exposure**

*Corporate Finance & Financial Advisory*  
**Cross-Border-Transaktionen als  
Treiber im Schweizer M&A-Markt**

*Performance Management*  
**Swarovski hat das Budget abgeschafft  
– Interview mit Reto Andreoli**

Editorial

## Im Dialog

Wir freuen uns, Ihnen eine weitere Ausgabe des «IFBC Dialog – Finance Edition» präsentieren zu können. In dieser Ausgabe möchten wir den Dialog mit Ihnen fortsetzen, den wir mit der letztjährigen, erstmaligen Publikation des «IFBC Dialog» in dieser Form begonnen haben.

Im Dialog ist eine kritische Würdigung der Standpunkte des Gesprächspartners, aber auch der eigenen Überzeugungen essenziell. Wer seine eigenen Ansichten und die zugrunde liegenden Fakten hinterfragt, kann neue Erkenntnisse gewinnen und diese in die Diskussion im Sinne einer besseren Lösungsfindung einbringen. Dies stellen wir in unserer Beratungstätigkeit tagtäglich fest, sowohl in internen Besprechungen als auch im Gespräch mit Kunden. Eine periodische Reflexion bringt deshalb oft neue Impulse und Denkanstösse – und das ist genau das, was wir Ihnen in dieser Ausgabe offerieren möchten.

Auf den folgenden Seiten finden Sie wie gewohnt unsere aktuellsten Einschätzungen zur finanziellen Wertschaffung der Schweizer Industrieunternehmen. Auch dieses Jahr haben wir mit den bis Ende März publizierten Jahresabschlüssen von 110 kotierten Nichtfinanz-Unternehmen eine umfassende Datengrundlage geschaffen.

Neben den wiederkehrend behandelten Themen möchten wir Ihnen auch neue anregende Dialogthemen zu *Financial Risk Management*, *IFRS und Corporate Finance & Financial Advisory* vorstellen. Auch das Interview mit Reto Andreoli zur Abschaffung des Budgets bei Swarovski bietet Ihnen mit Sicherheit frische fachliche Impulse im Bereich *Performance Management*.

Unsere Publikation soll als Einladung zum Dialog mit Ihnen verstanden werden.

Wir wünschen Ihnen spannende Einsichten und freuen uns, Ihnen als Dialogpartner zur Verfügung zu stehen.



Dr. Thomas Vettiger  
Managing Partner IFBC AG

# Inhaltsverzeichnis

<b>3</b>	<i>Editorial</i>		
<b>6</b>	<i>Operative Performance</i> <b>Stärkstes Wachstum der ökonomischen Wertschaffung seit sechs Jahren</b>	<i>Bewertung</i> Weiterhin hohes Bewertungsniveau	<b>22</b>
<b>10</b>	<i>Aktienperformance</i> <b>Steigende operative Ergebnisse stützen die Aktienperformance</b>	<i>Dividenden</i> Dividenden bewegen sich in unterschiedliche Richtungen	<b>24</b>
<b>12</b>	<i>Financial Risk Management</i> <b>The Hidden FX Exposure</b>	<i>IFRS</i> Impairment-Risiken aufgrund überschätzter Länderrisiken	<b>26</b>
<b>14</b>	<i>Corporate Finance &amp; Financial Advisory</i> <b>Cross-Border-Transaktionen als Treiber im Schweizer M&amp;A-Markt</b>	<i>Performance Management</i> Swarovski hat das Budget abgeschafft – Interview mit Reto Andreoli	<b>30</b>
<b>18</b>	<i>Corporate Finance &amp; Financial Advisory</i> <b>Aktuelle Praxis bei öffentlichen Übernahmen</b>	<i>Outlook</i> Unternehmen und Analysten erwarten erneute Performancesteigerungen	<b>34</b>
		<i>Über IFBC</i>	<b>36</b>

# Stärkstes Wachstum der ökonomischen Wertschaffung seit sechs Jahren

Die stark exportorientierte Schweizer Wirtschaft wurde im Geschäftsjahr 2016 auf den Prüfstand gestellt. Zur Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit galt es, geeignete Massnahmen im Umgang mit dem im Jahr zuvor abrupt erstarkten Schweizer Franken zu finden. Obwohl dies 2016 erwartungsgemäss nicht allen Unternehmen gleich gut gelang und die weltweiten Unsicherheiten im Zuge der US-Wahlen und der Brexit-Abstimmung zunahmen, konnte die Schweizer Wirtschaft als Ganzes ein gutes Jahr verzeichnen. In Bezug auf die ökonomische Wertschaffung gelang sogar die grösste Verbesserung seit 2010.

Zur Beurteilung der operativen Performance basieren wir auf dem Economic-Profit-Konzept (EP). Anders als die Gewinngrössen EBITDA oder EBIT berücksichtigt der Economic Profit auch die Kosten für das betrieblich investierte Kapital. Damit beeinflusst neben Umsatz und Margenverbesserungen auch eine effizientere Bewirtschaftung des investierten Kapitals die ökonomische Performance.

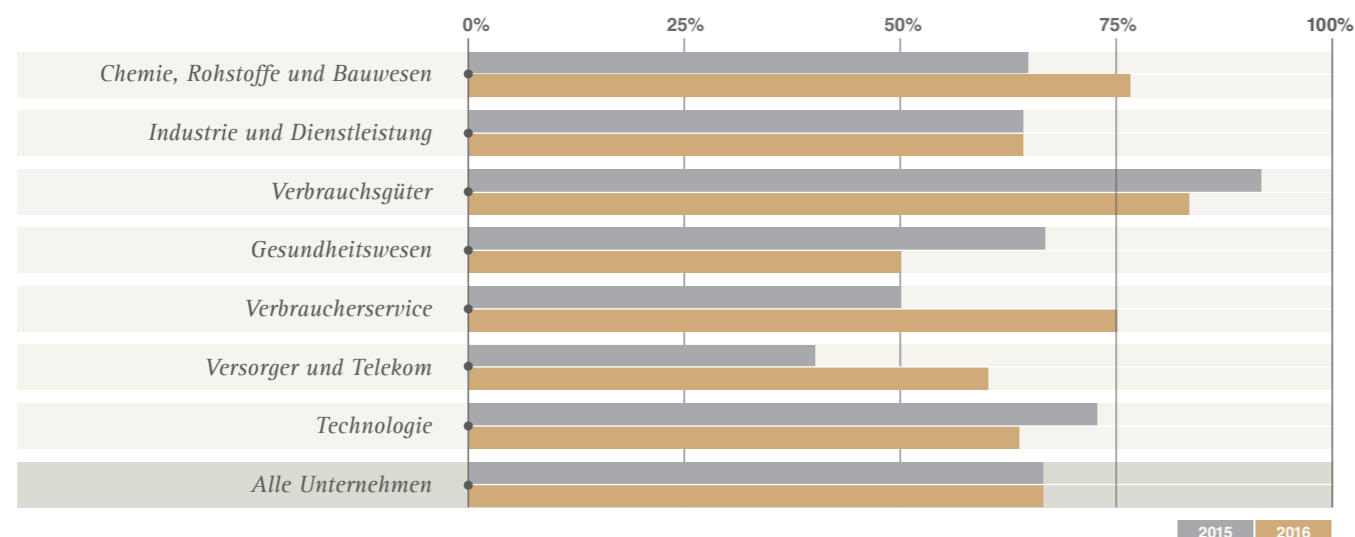
## KONSTANTER ANTEIL WERTGENERIERENDER FIRMEN

Im Jahr 2016 gelang es zwei Dritteln der 110 untersuchten Schweizer Industriefirmen, einen positiven EP zu erwirtschaften und damit ihre

Kapitalkosten auf dem investierten Kapital zu verdienen. Im Vergleich zum Jahr 2015 blieb dieser Anteil unverändert. Damit konnte erneut die Mehrheit der Firmen eine über den Kapitalkosten liegende Rendite erzielen.

Aus der Branchenbetrachtung in der Abbildung unten ist im Vorjahresvergleich eine Verschiebung innerhalb der einzelnen Sektoren ersichtlich. In je drei Branchen hat der Anteil an Firmen mit einem positiven EP zu- respektive abgenommen. Am stärksten stieg der Anteil Unternehmen mit positivem EP in den Branchen Verbraucherservice sowie Versorger und Telekom.

Anteil Unternehmen mit positivem Economic Profit



**4.2**  
Milliarden Franken  
Economic-Profit-  
Verbesserung

«Zwei Drittel  
der Unternehmen  
generierten 2016  
ökonomischen  
Wert.»

**73%**  
der Unternehmen mit  
einer Economic-Profit-  
Verbesserung

Im Vergleich zum Vorjahr zeigten sich 2016 die einzelnen Sektoren wesentlich homogener: Die Spannweite an wertgenerierenden Firmen lag prozentual bei 50-83%, während sie im Jahr 2015 noch 40-92% betrug.

## PERFORMANCE- VERBESSERUNGEN AUF BREITER FRONT

Zur Beurteilung der finanziellen Jahresperformance wird die Veränderung des Economic Profit auf Unternehmensebene gemessen. Im Jahr 2016 konnten 73% der untersuchten Firmen ihren EP erhöhen und damit eine Verbesserung im Vergleich zum Vorjahr erzielen. Dieser Anteil liegt wesentlich höher als 2015. Damals entwickelte sich der EP bei den meisten Firmen noch rückläufig. Seit 2010 lag der Anteil von Unternehmen mit einer EP-Verbesserung gegenüber dem Vorjahr tatsächlich nie mehr so hoch wie im abgelaufenen Jahr 2016.

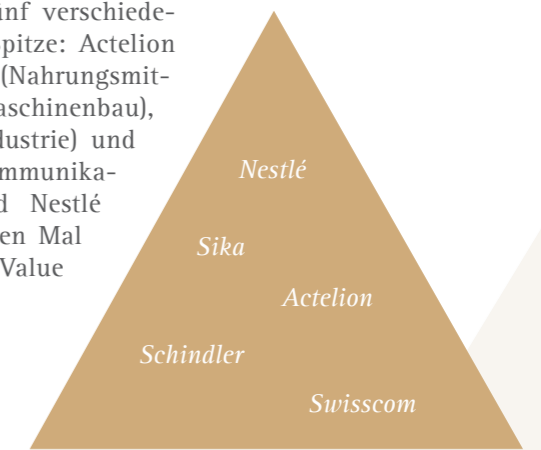
In absoluten Zahlen entspricht dies einem Anstieg der Wertgenerierung von über 4.2 Mrd. Franken. Die Summe der Economic Profits aller betrachteten Schweizer Unternehmen betrug im Jahr 2016 rund 23.3 Mrd. Franken. Negativ beeinflusst wurde das Resultat im letzten Jahr insbesondere durch Novartis und

die Swatch Group, die zusammen das Ergebnis mit 1.7 Mrd. Franken negativ belasteten. Während Novartis Schwierigkeiten mit dem Produktportfolio bekundete, litt die Swatch Group unter den generell rückläufigen Schweizer Uhrenexporten, teilweise als Folge des starken Schweizer Frankens.

## TOP VALUE CREATORS 2016

Basierend auf der Performance im vergangenen Jahr 2016, bestimmte IFBC in ihrer Analyse erneut diejenigen Schweizer Unternehmen, die gemessen am Economic Profit die grösste operative Wertsteigerung erzielen konnten.

Während 2015 einzelne Unternehmen aus den Bereichen Pharma und Nahrungsmittel brillierten, bildeten 2016 Firmen aus fünf verschiedenen Branchen die Spitze: Actelion (Pharma), Nestlé (Nahrungsmittel), Schindler (Maschinenbau), Sika (chemische Industrie) und Swisscom (Telekommunikation). Actelion und Nestlé gehörten zum zweiten Mal in Folge zu den Top Value Creators.



Top 5 Value Creators 2016

## UNTERNEHMEN BEURTEILEN GESCHÄFTSJAHR EBENFALLS MEHRHEITLICH POSITIV

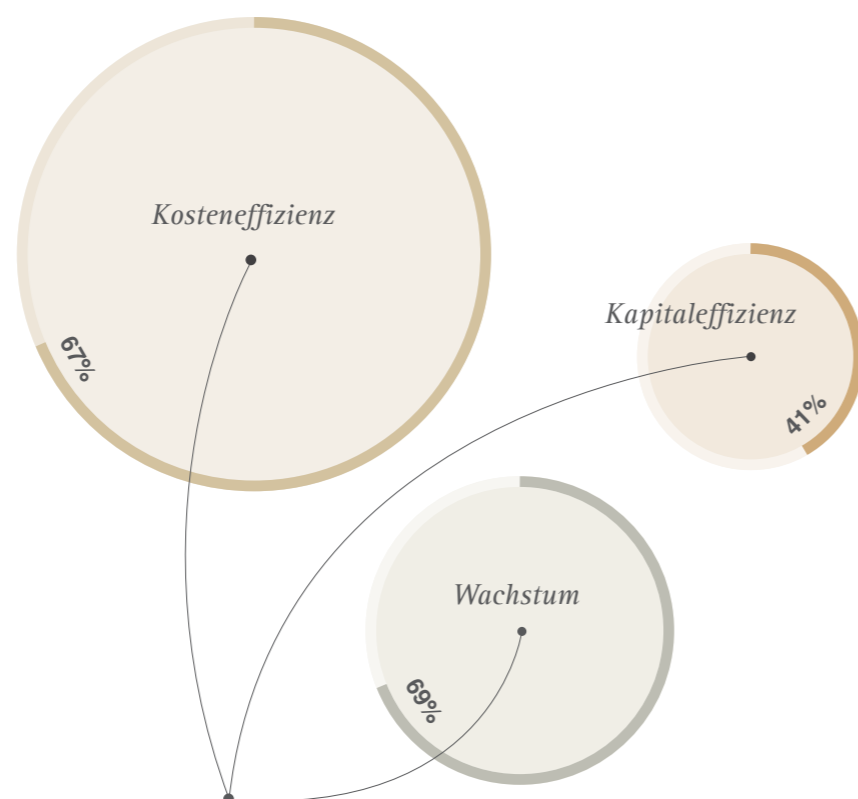
Die Mehrzahl der Firmen konnte im vergangenen Jahr von einem relativ stabilen wirtschaftlichen Umfeld mit niedrigen Zinsen und einem verhaltenen, aber positiven Wirtschaftswachstum profitieren. Lediglich knapp 30% der Unternehmen äusserten sich in den Medienmitteilungen und Aktionärsbriefen zum Geschäftsjahr 2016 negativ über die Konjunktur oder die Nachfrage. Besonders oft wurde jedoch die rückläufige Wachstumsrate für die chinesische Wirtschaft erwähnt.

Diese war im vergangenen Jahr so tief wie seit 26 Jahren nicht mehr. Zudem beurteilen viele Unternehmen den Wettbewerbs- und Preisdruck in der Schweiz als nach wie vor hoch.

Wachstumsimpulse für die Wirtschaft und den privaten Konsum kamen auch vom anhaltend tiefen Ölpreis sowie von den günstigen Strom-, Kohle- und Gaspreisen. Unternehmen vieler Branchen konnten so beschaffungsseitig von niedrigen Rohstoff- und Rohmaterialpreisen profitieren. Rund 15% der Firmen beurteilten die Entwicklung der Rohstoffpreise dagegen negativ.

Während im Geschäftsjahr 2015 noch drei Viertel aller Firmen die Wechselkursentwicklung des Euros zum Schweizer Franken in ihren Medienmitteilungen oder Aktionärsbriefen erwähnten, war 2016 die Währungssituation nur noch bei einem Fünftel der Unternehmen ein Thema. Effektiv wurden sogar mehrheitlich positive Währungseffekte auf das Konzernergebnis rapportiert. Trotzdem ist der Schweizer Franken gegenüber den wichtigsten Währungspaaren, gemessen an der Kaufpreisparität, weiterhin deutlich überbewertet. Die starke Abwertung des britischen Pfunds nach der Abstimmung über den Austritt aus der EU belastete Unternehmen mit Absatzmärkten in Grossbritannien zusätzlich.

Auf internationaler Ebene beschäftigten die Firmen insbesondere die wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten aufgrund der US-Wahlen und des Brexit, aber auch die Entwicklungen in Indien und der Türkei wurden zum Teil



**Bedeutung der Werttreiber**

- Massstabgetreue Kreise zeigen die Bedeutung der Werttreiber.
- Prozentzahlen zeigen den Anteil der Unternehmen mit Verbesserung der einzelnen Werttreiber.

besorgt zur Kenntnis genommen. Der Aktionärsbrief von ABB spricht sogar von einer «Erschütterung» des nach dem Zweiten Weltkrieg errichteten Wirtschaftsgefüges.

**KOSTENEFFIZIENZ ALS DOMINANTER WERTTREIBER**

Der Economic Profit kann über die drei Werttreiber Umsatzwachstum, Kosteneffizienz und Kapitaleffizienz beeinflusst werden. Die für das Jahr 2016 gemessene relative Bedeutung der einzelnen Werttreiber ist in oben stehender Abbildung dargestellt.

Die Entwicklung des EP wurde wie bereits in den letzten fünf Jahren massgeblich durch die Entwicklung der Kosteneffizienz beeinflusst. Das Umsatzwachstum und die Kapitaleffizienz waren dagegen von untergeordneter Bedeutung.

Die Kosteneffizienz konnte im Jahr 2016 von 67% der Firmen verbessert werden, und 69% gelang eine Steigerung des Umsatzwachstums. Weniger im Fokus stand im vergangenen Jahr die Kapitaleffizienz. Immerhin konnten aber doch 41% der Unternehmen ihre Kapitaleffizienz über eine effizientere Bewirtschaftung des investierten Kapitals verbessern. Die Mehrheit

der Gesellschaften musste 2016 überdurchschnittlich viel zusätzliches Kapital zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeiten aufbringen, wobei die Kapitalbasis insbesondere bei Unternehmen mit EP-Steigerungen überproportional anstieg – ein Indikator für eine höhere Investitionstätigkeit bei Firmen mit einer positiven ökonomischen Wertschaffung.

Die Analyse der ökonomischen Wertschaffung macht Verbesserungspotenzial bei der überwiegenden Mehrheit der Firmen erkennbar. Über 80% der Unternehmen konnten nicht alle Werttreiber zugleich verbessern, aber immerhin 19 Gesellschaften gelang dies. Das sind markante 11 Unternehmen mehr als im Jahr 2015.

**INNOVATIONS- UND AKQUISITIONSFREUDIGE UNTERNEHMEN**

Die mehrheitlich positive Entwicklung der operativen Performance konnten die Schweizer Unternehmen nur durch die erfolgreiche

Umsetzung verschiedenster Massnahmen erreichen. Gemäss den Medienmitteilungen und Aktionärsbriefen zum Geschäftsjahr 2016 wurden vor allem Initiativen in den Bereichen Innovation, Wachstum und Kosteneffizienz ergriffen.

Viele Unternehmen sahen die Innovationskraft und den technologischen Wandel als zentrale Faktoren zur Bewältigung des Strukturwandels und zu einer nachhaltig erfolgreichen Unternehmensentwicklung. So wurden von über zwei Dritteln aller analysierten Unternehmen Massnahmen in den Bereichen Forschung und Entwicklung sowie Innovationen erwähnt.

Am zweithäufigsten wurden Wachstumsmassnahmen durch die Lancierung neuer Produkte und den Ausbau der Produktionskapazitäten

genannt. Vor dem Hintergrund immer stärker zusammenwachsender Absatzmärkte waren auch das Wachstum mittels geografischer Expansion und die Erschliessung neuer Kundengruppen für viele Unternehmen zentral: Akquisitions- oder Fusionsvorgänge waren bei knapp der Hälfte der Unternehmen ein Thema.

An dritter Stelle stand die Verbesserung der Kosteneffizienz durch Effizienz- und Produktivitätssteigerungen. In der letztjährigen Untersuchung noch die am häufigsten genannte Massnahme, wurde sie im Geschäftsjahr 2016 von 64% der Firmen angesprochen. //



# Steigende operative Ergebnisse stützen die Aktienperformance

Im Jahr 2016 entwickelte sich der SPI mit -1.4% leicht negativ. Dies war insbesondere auf die beiden Indexschwergewichte Roche und Novartis zurückzuführen, deren Total Shareholder Return (TSR) 2016 lediglich -11.2%

«Der TSR als Renditegrösse berücksichtigt sowohl die Aktienkursveränderungen als auch die Dividenden und Kapitalrückzahlungen während des Betrachtungszeitraums.»

bzw. -11.4% betrug. Zusammen mit Nestlé (TSR 2016: 1.1%) machen diese Unternehmen rund die Hälfte des SPI aus. Im Gegensatz dazu war der ungewichtete Mittelwert des TSR der untersuchten Unternehmen mit +14.6% stark positiv. Dies ist vor allem auf die erfreuliche Entwicklung in den Segmenten Industrie, Chemie und Bau sowie Verbrauchsgüter zurückzuführen.

Als Resultat dieser positiven Entwicklung konnte die Mehrheit (60%) der untersuchten Unternehmen die risikogerechten Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber (durchschnittlicher Eigenkapitalkostensatz, CoE: 8.4%) übertreffen. Dies war 2015 nur 46% der Unternehmen gelungen.

Um die Entwicklung des TSR genauer zu untersuchen, wird in der nebenstehenden Grafik der TSR

über eine Enterprise-Value-Betrachtung in die Elemente Delta operativer Enterprise Value, Delta Net Debt, Delta Eigenkapital sowie Dividenden und Kapitalrückzahlungen aufgeschlüsselt.

Haupttreiber des positiven TSR ist die durchschnittliche positive Entwicklung des operativen Unternehmenswerts. Diese stützt den durchschnittlichen TSR 2016 mit 14.4 Prozentpunkten. Der im Jahr 2016 durchschnittlich lediglich minimalen Erhöhung der Nettoverschuldung (negativer Einfluss auf den TSR von -0.4 Prozentpunkten) kommt für die Erklärung der Entwicklung des TSR kaum Bedeutung zu. Kapitalerhöhungen und Veränderungen der Minderheitsanteile begründen derweil eine Reduktion des TSR um 2.2 Prozentpunkte. Die Ausschüttungen in Form von Dividenden und Kapitalrückzahlungen beeinflussten den TSR schliesslich positiv um knapp 2.7 Prozentpunkte, was rund einem Fünftel des durchschnittlichen TSR 2016 entspricht.

«Rund 20% des TSR 2016 basieren auf der Dividendenausschüttung der Unternehmen.»

Die Entwicklung des operativen Enterprise Value wird ihrerseits durch zwei Wertelemente beeinflusst:

Der Current Operations Value (COV) repräsentiert den Wert des Unternehmens unter der Voraussetzung,

dass (ausschliesslich) das aktuelle operative Performanceniveau auch in Zukunft erreicht werden kann.

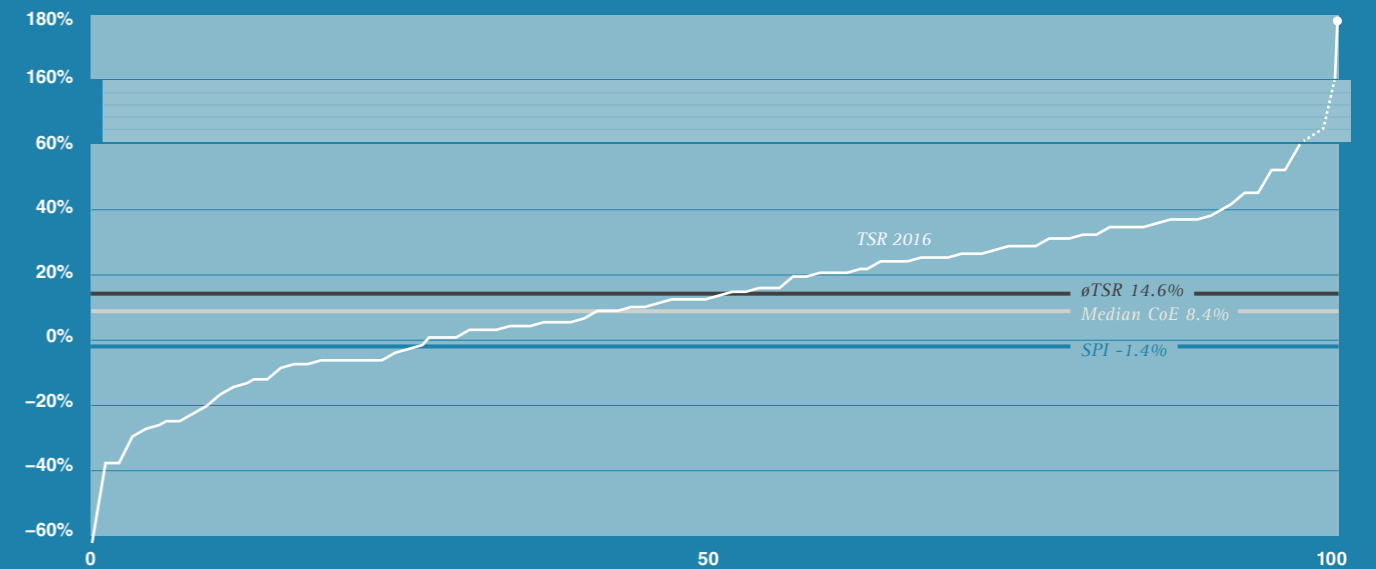
Zweiter Bestandteil des operativen Unternehmenswerts ist der Future Growth Value (FGV), der die gestiegenen Investorenerwartungen an die zukünftige Performanceverbesserung widerspiegelt.

Wird das Sample der untersuchten Unternehmen bezüglich deren Hauptwerttreiber (operative Performance und erwartete zukünftige Performanceverbesserung) vertieft analysiert, zeigt sich in über drei Vierteln der Fälle eine Verbesserung der operativen Performance.

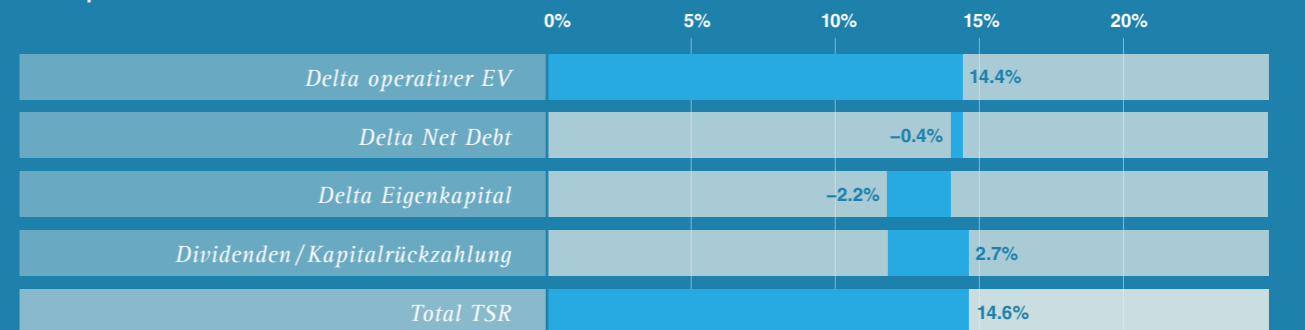
Bei etwas mehr als der Hälfte der Unternehmen stiegen insgesamt die Erwartungen an die zukünftige Performanceverbesserung. Interessant ist dabei, dass sich bei der Hälfte der Unternehmen, die die operative Performance verbesserten, die Investorenerwartungen reduzierten.

Demgegenüber gehen die Investoren mehrheitlich von einer positiven zukünftigen Entwicklung aus, wenn ein Unternehmen im Jahr 2016 eine verschlechterte operative Performance erzielte. Bei diesen Unternehmen akzentuiert sich somit der Druck betreffend zukünftiger operativer Performanceverbesserungen in einem bereits herausfordernden Umfeld weiter. //

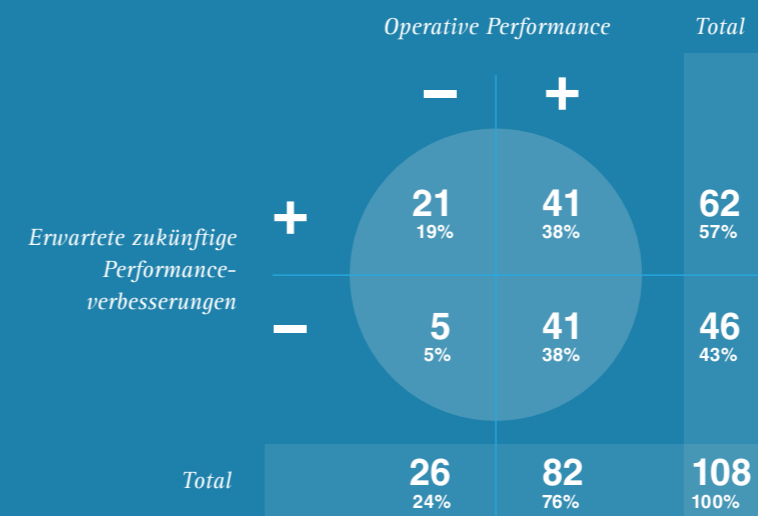
Verteilung des Total Shareholder Return 2016



TSR-Split nach Werttreibern



Anzahl Unternehmen, kategorisiert nach Entwicklung der Hauptwerttreiber



<sup>1</sup> \_ Inklusive ihren rechnerischen Reinvestition in die Aktien der jeweiligen Unternehmen.

# The Hidden FX Exposure

Schweizer Unternehmen befanden sich im Jahr 2016 währungstechnisch in einem etwas ruhigeren Fahrwasser. Nachdem die Aufgabe des Euro-Mindestkurses im Jahr 2015 tiefe Spuren in den Jahresrechnungen hinterlassen hat, haben sich die Volatilitäten an den Währungsmärkten wieder reduziert. Diese Momentaufnahme sollte indessen nicht überbewertet werden.

Dem Währungsmanagement kommt gerade bei Schweizer Firmen eine wichtige Bedeutung in der finanziellen Unternehmensführung zu. Eine ganzheitliche Betrachtung hilft, die im Geschäftsmodell enthaltenen Währungsrisiken besser zu verstehen und erfolgreicher zu steuern.

Im Jahr 2015 wurde im Durchschnitt praktisch das gesamte ope-

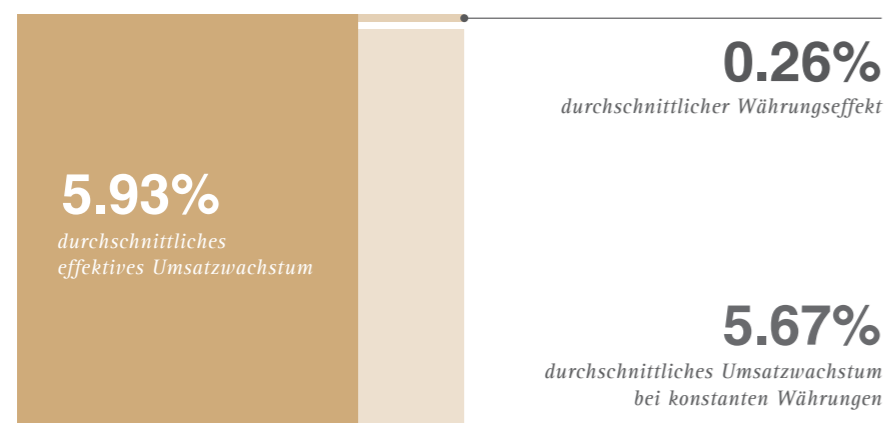
relative Umsatzwachstum durch die Aufwertung des Schweizer Frankens wegerodiert. Für das Jahr 2016 hat sich der Einfluss der Wechselkurse bei den 58 untersuchten Schweizer Firmen stark reduziert. Bezogen auf den Umsatz, betrug der durchschnittliche Währungseffekt +0.26%. Unter Berücksichtigung dieses positiven Währungseffekts resultierte für das Jahr 2016 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 5.93%.

Die Währungseffekte in der Bilanz ergeben sich aus Umrechnungsdifferenzen aus in Fremdwährungen gehaltenem Nettovermögen. Diese Umrechnungsdifferenzen werden unter IFRS direkt im Common Equity als Cumulative Translation Adjustment (CTA) verbucht. Diesen Umrechnungsdifferenzen wird im Schweizer Umfeld zu wenig Beachtung geschenkt, da die Unter-

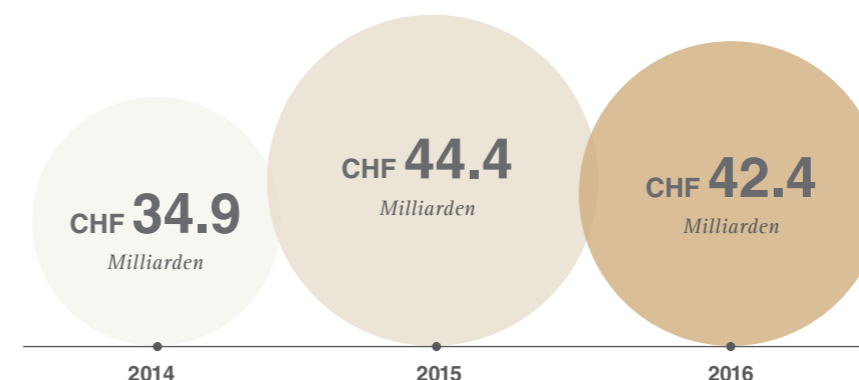
nehmen primär von den tieferen Zinsen der Schweizer-Franken-Finanzierungen profitieren möchten. Dabei wird vernachlässigt, dass die tieferen Zinsen längerfristig durch eine tendenzielle Aufwertung des Schweizer Frankens kompensiert werden, sodass der relative Zinsvorteil ökonomisch durch Währungsverluste absorbiert wird.

Nachdem sich die kumulierten Umrechnungsdifferenzen (CTA) bei den im Jahr 2015 untersuchten Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr um 27% erhöhten, nahm das CTA im Jahr 2016 um 5% ab. Damit reduzierte sich das CTA von CHF 44.4 Mrd. im Jahr 2015 auf CHF 42.4 Mrd. im Jahr 2016. Trotz des Rückgangs liegt der aktuelle CTA-Wert über dem durchschnittlichen Niveau der letzten Jahre. Relativ gemessen, entspricht das CTA im Jahr 2016 rund 25% des Common Equity. Dies entspricht im Vergleich zum Vorjahr einer Reduktion von 2 Prozentpunkten. Wie bereits erwähnt, wird das CTA unter IFRS direkt im Eigenkapital berücksichtigt. Erst bei einer Veräusserung der Vermögenswerte wird das CTA über die Erfolgsrechnung ausgebucht. Damit entspricht der für 2016 genannte CTA-Wert von CHF 42.4 Mrd. einem maximalen negativen Einfluss auf die Erfolgsrechnung.

Einfluss des Währungseffekts auf den Umsatz 2016



Kumulierte Währungsumrechnungsdifferenzen (CTA) in den untersuchten Bilanzen



Durch die vollständige Absicherung der Nettovermögenswerte in Fremdwährungen kann das aktuelle CTA-Niveau fixiert werden. Dadurch ergeben sich keine zusätzlichen Währungseffekte in der Bilanz, jedoch fällt der beschriebene relative Zinsvorteil der Schweizer-Franken-Finanzierungen weg.

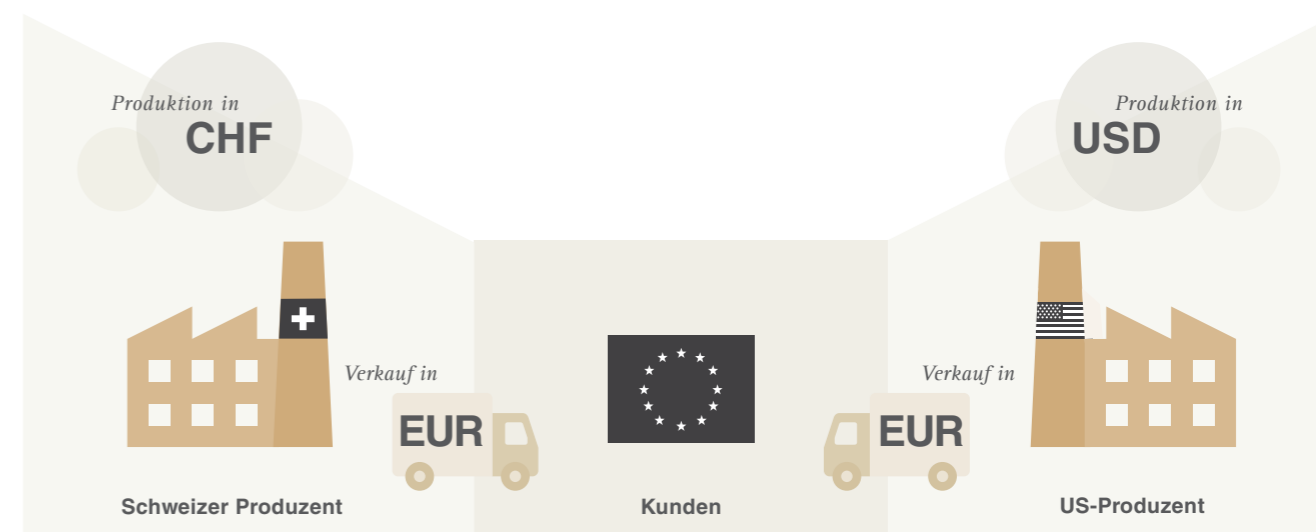
Der Schlüssel zu einem erfolgreichen Währungsmanagement liegt deshalb in einer ganzheitlichen, integrierten Betrachtung der Währungsthematik. Eine entsprechend sorgfältige Auseinandersetzung mit

dem Geschäftsmodell unterstützt Unternehmen bei der Identifikation direkter und indirekter Währungsrisiken. Dies soll anhand des folgenden Beispiels veranschaulicht werden.

Ein exportorientiertes Unternehmen, das in der Schweiz produziert («Schweizer Produzent») und seine Waren im Euroraum absetzt, hat entsprechend ein direktes EUR/CHF-Währungsrisiko. Die Berücksichtigung der Produktionswährung eines Konkurrenzunternehmens soll Aufschluss über das indirekte Währungsrisiko geben.

Ein Konkurrent, der beispielsweise in den USA produziert («US-Produzent») und seine Waren ebenfalls im Euroraum absetzt, profitiert bei einer Aufwertung des EUR gegenüber dem US-Dollar («USD»). Falls der US-Produzent den Währungsvorteil seinen Kunden (teilweise) weitergibt, kann sich der Absatz des Schweizer Produzenten in EUR ebenfalls reduzieren, da er die Preise entsprechend senken muss. Dadurch hat der Schweizer Produzent trotz stabilem EUR/CHF-Wechselkurs ein indirektes, währungsbedingtes Absatzrisiko über die Produktionswährung seiner Hauptkonkurrenten. Im vorliegenden Beispiel resultiert folglich ein indirektes EUR/USD-Währungsrisiko.

Die indirekten Währungsrisiken sind oft schwierig zu identifizieren und zu quantifizieren. Trotzdem ist eine sorgfältige Auseinandersetzung mit derartigen indirekten Währungsrisiken im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung unabdingbar, da sie den Erfolg eines Unternehmens massgeblich beeinflussen können. //



# Cross-Border-Transaktionen als Treiber im Schweizer M&A-Markt

Das Jahr 2016 war mit rund 360 Transaktionen und einem Gesamtvolumen von USD 120 Mrd. wiederum ein sehr aktives M&A-Jahr in der Schweiz.<sup>1</sup> Als Käufer traten dabei in 70% der Fälle Schweizer Unternehmen auf. Bei den übrigen Transaktionen wurde entweder ein Schweizer Unternehmen oder eine ausländische Tochter an einen ausländischen Käufer verkauft.

Schweiz. Die hohen Cross-Border-M&A-Aktivitäten von Schweizer Unternehmen sind auf folgende Faktoren zurückzuführen:

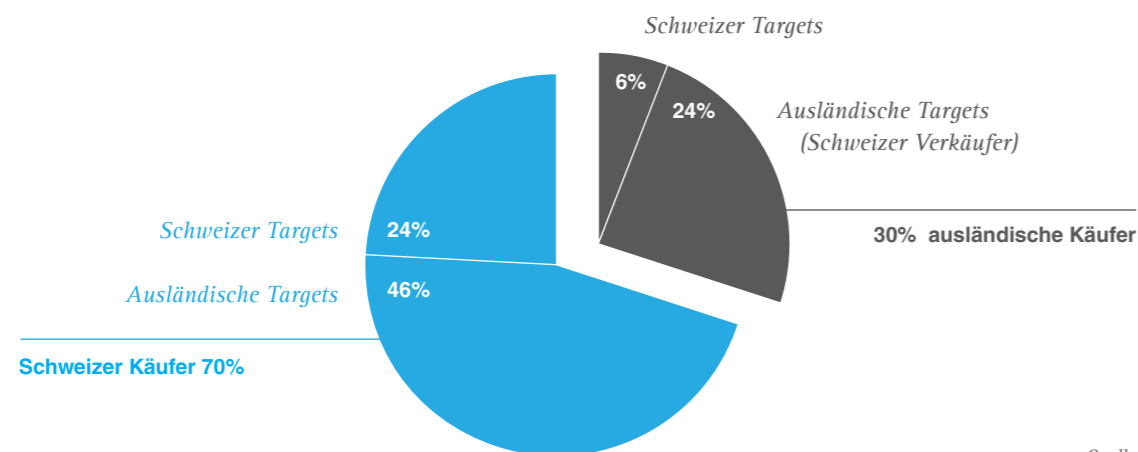
- Hoher Bestand an liquiden Mitteln
- Günstige Finanzierungsbedingungen
- Starker Schweizer Franken
- Günstigere Produktionsbedingungen im Ausland (Natural Hedge)
- Begrenzter Heimmarkt

ländische Industrieunternehmen seit Beginn 2016 involviert waren, wurden Schweizer Unternehmen von ausländischen Käufern übernommen oder mit einer ausländischen Firma fusioniert. In den letzten Jahren sind hierbei auch vermehrt chinesische Käufer aufgetreten. Während Syngenta von Chem China übernommen wurde, hat der chinesische Grosskonzern HNA Group Swissport und Gategroup akquiriert und zuletzt einen Minderheitsanteil an Dufry erworben. //

In den Schlagzeilen waren jedoch insbesondere Übernahmen grosser Schweizer Unternehmen durch ausländische Käufer. In fünf der acht grössten Transaktionen, in die in-

Die sehr aktive Schweizer Käuferschaft akquirierte dabei insbesondere im Ausland. Nur eine Minderheit der Zielunternehmen kam aus der

Split der Transaktionen 2016, nach Herkunft der Käufer und Targets



Quelle: KPMG 2017

<sup>1</sup> KPMG: Clarity on Mergers & Acquisitions, Januar 2017.

Die grössten Transaktionen von Schweizer Industrieunternehmen seit Anfang 2016

Target	Wert (in USD Mrd.)	Käufer
Syngenta	46.3	Chem China
Actelion	29.8	Johnson & Johnson
Huntsman	10.0	Clariant
Capsugel	5.5	Lonza
Cerba Healthcare	2.8	Partners Group & PSP Investments
Gategroup	1.9	HNA Group
Kuoni	1.3	EQT Partners
Relypsa	1.2	Vifor Pharma

Quelle: Bloomberg

## Ausgewählte M&A-Transaktionen in der Schweiz

### Öffentliches Kaufangebot von EQT an die Aktionäre von Kuoni

Target	Käufer
<b>Kuoni</b> ist ein weltweit tätiges Unternehmen aus der Reiseindustrie. Kuoni erwirtschaftete 2015 einen Nettoerlös von CHF 3.35 Mrd. und beschäftigte per Ende 2015 rund 8'000 Mitarbeitende. Nach dem Verkauf des Grossteils der Aktivitäten in den Bereichen Global Travel Distribution (Reisedienstleistungen im B2B-Bereich) und Global Travel Services (Destinationsdienstleistungen) konzentriert sich Kuoni nun insbesondere auf Visa-Dienstleistungen, die früher im Bereich VFS Global zusammengefasst waren.	<b>EQT</b> ist ein führendes Unternehmen für alternative Investments mit annähernd EUR 35 Mrd. Assets under Management. Die 22 EQT-Fonds führen Portfoliounternehmen in Europa, Asien und den USA mit einem Gesamtumsatz von über EUR 17 Mrd. und ungefähr 100'000 Mitarbeitenden.

#### Deal Rationale

Die Kuoni und Hugentobler-Stiftung als langjährige Ankeraktionärin unterstützte das öffentliche Übernahmeangebot von EQT, da EQT die globalen Geschäftsaktivitäten von Kuoni als langfristiger Investor stärken und ausbauen soll.

#### Rolle von IFBC / Globalscope

Im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von EQT für Aktien der Kuoni Group war IFBC als **Financial Advisor** verantwortlich für die **Bewertung der Leistungen und Nebenleistungen**.



Ausgewählte M&A-Transaktionen im Schweizer Markt (Fortsetzung)

Übernahme von abc dental durch die CBC Group

Target	Käufer
Die <b>abc dental</b> wurde im Jahr 1998 gegründet mit Hauptsitz in Schlieren. Mit den rund 50 Mitarbeitenden vertreibt das Unternehmen 15'000 verschiedene Zahnarztartikel an mehr als 4'500 Kunden in der Schweiz.	Die <b>CBC Group</b> ist eines der führenden Handelsunternehmen im Familienbesitz in Japan. Die Gruppe beschäftigt zurzeit mehr als 2'800 Mitarbeitende in 18 Ländern. Sie konzentriert sich auf den Handel von chemischen Produkten und Materialien für die Verpackungs-Industrie sowie auf die Produktion optischer Geräte, biologischer Pflanzenschutzmittel und von Pharmawirkstoffen.

Deal Rationale

Mit der Unterstützung eines grossen Partners und weltweiten Vertriebskonzerns wie der CBC Group hat abc dental neue Möglichkeiten, um das geplante Wachstum umzusetzen, neue Technologien in das Marktsegment zu bringen und den Zahnärzten weiter einen optimalen Service rund um alle Dienstleistungen in der Praxis zu offerieren.

Rolle von IFBC / Globalscope

Zwei Globalscope-Unternehmen unterstützten unabhängig voneinander die Verkäufer und auch die Käuferin als **Sell- und Buy-Side Financial Advisor**.

Übernahme von Terratech durch die Anliker Gruppe im Rahmen der Nachfolgeregelung

Target	Käufer
<b>Terratech</b> wurde vor rund 30 Jahren gegründet und hat sich in dieser Zeit zu einem renommierten Bauunternehmen im Kanton Zürich entwickelt. Mit rund 40 Mitarbeitenden erbringt Terratech seine Dienstleistungen insbesondere im Bereich Spezialtief-, Rück- und Erdbau.	Die <b>Anliker Gruppe</b> mit Sitz in Emmenbrücke gehört in der Schweiz zu den führenden Bau- und Immobiliengesellschaften. Mit rund 1'500 Mitarbeitenden tritt die Gruppe insbesondere als Bau- und Generalunternehmung auf. Zudem plant, realisiert und verwaltet Anliker Immobilienprojekte in der Zentralschweiz.

Deal Rationale

Im Rahmen der **Nachfolgeregelung** wurde ein neuer Hauptaktionär für Terratech gesucht. Mit Anliker wurde der ideale Partner gefunden.

Rolle von IFBC / Globalscope

IFBC unterstützte die Aktionäre von Terratech als exklusiver **Sell-Side Financial Advisor**.

Übernahme eines Minderheitsanteils von FluxSwiss durch ein Konsortium um Swissgas

Target	Käufer
<b>FluxSwiss</b> besitzt 46% der Transitgas AG und rund 90% der Vermarktungsrechte der Transitgas-Pipeline. Die Transitgas AG wiederum besitzt ein Erdgas-Transportsystem, das von der Nord- bis zur Südgrenze der Schweiz reicht. Die Transitgasleitung ist das Schweizer Teilstück der Erdgashochdruckleitung, die die Gasfelder Nord-europas mit Italien verbindet.	Die <b>Swissgas</b> ist eine Schweizer Erdgashandels- und Transportgesellschaft, die Erdgas im Auftrag der vier schweizerischen regionalen Gasverteilgesellschaften Erdgas Ostschweiz, Gasverbund Mittelland, Gaznat und Erdgas Zentralschweiz beschafft und transportiert.

Deal Rationale

Unternehmen der Schweizer Gaswirtschaft, Swissgas sowie ein institutioneller Investor erwarben zusammen von Global Infrastructure Partners 44,9% an FluxSwiss. Daraus resultierte eine verbesserte strategische Position der Schweizer Gaswirtschaft mit Bezug auf die Transitgaskapazitäten.

Rolle von IFBC / Globalscope

IFBC unterstützte als exklusiver **Buy-Side Financial Advisor** Swissgas sowie ein Konsortium der Schweizer Gaswirtschaft bei der Akquisition der Minderheitsbeteiligung an FluxSwiss.

Öffentliches Kaufangebot der Bâloise an die Aktionäre der PAX Anlage

Target	Käufer
<b>PAX Anlage</b> ist eine an der SIX kotierte Immobiliengesellschaft mit einer Marktkapitalisierung von rund CHF 290 Mio. Per Ende 2016 besitzte PAX Anlage 16 Bestandes- und 29 Entwicklungsliegenschaften mit einem diversifizierten Nutzungsmix. Die Liegenschaften befinden sich schwerpunktmässig im Deutschschweizer Mittelland und entlang der wichtigsten Verkehrsachsen.	Die <b>Bâloise</b> ist ein Schweizer Versicherungskonzern mit Sitz in Basel. Er beschäftigt 8'000 Mitarbeitende und ist der drittgrösste Schweizer Allbranchen-Versicherungsdienstleister für Private und Unternehmen.

Deal Rationale

Nach dem Erwerb der Mehrheitsbeteiligung von der PAX Versicherung unterbreitete die Bâloise den übrigen Aktionären der PAX Anlagen ein **freiwilliges Übernahmeangebot**. Mit dieser Transaktion baut die Bâloise ihr Immobilienportfolio weiter aus und investierte insgesamt bis zu CHF 288 Mio. Versicherungsgelder in eine sichere und attraktive Anlageklasse.

Rolle von IFBC / Globalscope

IFBC erstellte im Auftrag des Verwaltungsrats der PAX Anlage die **Fairness Opinion**.

# Aktuelle Praxis bei öffentlichen Übernahmen

Die Bestimmungen des Schweizerischen Übernahmerechts im Rahmen öffentlicher Kaufangebote – wozu grundsätzlich auch Rückkaufprogramme betreffend kotierte Beteiligungspapiere zählen – definieren in Abhängigkeit ihrer Ausprägung diverse Anforderungen. Diese umfassen unter anderem

solche betreffend Angebotspreis, Angebotsausgestaltung und vertragliche Vereinbarungen zwischen den involvierten Parteien. Die fall-spezifische Auslegung der Anforderungen in der Praxis kann für die Zielerreichung der Transaktionsparteien von fundamentaler Bedeutung sein. Im vorliegenden Artikel beschreiben wir Neuigkeiten aus

der aktuellen Praxis öffentlicher Übernahmen anhand ausgewählter Beispiele. Wir basieren auf den 9 öffentlichen Kaufangeboten sowie den 26 angekündigten Rückkaufprogrammen für kotierte Beteiligungspapiere im Zeitraum vom 1.1.2016 bis zum 31.5.2017.

## Öffentliches Kaufangebot der Kiwi Holding IV S.à r.l. an die Aktionäre der Kuoni Reisen Holding AG

(Verfügungen vom 25.2.2016, 30.3.2016 sowie 2.5.2016)

Der Fall Kuoni war in zweierlei Hinsicht wegweisend im vorliegenden Kontext: Zum einen wurde die Praxis betreffend Nebenleistungen spezifiziert. Zum anderen wurde in Bezug auf das angemessene Verhältnis von Angebotspreisen zweier Aktienkategorien mit unterschiedlichen Nennwerten im Rahmen von öffentlichen Übernahmen ein Ent-scheid gefällt.

### Nebenleistungen

Wie die Verfahrensverläufe verschiedener Transaktionen in den vergangenen Jahren gezeigt haben, geben offerierte bzw. bezahlte Preise oft zu Diskussionen rund um die Einhaltung der übernahmerechtlichen Anforderungen an die Preisfestsetzung durch den Anbieter Anlass. Zentraler Diskussionspunkt ist dabei, dass neben dem bezahlten Preis in bar auch allfällige gegenseitige Nebenleistungen zwischen den involvierten Parteien zu berücksichtigen sind.<sup>1</sup>

Bis zum Fall Kuoni waren auf Basis des Bundesgerichtsurteils aus dem Jahr 2010 im Fall Quadrant AG

*«Der Fall Kuoni war in zweierlei Hinsicht wegweisend im vorliegenden Kontext.»*

grundsätzlich aus den Vertragsbeziehungen zwischen den Transaktionsparteien resultierende Nebenleistungen separat zu identifizieren und zu bewerten. Entstand bei einem Erwerb von Beteiligungspapieren an der Zielgesellschaft durch den Anbieter ein entsprechender Wertüberschuss aus Nebenleistungen zugunsten des Verkäufers (bzw. Käufers), konnte sich dies mindestpreiserhöhend (bzw. mindestpreisreduzierend) auswirken. Dies konnte wesentliche Auswirkungen auf eine Transaktion bzw. die Aus-

gestaltung der Transaktionsparameter haben.

Im Rahmen des Falls Kuoni wurde nun entschieden, dass «vertragstypische Nebenrechte» bzw. «transaktionstypische Nebenrechte» wohl einen Wert haben können, aber nicht für die übernahmerechtlichen Preisbestimmungen zu berücksichtigen sind. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund der Abschaffung der Kontrollprämie und des Risikos einer indirekten Entschädigung derselben auf Basis entsprechender Nebenrechte zu sehen.

Bei der Ausgestaltung der Vertragsbeziehungen und der Kaufverträge sind folglich Nebenrechte weiterhin situationsabhängig zu beurteilen. Eine zielführende Vertragsgestaltung (z. B. Minimierung der Risikofaktoren im Sinne von Nebenrechten zugunsten des Verkäufers) zwischen den involvierten Parteien hat somit weiterhin eine sehr

hohe Bedeutung. Wenn dies nicht gelingt, empfehlen sich eine frühzeitige Bewertung und Klärung der relevanten Fragen.

Insgesamt muss ein entsprechend «bewusster» Umgang mit relevanten Nebenleistungen als einer der kritischen Erfolgsfaktoren einer Transaktion gewertet werden. Nebenleistungen haben nach wie vor das Potenzial, zum «Deal Breaker» zu werden.

### Angemessenes Verhältnis

Falls zwei verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren erworben werden, müssen gemäss Schweizerischem Übernahmerecht die Preise, die für die beiden Kategorien von Beteiligungspapieren geboten werden, in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. Es ist dabei grundsätzlich dem Anbieter überlassen, die Kriterien für die Festlegung des Verhältnisses zwischen den Angebotspreisen für die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren festzusetzen.

Zur Beurteilung des angemessenen Verhältnisses wird grundsätzlich auf die unabhängige Prüfstelle abgestützt, die ihrerseits das vom Anbieter dargelegte angemessene Verhältnis zu überprüfen und zu plausibilisieren hat. Der erste Zug liegt aber beim Anbieter. Dies ist deshalb wichtig, weil die Bestimmung des angemessenen Verhältnisses verschiedener Beteiligungspapiere ein gewisses Ermessen vom Bewerter verlangt.

Im Fall Kuoni hat die Anbieterin analog dem zuvor beschriebenen Vorgehen mithilfe von IFBC die nennwertadjustierte Wertdifferenz zwischen den zwei verschiedenen Aktienkategorien vorab konkretisiert und begründet. Sowohl die unabhängige Prüfstelle als auch die Bundesbehörde sind der Argumentation gefolgt. Dabei wurde seitens der Anbieterin geltend gemacht, dass eine reine Nennwertadjustierung beim Angebotspreis der Wertdifferenz zweier Aktienkategorien mit unterschiedlichen Nennwer-

ten nicht gerecht wird. Viel eher sei eine Aktie mit einem Stimmrecht mit geringerem Kapitaleinsatz nennwertadjustiert mehr wert als eine ansonsten vergleichbare Aktie mit einem höheren Nennwert und damit einem höheren Kapitaleinsatz. Entsprechend muss das angemessene Verhältnis von Angebotspreisen zweier Aktienkategorien mit unterschiedlichen Nennwerten gemäss Fall Kuoni nicht zwingend ausschliesslich aus der Nennwertdifferenz abgeleitet werden.

Dies erhöht den Spielraum für Anbieter, die ein öffentliches Kaufangebot für eine Zielgesellschaft mit mehreren Aktienkategorien beabsichtigen, was sich positiv auf die Erfolgchancen einer Transaktion auswirken kann.

## Öffentliches Kaufangebot der China National Chemical Corporation an die Aktionäre der Syngenta AG

(Verfügungen vom 2.2.2016, 7.3.2016, 29.4.2016 sowie 31.10.2016)

Im Fall Syngenta wurde das erste Mal die Frage nach der Zulässigkeit eines vollständigen Fremdwährungs-Barangebots im Rahmen eines Kaufangebots zum Kontrollwechsel beurteilt. Konkret wurde ein Angebotspreis in USD beurteilt.

Spannend ist die Frage insbesondere deshalb, weil sich die übernahmerechtlichen Bestimmungen im Gegensatz zu gewissen anderen Ländern nicht ausdrücklich dazu äussern. Es wird lediglich festgehalten, dass der Angebotspreis «durch Barzahlung oder durch

Tausch gegen Effekten geleistet werden kann».

*«Im vorliegenden Fall wurde der Anbieterin gestattet, ihr Angebot in USD zu unterbreiten.»*

Gegen die Zulassung eines Fremdwährungsangebots für einen Titel, der in CHF gehandelt wird, spricht gemäss Erwägung «eine konse-

quente Anwendung des Transparenz- und des Gleichbehandlungsgebots». Dies insbesondere mit Blick auf Währungsrisiken und die Kosten eines Umtausches von USD in CHF für Schweizer Retail-Anleger. Für die Zulassung eines entsprechenden Fremdwährungsangebots spricht gemäss Erwägung jedoch der Umstand, «dass es einem Anbieter bei einem Kontrollwechselangebot auch gestattet ist, den Angebotspreis durch Tausch gegen ausländische Effekten zu bezahlen». Damit nimmt der Gesetzgeber gewisse Nachteile bzw. Risiken im

<sup>1</sup> \_ Intuitiv nachvollziehbare Beispiele solcher Nebenleistungen sind für eine Partei vorteilhafte Kreditverträge oder Pflichten zur Kostenübernahme einer Partei zugunsten der anderen.

Vergleich zu einem Barangebot in CHF in Kauf.

Im vorliegenden Fall wurde der Anbieterin gestattet, ihr Angebot in USD zu unterbreiten. Zur Sicherstellung der Gleichbehandlung wurde die Anbieterin jedoch verpflichtet, «[...] für die Retail-Anleger mit Basiswährung CHF im Rahmen des Settlements eine Umtauschmöglichkeit von USD in CHF bereitzustellen, welche die Retail-Anleger mit Basiswährung CHF in Bezug auf die Wechselkosten den übrigen Anlegern gleichstellt».

#### Öffentliches Rückkaufprogramm der AP Alternative Portfolio AG

(Verfügung vom 3.2.2016)

Rückkaufprogramme für kotierte Beteiligungspapiere unter Aufsicht der Übernahmekommission («UEK») werden im Normalfall auf Basis eines Fixpreises, eines Marktpreises an der zweiten Handelslinie oder mittels Put-Optionen ausgestaltet. Diese Varianten sind im UEK-Rundschreiben Nr.1

Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass ein Angebot in einer Fremdwährung pauschal und in jedem Fall zulässig ist. So wird explizit auf die konkreten Umstände der vorliegend zu beurteilenden Transaktion verwiesen. Hervorgehoben werden insbesondere die Liquidität der Syngenta-Aktien sowie die Tatsache, dass es sich beim USD «um die weltweit meistgehandelte (Leit-, Transaktions- und Reserve-) Währung handelt».

Mit dieser Entscheidung wurde die Flexibilität im Rahmen von Kaufangeboten für kotierte Schweizer Unternehmen für grosse Cross-Border-Akquisitionen gestärkt. Eine Einzelfallbetrachtung sowie eine betriebswirtschaftlich stringente Argumentation sind jedoch nach wie vor unerlässlich.

aufgeführt und können unter Einhaltung gewisser Voraussetzungen und Auflagen entsprechend vereinfacht im sogenannten Meldeverfahren ohne Verfügung der UEK umgesetzt werden. Damit werden diese Rückkaufprogramme von der Anwendung der ordentlichen Bestimmungen des Übernahme-

rechts freigestellt. Im Februar 2016 kam im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms der AP Alternative Portfolio AG («AP») das erste Mal ein sogenanntes Dutch-Auction-Verfahren zur Bestimmung des Angebotspreises unter Aufsicht der UEK zur Anwendung. Eine Abwicklung über das Meldeverfahren war

nicht möglich. Eine Freistellung der ordentlichen übernahmerechtlichen Bestimmungen wurde entsprechend angestrebt.

Im vorliegenden Fall aus dem Jahr 2016 hatte der im Dutch-Auction-Verfahren ermittelte Angebotspreis gemäss Angebotsinserat im Rahmen einer vom Verwaltungsrat der AP bestimmten Spannweite zu liegen. Der Rückkaufpreis für alle andienenden Aktionäre sollte zudem identisch sein.

Der letztlich bezahlte Angebotspreis wurde so festgelegt, dass jeder andienende Aktionär angab, wie viele Aktien zu welchem Preis er (innerhalb der vom Verwaltungsrat der AP angegebenen Spannweite) verkaufen will. Der Preis wurde sodann so festgesetzt, dass das gesamte geplante Rückkaufvolumen (gemessen an einer spezifischen Anzahl Aktien) erreicht wurde. Die andienenden Aktionäre verkaufen aufgrund des Verfahrens dabei entweder zu dem von ihnen im Rahmen der Dutch Auction genannten oder zu einem höheren Preis ihre Namenaktien an AP.

Da nicht alle angedienten Namenaktien zurückgekauft werden konnten, weil das maximale Rückkaufvolumen bereits erreicht wurde, wurde eine proportionale Kürzung der Namenaktien, die auf dem Niveau des letztlich bestimmten Rückkaufpreises von jedem Aktionär angedient wurden, vorgenommen.

Im vorliegenden Fall konnte das Meldeverfahren aufgrund der speziellen Angebotspreisbestimmung nicht zur Anwendung kommen. Doch ein Anbieter kann davon

befreit werden, «einzelne Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote zu beachten, wenn Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind und keine Hinweise auf eine Umgehung des FinfraG oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen».

*«Im Februar 2016 kam im vorliegenden Kontext das erste Mal ein sogenanntes Dutch-Auction-Verfahren zur Bestimmung des Angebotspreises zur Anwendung.»*

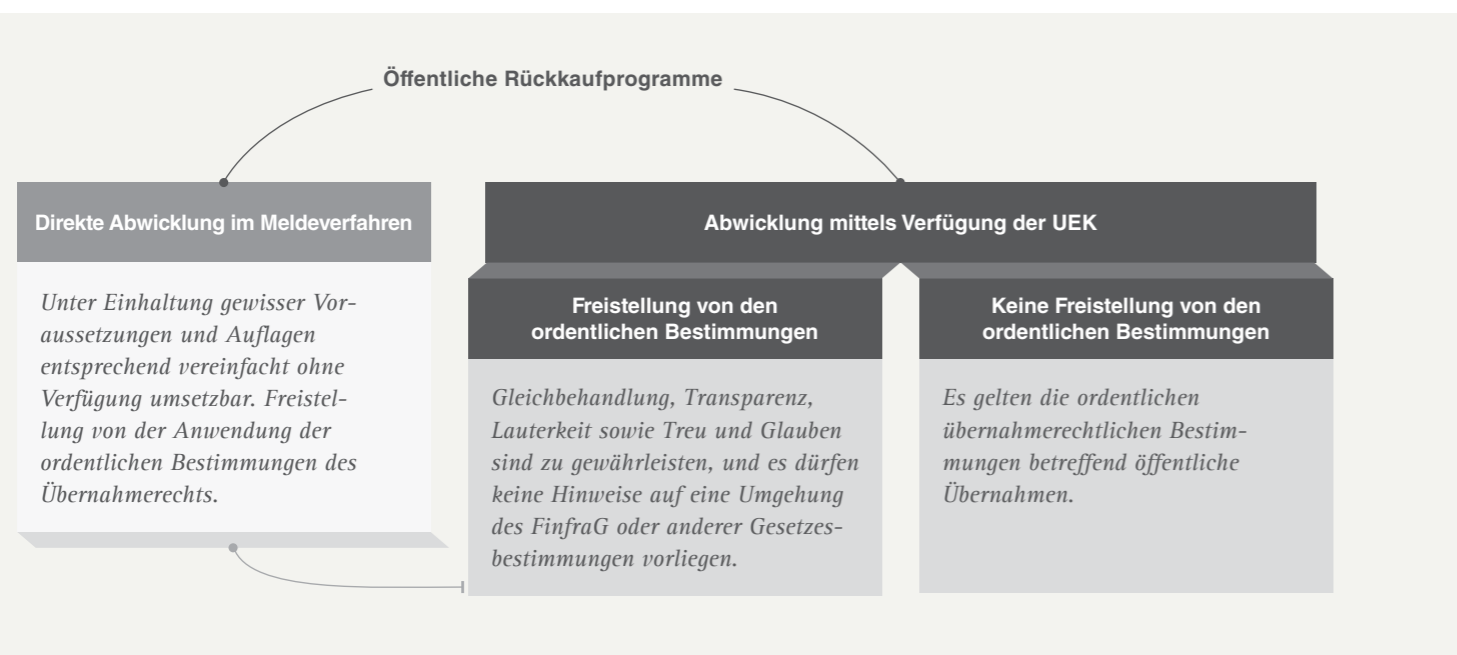
Diese Voraussetzungen wurden im spezifischen Fall sodann als erfüllt erachtet. Hinzu kommt der Umstand, dass das Dutch-Auction-Verfahren vor allem bei illiquiden Aktien eine effiziente Preisfindung unterstützt. Deshalb wurde das Rückkaufprogramm von AP von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freigestellt und grundsätzlich den Bestimmungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr.1 unterstellt – analog einem Aktienrückkaufprogramm im Meldeverfahren.

Wesentlich für die Freistellung von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote scheint gemäss Erwägung im vorliegenden Fall beispielsweise die im Vorfeld durch den Verwaltungsrat definierte Preisspanne zu sein, die dem Rückkaufpreis eine Leitplanke gab. Zudem scheint das Dutch-Auction-Verfahren eher für Unternehmen

mit illiquiden Aktien geeignet zu sein. Es bleibt somit offen, wie Fälle mit einem abweichenden Setting beurteilt würden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das UEK-Rundschreiben Nr.1 das Universum möglicher Ausgestaltungsformen von Rückkaufprogrammen für kotierte Beteiligungspapiere zur Freistellung von den ordentlichen übernahmerechtlichen Bestimmungen nicht abschliessend eingrenzt.

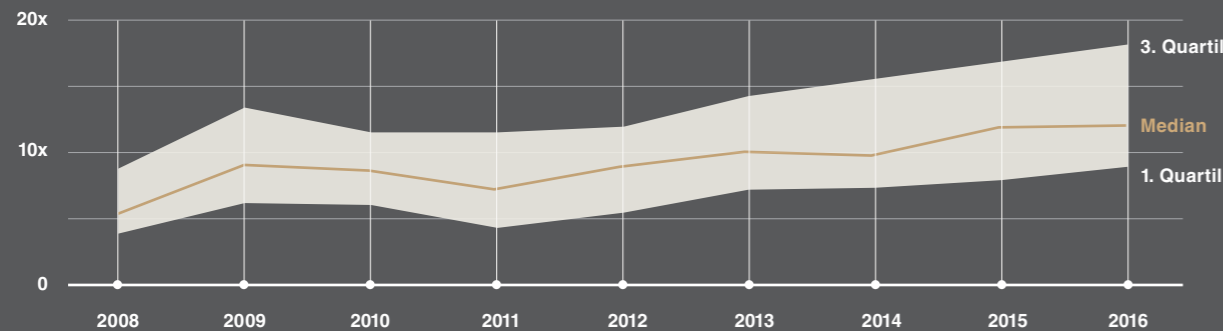
Diese Flexibilität kann von grosser Bedeutung für den effizienten Werttransfer an die Aktionäre sein (z. B. bei illiquiden Aktien), ist jedoch mit fallspezifischen Anforderungen verbunden. //



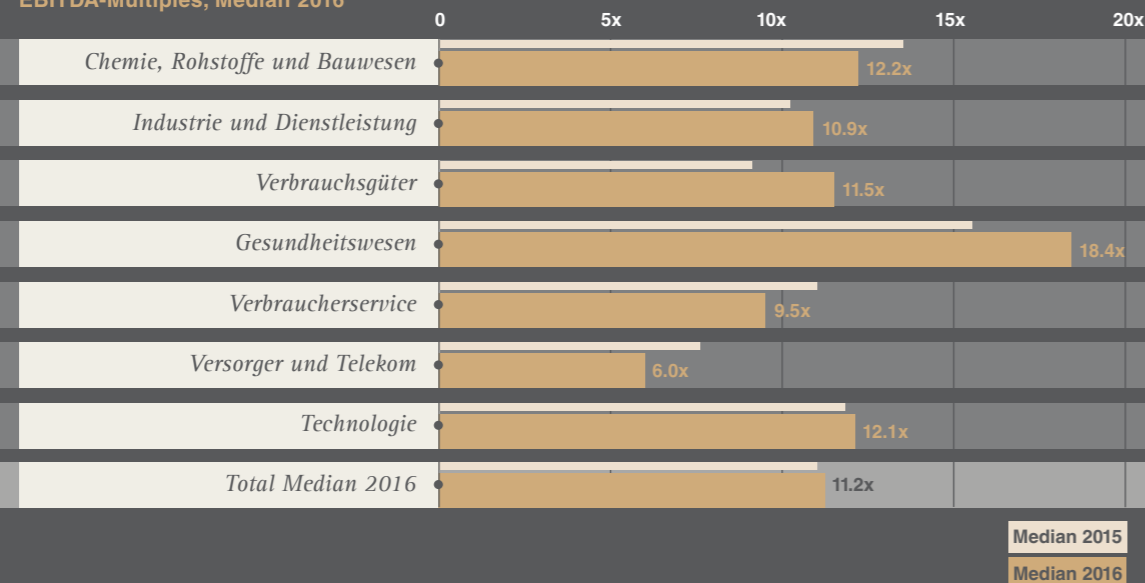
## Bewertung

# Weiterhin hohes Bewertungsniveau

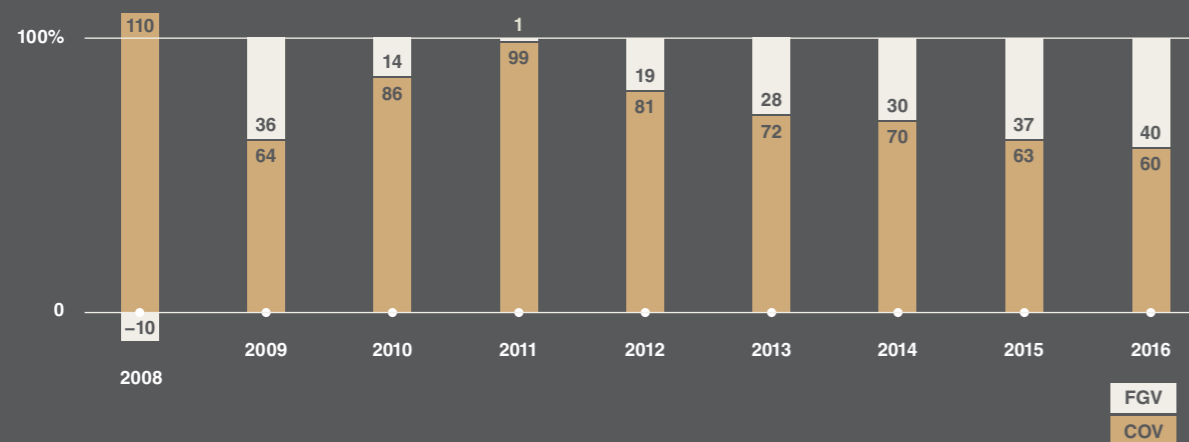
Entwicklung EBITDA-Multiples kotierter Schweizer Industrieunternehmen



EBITDA-Multiples, Median 2016



Entwicklung der Wertkomponenten des Enterprise Value



Nachdem bereits 2015 das mittlere Bewertungsniveau einen Rekordstand erreicht hatte, haben sich die EBITDA-Multiples per Ende 2016 nochmals leicht erhöht. Der Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) entspricht nun neu im Mittel mehr als elfmal dem EBITDA 2016. Auch andere Bewertungsindikatoren, wie die EBIT-Multiples, Price-Earning-Ratios oder die Market-to-Book-Ratio, weisen zurzeit die höchsten Werte seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 aus.

*«Das Bewertungsniveau hat sich 2016 nochmals leicht erhöht. Im Mittel entspricht der Enterprise Value zurzeit mehr als elfmal dem aktuellen EBITDA.»*

Das Bewertungsniveau hat sich jedoch nicht in allen Industrien verbessert. So sank der Median des EBITDA-Multiples bei Unternehmen in den Branchen «Chemie, Rohstoff und Bauwesen», «Verbraucherservices» und «Versorger und Telekom» gegenüber dem Vorjahr. In den anderen Industrien hat sich das Bewertungsniveau gemessen am EBITDA-Multiple teilweise merklich erhöht. Die unterschiedlichen Bewertungsniveaus sind dabei auf divergierende Zukunftsaussichten und Risikoprofile zurückzuführen.

Vor dem Hintergrund des erneut generell gestiegenen Bewertungs-

niveaus per Ende 2016 lässt sich der Bruttoundernehmenswert für weitergehende Analysen in zwei Teile zerlegen: Current Operations Value (COV) und Future Growth Value (FGV).

Der Current Operations Value widerspiegelt den Barwert der aktuellen operativen Performance und damit den Wert der (addierten) diskontierten zukünftigen Free Cash Flows, wenn das aktuelle Ertragsniveau auch in Zukunft gehalten werden kann.

Der Future Growth Value beschreibt den Mehrwert, den die Investoren in Erwartung künftiger Verbesserungen der operativen Performance für den Aktientitel zu bezahlen bereit sind.

Je grösser der FGV bei einem Unternehmen ausfällt, desto höher schätzen die Investoren das Verbesserungspotenzial ein, und umso grösser ist der Druck auf das Management, die performanceseitigen Investorenerwartungen künftig zu erfüllen.

Die aktuelle Entwicklung der beiden Komponenten zeigt, dass die von den Investoren erwarteten Performanceverbesserungen relativ zum Current Operations Value stetig gestiegen sind und mittlerweile bei den untersuchten Unternehmen durchschnittlich rund 40% des Bruttoundernehmenswerts ausmachen. Die stetige Erhöhung des FGV-Anteils ist umso bemerkenswerter, als auch die operative Performance in den letzten Jahren gestiegen ist. Dementsprechend

nahm auch die Erwartungshaltung der Investoren nochmals zu, und es wird für die Zukunft ein noch höheres Niveau als in den Vorjahren erwartet.

*«Bei Versorgern und Telekom-Unternehmen gehen die Investoren für die kommenden Jahre von einem Rückgang der operativen Performance aus.»*

Zwischen den Industrien gibt es jedoch auch hier starke Abweichungen vom durchschnittlichen Wert (Median) von 40% FGV und 60% COV. So weist beispielsweise die Branche «Versorger und Telekom» gar einen negativen FGV-Anteil aus. Die Investoren gehen demnach für diese Unternehmen im Mittel von einem Rückgang der operativen Performance in den kommenden Jahren aus. In allen anderen Branchen ist das FGV-Niveau überdurchschnittlich hoch. Ein Target Setting unter Einbezug der Investorenerwartungen und eine laufende Überprüfung des Zielerreichungsgrads sind somit im aktuellen Bewertungsumfeld zentral für die Unternehmen bzw. deren Management. Insbesondere kommt einer gezielten Investorenkommunikation zur aktiven Steuerung der Erwartungen eine wichtige Bedeutung zu. //

## Dividenden

# Dividenden bewegen sich in unterschiedliche Richtungen

Im anhaltenden Tiefzinsumfeld bleiben Dividenden ein bedeutendes Thema. Für Anleger bieten im Verhältnis zum Aktienkurs stabile Dividenden einen Ersatz für die Renditeflaute bei Obligationen. Der langfristige Durchschnitt der Dividendenrenditen von 2% übertrifft das aktuelle Zinsniveau bei Weitem. Entsprechend sind Titel mit einer hohen Dividendenrendite bei Investoren gefragt.

Wie die letztjährige Untersuchung gezeigt hat, sind Schweizer Unternehmen deshalb bereit, auch bei Verlusten Dividenden zu entrichten. Damit signalisieren sie dem Markt, dass die generierten Cash Flows nachhaltig sind und auch in Zukunft mit wirtschaftlichem Erfolg gerechnet werden kann. Diese Signalwirkung kann durch eine stetige Erhöhung der Dividende und durch eine gezielte Dividendenpolitik (zum Beispiel fixe Ausschüttungsquote) noch verstärkt werden.

Im Jahr 2017 werden die analysierten kotierten Industrieunternehmen in der Schweiz über CHF 31 Mrd. an Dividenden ausschütten. Dies entspricht einem Rückgang von -2.4% im Vergleich zum Vorjahr. Allerdings muss beachtet werden, dass Syngenta infolge der Übernahme durch ChemChina auf die Ausschüttung von CHF 1 Mrd. verzichtet. Ohne diesen Sondereffekt beträgt das per Saldo gemessene Dividendenwachstum 0.8%.

### GROSSKONZERNE DOMINIEREN

Der Sondereffekt von Syngenta widerspiegelt passend die Schweizer

Dividendenlandschaft. Die Summe der Top-10-Dividendenzahler innerhalb der analysierten Unternehmen erklärt 86.5% des gesamten Volumens. Dabei führen die drei Grosskonzerne Nestlé, Roche und Novartis die Liste mit deutlichem Abstand an. Roche konnte bereits zum 27. Mal in Folge die Dividende erhöhen und führt somit ihre nachhaltige Dividendenpolitik der kleinen schrittweisen Erhöhungen fort. Erfreulicherweise war es knapp der Hälfte der Unternehmen (49%) möglich, eine höhere Dividende zu zahlen. Dem steht eine ungewöhnlich hohe Zahl an Unternehmen gegenüber, die einen Dividendenausfall verzeichnen (10%). Damit schüttet dieses Jahr insgesamt ein Drittel der Unternehmen keine Dividende aus.

Die durchschnittliche Payout Ratio, also der Anteil des Gewinns, der ausgeschüttet wird, sank im Vergleich zum Vorjahr von 44% auf 40%. Weil die Dividendenzahlungen stabil blieben, ist der Rückgang hauptsächlich auf die Steigerung der Unternehmensgewinne zurückzuführen. Nach dem Franken-Währungsschock im Jahr 2015 konnten viele Firmen von der sich in der Tendenz normalisierenden Währungssituation profitieren.

### BRANCHEN ENTWICKELN SICH UNTERSCHIEDLICH

Die hohe Anzahl Dividenderhöhungen, aber auch Kürzungen, ist durch die unterschiedliche Entwicklung der Branchen zu erklären. So macht den Unternehmen im Versorgungssektor der anhaltend tiefe Strompreis zu schaffen, und exportorientierte Schweizer Firmen

leiden weiterhin unter dem starken Schweizer Franken. Ein Quervergleich der Payout Ratios zeigt, dass sich die Ausschüttungsquoten über die Branchen hinweg angeglichen haben. Der Industriesektor, das Gesundheitswesen und die Verbrauchsgüterbranche steigerten ihre Quoten in den letzten drei Jahren stetig. Bei ertragsvolatilen Branchen, wie zum Beispiel im Technologiesektor, schwankt die Payout Ratio über die Jahre stark.

Bei Märkten mit wenig Wachstum liegt die Rückführung nicht benötigter Free Cash Flows im Interesse der Investoren, etwa mit Blick auf die Gefahr zu wenig rentabler Reinvestitionen im Unternehmen. Zudem kann mit der Ausschüttung der nicht benötigten Mittel die Problematik der asymmetrischen Informationen zwischen Management und Aktionären entschärft werden. Welcher Anteil der verfügbaren und nicht betriebsnotwendigen Mittel ausgeschüttet wird bzw. ausgeschüttet werden sollte, hängt von den Wachstumschancen eines Unternehmens ab. Dementsprechend liegt die Payout Ratio bei Firmen mit gutem Wachstumspotenzial im Vergleich zu Branchen mit gesättigten Märkten tiefer.

Es wird spannend sein, die weitere Entwicklung des Dividendenverhaltens zu beobachten. Sicher ist, dass eine offene Kapitalmarkt-kommunikation, verbunden mit einer langfristigen, investorengerechten Dividendenstrategie, einem Unternehmen helfen kann, sich gegenüber Investoren besser zu positionieren. //

## Facts

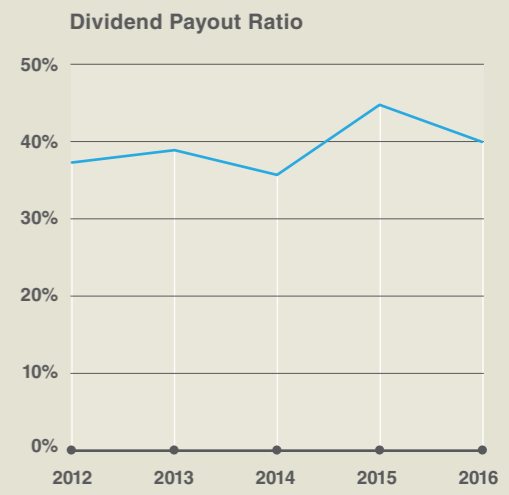
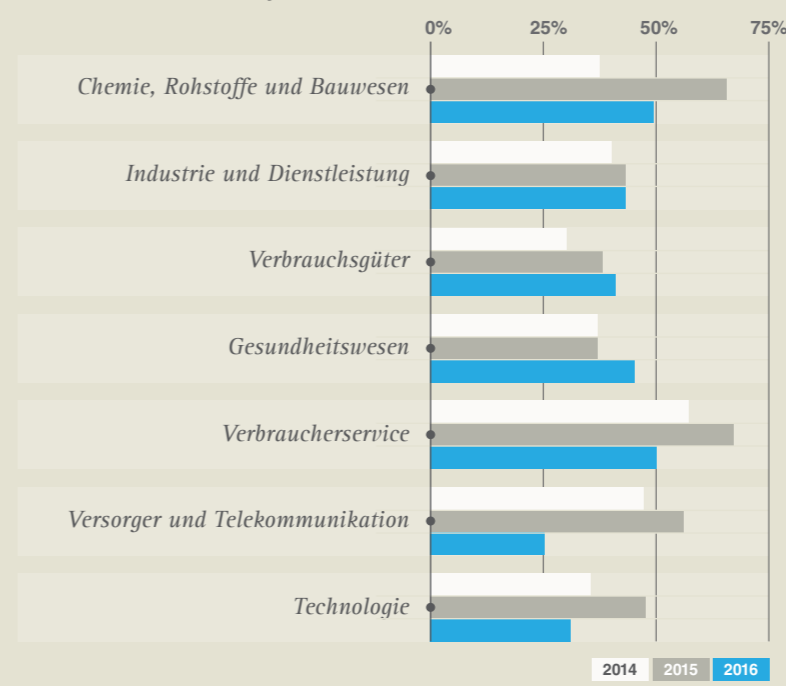
Knapp die Hälfte der Unternehmen erhöht die Dividende.

Die Top Ten zahlen 86.5% des Dividendenvolumens.

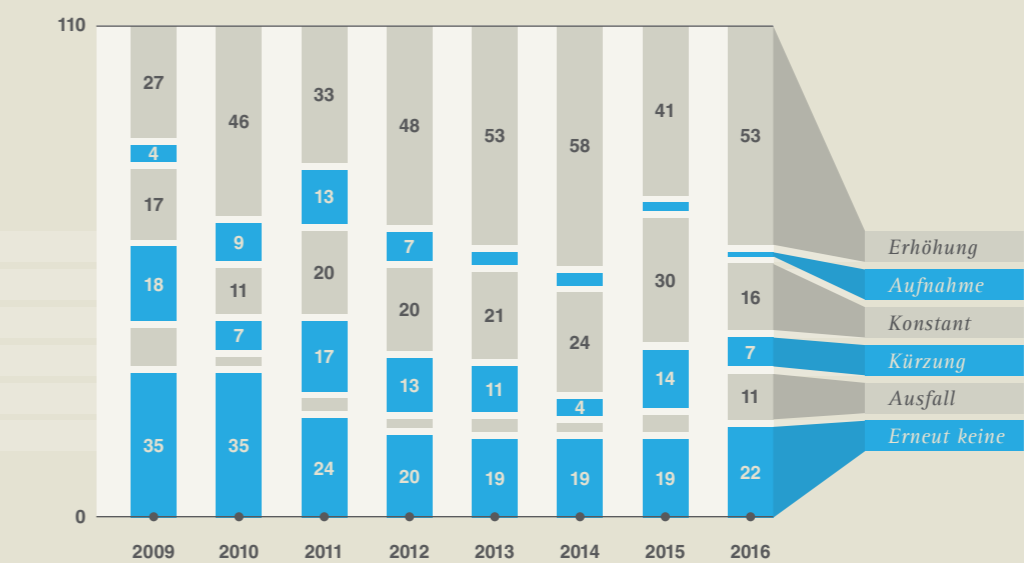
### Top Ten Dividendenzahler 2016 unter den Industrieunternehmen:

	in CHF Mio.
NESTLÉ	7'125
ROCHE	6'986
NOVARTIS	6'529
ABB	1'625
LAFARGEHOLCIM	1'212
SWISSCOM	1'140
KUEHNE+NAGEL	658
SCHINDLER HOLDING	535
SGS	528
GIVAUDAN	515

Median der Dividend Payout Ratio, nach Branchen



Anzahl Firmen mit einer gewissen Dividendenentwicklung



# Impairment-Risiken aufgrund überschätzter Länderrisiken

In den letzten Jahren hat sich im Rahmen von Impairment-Tests die Praxis etabliert, im anzuwendenden Diskontierungssatz ein zusätzliches Premium für Länderrisiken zu berücksichtigen. Dieser Zuschlag im Kapitalkostensatz reduziert die Bewertung einer Cash Generating Unit und erhöht somit das Risiko eines möglichen Impairment. Basis dieser spezifischen Zuschläge bilden mehrheitlich am Markt beobachtbare Credit Spreads von Staatsanleihen entsprechender Länder. Diese Praxis ist aus finanztheoretischer Sicht kritisch zu hinterfragen. Das in den Impairment-Tests zusätzlich berücksichtigte Risiko dürfte tendenziell überschätzt und die Gefahr eines zu verbuchenden Impairment ungerechtfertigt erhöht werden.

## LÄNDERRISIKEN IM RAHMEN EINES IMPAIRMENT-TESTS

In der Regel basiert ein Impairment-Test auf einer Unternehmensbewertung bzw. auf einer Bewertung der Cash Generating Unit anhand der Discounted-Cash-Flow-Methode. Dabei stellt der anzuwendende Diskontierungssatz einen wesentlichen und wertsensitiven Einflussfaktor dar. IAS 36 gibt gewisse Richtlinien zur Bestimmung des Diskontierungssatzes vor (IAS 36 A15-A21). Unter anderem wird erwähnt, dass im Diskontierungssatz Länderrisiken zu berücksichtigen sind, wenn aus einer Investoren-, das heisst Marktsicht, eine Entschädigung für dieses Risiko erwartet wird und diesem Risiko nicht bereits in der Free-Cash-Flow-Planung Rechnung getragen wurde.

Im Grundsatz lassen sich **zwei Arten von Länderrisiken** unterscheiden:

**Normale (volatilitätsbedingte) Länderrisiken:** Diese Risiken können sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf den Free Cash

Flow eines Unternehmens haben. Als Beispiele sind Änderungen im Rechts- und Steuersystem oder politische Veränderungen in einem Land zu nennen. Diese Formen von Länderrisiken sind aus Sicht eines global investierten Investors grundsätzlich wegdiversifizierbar. Falls von dieser Grundannahme abgewichen und das Länderrisiko

als nichtdiversifizierbares Risiko beurteilt wird und falls das Länder-Exposure nicht bereits im Beta-Faktor des Eigenkapitalkostensatzes enthalten ist, erscheint die Berücksichtigung eines Country Risk Premium bewertungstechnisch gerechtfertigt.

**«Unerwartete» Länderrisiken:** Diese sogenannten Shortfall Risks sind durch ein einseitiges Risikoprofil charakterisiert. Einer möglichen negativen Entwicklung, beispielsweise aufgrund einer Enteignung, steht kein Upside entgegen. Da es sich bei diesen Risiken nicht um eigentliche Volatilitätsrisiken handelt, sind diese bewertungstechnisch korrekt in Cash-Flow-Szenarien abzubilden und nicht mit einem Zuschlag im Diskontierungssatz zu berücksichtigen.

*«Die Schätzung von Länderrisiken, basierend auf Credit Spreads von Staatsanleihen, muss aus finanztheoretischer Sicht kritisch hinterfragt werden.»*

## GÄNGIGE PRAXIS ZUR SCHÄTZUNG VON COUNTRY RISK PREMIUMS IST ZU HINTERFRAGEN

Falls ein Country Risk Premium im Diskontierungssatz berücksichtigt wird, stellt sich die Frage, auf welcher Grundlage dieser Zuschlag geschätzt werden sollte. Mehrheitlich wird der am Kreditmarkt beobachtbare Credit Spread des entsprechenden Landes als bestimmende Grösse herangezogen. Wird beispielsweise eine Staatsanleihe mit einem Zuschlag, bezogen auf das risikolose Zinsniveau von 300 bp, gehandelt, wird der Eigenkapitalkostensatz für das betreffende Land um diesen Länderzuschlag erhöht.

Es ist der Vorteil dieses Ansatzes, dass für die meisten Länder Marktdaten zu Credit Spreads verfügbar sind und dieses Vorgehen vordergründig verständlich und nachvollziehbar ist. Aus finanztheoretischer Sicht muss dieser Ansatz zur Berücksichtigung von Länderrisiken im Eigenkapitalkostensatz indessen kritisch hinterfragt und je nach Einschätzung sogar als falsch beurteilt werden.

Folgende **drei Kritikpunkte** stehen dabei im Vordergrund:

Der Credit Spread ist ein Zuschlag, der ein Kreditgeber für einen möglichen Ausfall des Kreditnehmers verlangt. Entsprechend wird ein Credit Spread grösstenteils basierend auf der Beurteilung des einseitigen Downside-Risikos in Form des zu erwartenden Kreditausfalls determiniert. Im vorliegenden Ansatz wird nun dieser Zuschlag fälschlicherweise einfach als zusätzliche Entschädigung in der erwarteten Eigenkapitalrendite für mögliche Volatilitätsrisiken im betreffenden Land interpretiert und verwendet.

Die Kreditwürdigkeit eines Landes hat unter Umständen nur bedingt etwas mit dem Länderrisiko zu tun, dem ein Unternehmen in diesem betreffenden Land ausgesetzt ist. Das nach dem Credit-Spread-Ansatz geschätzte Country Risk Premium für Griechenland beispielsweise beläuft sich auf über 600 bp. Entsprechend müsste jede Investition in Griechenland mit zusätzlichen 600 bp über dem Eigenkapitalkostensatz rentieren. Je nach Branche entspricht dies einer viel zu hohen Renditeforderung.

Gerade die jüngste Vergangenheit hat gezeigt, dass Credit Spreads von Staatsanleihen signifikant von den Interventionen der verschiedenen Notenbanken beeinflusst und verzerrt werden können. Die Anwendung verzerrter Marktdaten kann dazu führen, dass nicht fundamental begründete Länderzuschläge verwendet werden.

Aufgrund dieser offensichtlichen Schwächen und finanztechnischen Unzulänglichkeiten des Credit-Spread-Ansatzes zur Schätzung von Country Risk Premiums empfehlen wir, einen Ansatz auf Basis von Volatilitätsanalysen anzuwenden.

## SCHÄTZUNG VON COUNTRY RISK PREMIUMS, BASIEREND AUF DEM VOLATILITÄTS-ANSATZ

Die Grundlage dieses Ansatzes bildet der Vergleich der Volatilitäten von Aktienmärkten in verschiedenen Ländern. In einem ersten Schritt wird ein Benchmark für risikoarme Länder definiert, für die kein Country Risk Premium zu veranschlagen ist. Die Volatilitäten der Aktienmärkte der nun zu betrachtenden Länder werden in einem zweiten Schritt mit der Benchmark-Volatilität verglichen. Daraus resultiert ein Risikofaktor, der das zusätzliche Volatilitätsrisiko in einem bestimmten Land beschreibt. Dieser Faktor kann nun unter Berücksichtigung des firmenspezifischen Risikos (Beta-Faktor) bei der Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes zusätzlich berücksichtigt werden.

Dieser Ansatz überzeugt aus **folgenden Gründen:**

- **Finanztheoretisch korrekt** wird ein allfälliges Country Risk Premium im Diskontierungssatz basierend auf der Analyse von Volatilitäten in einem Land geschätzt. Dies ist absolut kompatibel mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), auf das bei der Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes in der Regel abgestellt wird.
- Es ist eine **ausreichende Datengrundlage** für fast alle Länder vorhanden.
- Mit dem konsequenten **Fokus auf Volatilitätsrisiken** ist der Ansatz nicht nur finanztheoretisch korrekt, sondern auch nachvollziehbar und verständlich.

Aufgrund der manchmal ungenügenden Marktliquidität einzelner Aktienmärkte empfehlen wir, die Länder in verschiedene Risiko-Cluster einzuteilen. Diesem Ansatz folgend, wird für jede Ländergruppe ein durchschnittlicher Risikofaktor respektive ein durchschnittliches Country Risk Premium, basierend auf ausschliesslich liquiden Aktienmärkten, bestimmt. Dieses Vorgehen hat zusätzlich den Vorteil, dass die anzuwendenden Country Risk Premiums eine gewisse Stabilität aufweisen und nicht aufgrund möglicher Verwerfungen an einzelnen Aktienmärkten ungerechtfertigten Schwankungen ausgesetzt sind. Zusätzlich kann auch für Länder ohne Aktienmarkt, basierend auf der entsprechenden Cluster-Zuteilung, ein Country Risk Premium geschätzt und angewandt werden.

*«Der Volatilitätsansatz ist finanztechnisch korrekt, gut nachvollziehbar und praktikabel.»*

*«Impairment-Risiken aufgrund der Berücksichtigung ungerechtfertigter Country Risk Premiums gilt es zu vermeiden.»*

## UNSERE EMPFEHLUNG

Im Rahmen von Impairment-Tests hat die Berücksichtigung von Zuschlägen im Diskontierungssatz einen signifikanten Einfluss auf den resultierenden Wert der betreffenden Cash Generating Unit.

**Bezogen auf die Anwendung von Country Risk Premiums, sollten folgende Sachverhalte beachtet werden, um Impairment-Risiken nicht ungerechtfertigt zu erhöhen:**

Die Anwendung von Country Risk Premiums gilt es generell kritisch zu hinterfragen:

- Ist das Premium aus einer diversifizierten Investorensicht wirklich gerechtfertigt?
- Sind allfällige Länderrisiken nicht bereits im Beta-Faktor und entsprechend im Eigenkapitalkostensatz abgegolten?
- Handelt es sich bei den zu berücksichtigenden Risiken um Shortfall Risks, die korrekterweise in Cash-Flow-Szenarien abzubilden sind?

Das mehrheitlich angewendete Vorgehen zur Schätzung von Country Risk Premiums, basierend auf Credit Spreads der entsprechenden Staatsanleihen, beurteilen wir aus finanztheoretischer Sicht als nicht zielführend. Zudem resultieren aus einem solchen Vorgehen überhöhte Zuschläge und entsprechend überhöhte Impairment-Gefahren.

Wenn ein Country Risk Premium zu berücksichtigen ist, empfehlen wir dessen Schätzung, basierend auf einem Volatilitätsvergleich zwischen dem Aktienmarkt des betreffenden Landes und dem Benchmark für risikoarme Länder. Dieser Ansatz ist finanztheoretisch korrekt, gut nachvollziehbar und praktikabel. //

1

2

3

«Wir haben den aufwendigen Budgetierungsprozess durch einen schlanken und dynamischen Forecasting-Prozess ersetzt.»

Performance Management

## Swarovski hat das Budget abgeschafft – Interview mit Reto Andreoli

Im letzten Jahr hat Swarovski den klassischen Budgetierungsprozess abgeschafft und im gesamten Konzern rollierende Forecasts über zwölf Monate eingeführt. Reto Andreoli, Vice President Corporate Controlling bei Swarovski, gibt im Interview Auskunft über die Neuausgestaltung der Planungsprozesse und die ersten Erfahrungen mit der neuen Planungsphilosophie.

**Herr Andreoli, im letzten Jahr hat Swarovski den Budgetierungsprozess abgeschafft. Können Sie bitte kurz den bisherigen Ansatz zu Planung, Budgetierung und Forecasting bei Swarovski erläutern?**

Vor der Neuausgestaltung hatten wir einen klassischen Budgetierungsprozess. Im Gegenstromverfahren wurden die Budgets bis auf Stufe der einzelnen Kostenstellen erarbeitet und an den Konzern rap-

portiert. In der Regel dauerte der Prozess von Juli bis Ende Jahr, teilweise sogar bis in den Januar des Folgejahres. Die Budgetierung war geprägt von diversen Planungs- und Abstimmungsrunden auf lokaler, regionaler und globaler Ebene. Auf der Basis des genehmigten Budgets wurden die bonusrelevanten Ziele im Short-Term Incentive Plan bis auf lokale Stufe definiert. Zusätzlich zur Budgetierung wurden jeweils im Frühling eine Mittelfristplanung über drei Jahre sowie im Verlauf des Jahres drei Year-to-End Forecasts erstellt.

**Welches waren die wesentlichen Schwachstellen des ursprünglichen Planungsprozesses?**

Im Wesentlichen identifizierten wir folgende Schwachstellen:

Der Aufwand für die Budgetierung war zu gross. Durch den langen und

aufwendigen Budgetierungsprozess wurden zu viele Ressourcen gebunden. Neben den beanspruchten Ressourcen in der Finanzabteilung wurde insbesondere das operative Management in den zahlreichen Diskussions- und Abstimmungsrunden zu stark absorbiert.

Aufgrund laufender Marktveränderungen kam es in den letzten Jahren immer wieder vor, dass schon im Februar/März das Budget nicht mehr oder nur noch eingeschränkt relevant war für die finanzielle Steuerung. In diesen Fällen wurden die bonusrelevanten Ziele entsprechend dem ersten Forecast angepasst, was eine weitere Plangrösse in die Zielverhandlung mit einbrachte.

Schliesslich hatte die direkte Verbindung mit der Incentivierung zur Folge, dass sich alle betroffenen Personen im Budgetierungsprozess einbringen wollten, was sich negativ auf die Prozesseffizienz auswirkte. Zudem wurde die Qualität des Budgets und der Forecasts aufgrund von Partikularinteressen negativ beeinflusst.

«Das operative Management wurde in den zahlreichen Diskussions- und Abstimmungsrunden zu stark absorbiert.»



### Welches sind nun die wesentlichen Eckpunkte der Neuausgestaltung?

Die Neuausgestaltung der Planungsprozesse bei Swarovski basiert im Wesentlichen auf **fünf Elementen**:

**Abschaffung Budgetierungsprozess:** Der bisherige Budgetierungsprozess wurde abgeschafft. Lokale Einheiten dürfen jedoch auf freiwilliger Basis und für eigene Zwecke weiterhin ein Budget erstellen.

**Anpassung Zieldefinition und Delegation der Zielkaskadierung:** Als Grundlage für die neue Planungsphilosophie haben wir den Zielsetzungsprozess neu konzipiert und vereinfacht. Das Executive Board definiert top-down finanzielle Ziele für den Konzern und die Business Units. Eine weiterführende Zielkaskadierung wird konsequent an die Business Units delegiert.

Die Top-down-Targets werden effizient in wenigen Sitzungen im Executive Board definiert. Grundlage bilden die Strategie und die Ambitionen der Eigentümerschaft, die aktuelle Performance, die Marktentwicklung und die Performance der Peers sowie die Beurteilung der zukünftigen Entwicklung aus Sicht der einzelnen Business Units.

**Neukonzeption der Incentivierung:** Bei der Zieldefinition für den Short-term Incentive Plan werden neu die definierten Top-down-Targets auf Konzern- und Business-Unit-Stufe im Vergleich zu individuellen und lokalen Zielen stärker gewichtet. Die Zieldefinition der Incentivierung ist entsprechend stärker entkoppelt von lokalen Planungsgrößen.

**Etablierung rollierender Forecasts über zwölf Monate:** Als zentrales Führungsinstrument etablierten wir vier rollierende Forecasts über zwölf Monate. Diese werden jeweils im Januar, April, Juli und Oktober für die kommenden vier Quartale bottom-up erstellt. Der Fokus liegt auf der Planung der wesentlichen Positionen der Erfolgsrechnung nach dem Umsatzkostenverfahren sowie der Neubeurteilung der künftigen Investitionen. Auf eine Planung der

## «Dem Management stehen nun aktuellere und qualitativ bessere Planzahlen zur Verfügung.»

einzelnen Kostenstellen wird verzichtet. Als Unterstützung erhalten die lokalen Einheiten jeweils die aktuellen Abschlusszahlen sowie die bereits geplanten Quartale des letzten Forecasts. So muss neben der Überprüfung des bisherigen Forecasts lediglich ein zusätzliches Quartal geplant werden. Der Prozess ist effizient ausgestaltet, indem die Forecasts direkt von den lokalen Einheiten an das Corporate Controlling übermittelt werden.

**Beibehaltung Mittelfristplanung:** Die Operationalisierung der Strategie wird wie bis anhin mit einer dreijährigen Mittelfristplanung abgebildet.

### Welche Ziele wurden mit der Neukonzeption verfolgt?

Wir wollten den aufwendigen Budgetierungsprozess durch einen schlanken und dynamischen Fore-

casting-Prozess ersetzen. Gerade im zurzeit sehr anspruchsvollen Marktumfeld soll sich das operative Management mehr mit dem Markt und den operativen Herausforderungen beschäftigen als mit internen Planungsrunden. So wurde primär nicht das Ziel einer Kostenreduktion verfolgt, sondern eines effizienteren und sinnvolleren Einsatzes der Ressourcen. Zudem wollten wir die Relevanz und Aussagekraft der Forecasts für

die finanzielle Steuerung erhöhen. Planzahlen sollen möglichst aktuell und dynamisch sein und nicht beeinflusst durch die Verbindung mit der Incentivierung.

### Auf welcher Grundlage wird die finanzielle Performance bei Swarovski gemessen?

Im Zentrum der Performance-Messung steht der Vergleich zum Vorjahr unter Berücksichtigung der Top-down-Targets. Unterjährig kann die aktuelle Performance basierend auf relativen Veränderungen im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode gemessen und beurteilt werden. Der Vergleich zum Budget, verbunden mit Abweichungsanalysen, entfällt. Basierend auf den aussagekräftigeren Forecasts, sind wir in der Lage, die künftige Performance besser zu beurteilen und frühzeitig allfällige Massnahmen einzuleiten.

### Wie beurteilen Sie den neuen Planungsansatz bei Swarovski, basierend auf den ersten Erfahrungen?

Der Aufwand konnte insbesondere beim operativen Management reduziert werden, und bisher gebundene Ressourcen im Budgetierungsprozess können anderweitig eingesetzt werden. Die rollierenden Forecasts führen zu einer leichten Mehrbelastung bei den dezentralen Controlling-Einheiten im Rahmen der Forecasting-Prozesse. Der Mehraufwand wird aber durch die schlanken Prozesse sowie die Abschaffung des Budgets mehr als kompensiert. Dem Management stehen nun aktuellere und qualitativ bessere Planzahlen zur Verfügung. Diskussionen werden vermehrt auf Basis der wesentlichen Werttreiber geführt und weniger auf finanziellen Detailpositionen. Die ersten Erfahrungen sind insgesamt positiv; wir sind aber noch mitten im Lernprozess.

### Welche Herausforderungen ergaben sich bei der Umstellung?

Grundsätzlich stiess die Einführung auf wenig Widerstand. Ein wesentlicher Grund lag darin, dass

## «Die Abschaffung des Budgets erforderte einen Wechsel des Mindset aller Beteiligten.»

das Topmanagement die Umstellung mit-initiierte und während des Umstellungsprozesses konsequent unterstützte. Allerdings erfordert die Abschaffung des Budgets einen Wechsel des Mindset aller Beteiligten. Das Budget diente seit jeher als eine Orientierungsgrösse, die nun fehlt. Ich wurde oftmals mit der Aussage konfrontiert: «Ja, aber man braucht doch ein Budget!» Es benötigt Zeit, bis die Performance-messung und das Forecasting diese

Lücke schliessen können. Glücklicherweise benötigten wir nur geringfügige Umstellungen im systemtechnischen Bereich. Dadurch konnten wir mit der Nutzung der bestehenden Informationssysteme Umsetzungssicherheit schaffen.

### Welche Weiterentwicklungen sind in Bezug auf Planung und Forecasting bei Swarovski geplant?

Möglich ist die Einführung einer treiberbasierten Planung (bspw. mit Integration von Absatzvolumina), die für die rollierenden Forecasts eingesetzt werden kann. Wir sind zurzeit daran, verschiedene Systemlösungen zu evaluieren. Des Weiteren werden wir basierend auf den ersten Erfahrungen die Planungs- und Steuerungsprozesse laufend weiterentwickeln und optimieren. //



**Reto Andreoli** ist Vice President Corporate Controlling bei der Daniel Swarovski Corporation AG und verantwortet die Bereiche Financial Planning & Analysis, Corporate Reporting, Management Information Systems sowie das Funktionscontrolling des CFO-Verantwortungsbereichs.

Die **Daniel Swarovski Corporation AG** ist eine global tätige Herstellerin von geschliffenem Kristallglas. Neben der Produktion von Kristallschmuck und Accessoires umfasst die Unternehmensgruppe Bereiche zur Herstellung optischer Präzisionsgeräte, Schleifmittel und Beleuchtungseinrichtungen. Ursprünglich 1895 in Tirol von Daniel Swarovski gegründet, befindet sich die heutige Unternehmensgruppe mit rund 31'000 Mitarbeitenden immer noch im Familienbesitz. Swarovski ist in rund 170 Ländern tätig und erwirtschaftete 2016 einen Umsatz von EUR 3.4 Mrd.

# Unternehmen und Analysten erwarten erneute Performancesteigerungen

Nachdem die Schweizer Wirtschaft das Abgleiten in eine Rezession im Jahr 2015 – trotz starker Aufwertung des Frankens – verhindern konnte, nahm die Konjunktur im Vorjahr an Fahrt auf. In den nächsten Jahren soll sich das Wachstum weiter beschleunigen. Rund 1.4% bis 1.9% dürfte das Schweizer Bruttoinlandsprodukt gemäss den Prognosen des Internationalen Währungsfonds und des SECO in den kommenden Jahren wachsen. Nach einer rund fünfjährigen Phase ohne Inflation soll zudem das Preisniveau erstmals wieder ansteigen. Auch die Konsumausgaben und Investitionen sollen sich erhöhen, bei einer rückläufigen Arbeitslosenquote. Das positive Wirtschaftsumfeld widerspiegelt sich in den Erwartungen über die künftige Umsatz- und Rentabilitätsentwicklung der Schweizer Firmen. Die Unternehmen und Analysten rechnen mehrheitlich mit einem guten laufenden Geschäftsjahr.

## ANALYSTEN PROGNOSTIZIEREN UMSATZ- UND MARGENVERBESSERUNGEN

Die Analysten erwarten für das laufende Jahr eine erneute Steigerung der Umsätze um nominal 5.0%, nachdem die Umsätze bereits im Vorjahr um 4.4% zulegen konnten. Das ist beinahe doppelt so hoch wie noch im Jahr vor dem währungspolitischen SNB-Entscheid. Das Umsatzwachstum ist breit abgestützt; so sollen knapp 90% der betrachteten Unternehmen 2017 ihr

Umsatzniveau verbessern können. Auch in den Folgejahren dürfte die Umsatzwachstumsrate relativ konstant bleiben.

Eine knappe Mehrheit der Unternehmen (54%) wird 2017 nicht nur das absolute Umsatzniveau erhöhen, sondern auch die Wachstumsrate der Umsätze steigern. Dieser Anteil von 54% ist deutlich tiefer als noch vor Jahresfrist, als sich die Umsatzentwicklung vieler Firmen aufgrund der stabilisierten Wechselkurse erholte.

Besonders starkes Wachstum wird wie bereits im Vorjahr insbesondere im Gesundheitswesen und im Technologiesektor erwartet. Die Umsätze sollen sich zudem in allen Branchen im Durchschnitt positiv entwickeln, während letztes Jahr die Versorgungs- und Telekommunikationsbranche noch rückläufige Umsätze verzeichnen musste.

Gemäss Analystenprognosen wird es erneut der Mehrheit der Unternehmen gelingen, das Umsatzwachstum mit einem unterproportionalen Kostenanstieg zu erreichen: Die Median-EBITDA-Marge soll um 0.7 Prozentpunkte auf 13.1% steigen und die EBIT-Marge sich im gleichen Umfang auf 8.4% erhöhen. Insgesamt wird erwartet, dass rund drei Viertel der Unternehmen ihre Margen verbessern können.

Bei einer kombinierten Betrachtung von Umsatzwachstumsrate und EBITDA-Marge resultiert für 35% der Unternehmen eine positive Entwicklung der beiden Kennzahlen. Rund 39% sollten zwar ihre EBITDA-Marge verbessern können, müssen aber wohl gleichzeitig eine tiefere Umsatzwachstumsrate hinnehmen. Bei rund einem Fünftel der Firmen wird hingegen eine

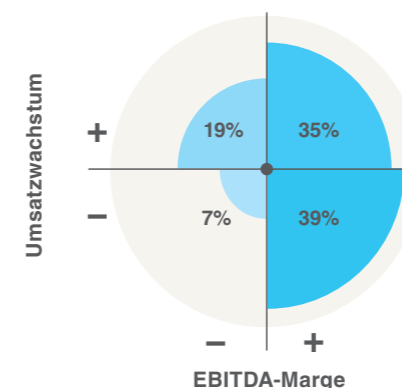
gegenteilige Entwicklung (steigende Umsatzwachstumsrate und niedrigere EBITDA-Marge) prognostiziert. Lediglich rund 7% der Firmen werden gemäss Analysten weder ihre Umsatzwachstumsrate noch ihre Marge verbessern können.

## ZUVERSICHTLICHE MANAGER

Die Analystenprognosen decken sich mehrheitlich mit der firmenseitigen externen Berichterstattung (Medienmitteilungen und Aktionärsbriefe): 72% der Unternehmen mit Angaben zur zukünftigen Entwicklung erwarten eine Umsatzzunahme, 76% eine Margenverbesserung und 71% eine Verbesserung des Gesamtergebnisses.

Am häufigsten angesprochen werden in der externen Berichterstattung besondere unternehmensspezifische Aspekte und die allgemeine Marktentwicklung. Daneben sind auch geopolitische, makroökonomische, rohstoffbezogene und währungspolitische Themen von Bedeutung. Da sich die Entwicklung in diesen Bereichen kaum

Erwartete Entwicklung der Performanceindikatoren 2017 in % aller untersuchten Unternehmen



aktiv beeinflussen lässt, werden diese Einflussfaktoren oft als unsicher wahrgenommen.

Tendenziell wird aber mit einer leichten Verbesserung des makroökonomischen Umfelds gerechnet. Dabei schätzen Unternehmen aus dem Gesundheitswesen und der Technologiebranche die Zukunft am positivsten ein. Auch 2017 wird ein unverändert anspruchsvolles Währungsumfeld erwartet. Rohstoffseitig sind die Preise von Strom und Öl besonders aktuell: Während bei den Grosshandelsstrompreisen noch keine nachhaltige Normalisierung prognostiziert wird, erwarten die Unternehmen im laufenden Jahr einen leichten Anstieg des Ölpreises.

Die geopolitische Lage ist aus Schweizer Firmensicht zunehmend besorgniserregend. Im Zuge von Brexit und der US-Präsidentenwahl wird die Politik auf globaler Ebene im Vergleich zum Vorjahr als weniger berechenbar wahrgenommen. So ist insbesondere die Zukunft der internationalen Handelsabkommen ungewiss.

Zudem sind mit den Wahlen in Europa politische Neuausrichtungen nicht ausgeschlossen.

Was die firmeninterne Zielerreichung betrifft, nennen Unternehmen an erster Stelle Massnahmen zur Innovationssteigerung und zur Entwicklung neuer Produkte. Ebenfalls bedeutsame Aspekte betreffen künftige Sortimentsveränderungen und Anpassungen des Geschäftsmodells sowie Kostenreduktionen, Produktivitäts- und Effizienzverbesserungen. Die Digitalisierung ist in diesem Kontext ein häufig thematisierter Sachverhalt. Und externe Wachstumsmöglichkeiten mittels Akquisitionen werden von rund einem Fünftel der Unternehmen erwähnt.

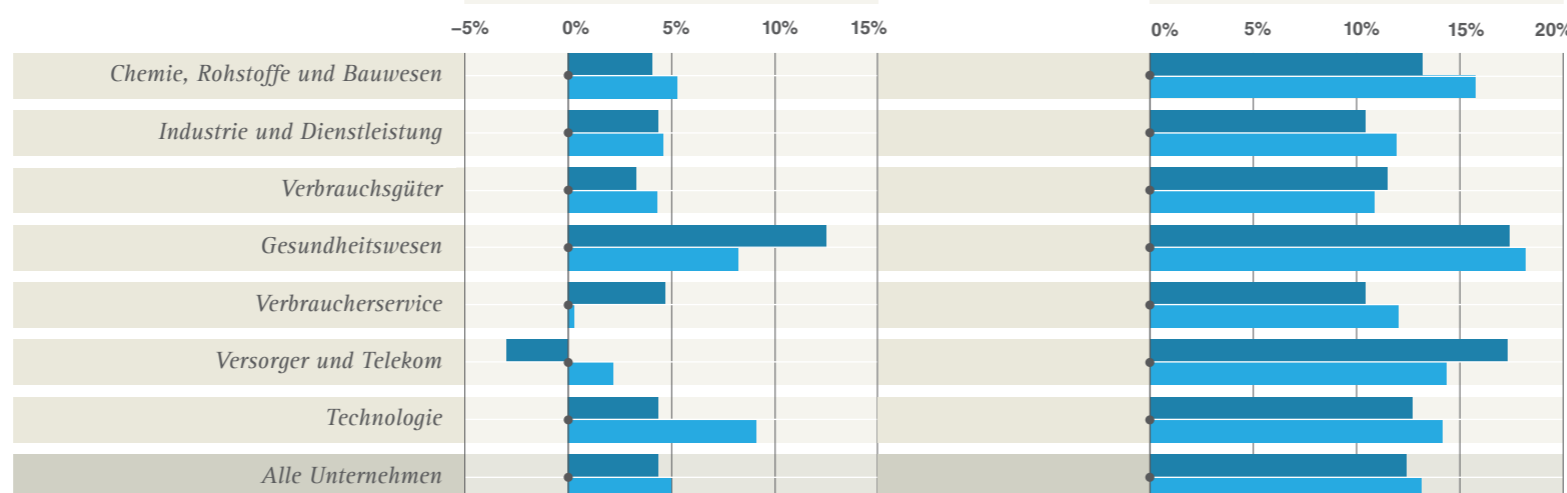
Nach dem mehrheitlich positiven Vorjahr erwartet eine Mehrheit der Unternehmen und Analysten im laufenden Jahr eine erneute Verbesserung der operativen Performance. Während sich eine leichte Abflachung der Umsatzwachstumsrate abzeichnet, nimmt die Ertragskraft weiter zu. //

## Die häufigsten geplanten Massnahmen für 2017

- Neue Produkte und Innovationen
- Sortimentsveränderungen und Anpassungen des Geschäftsmodells
- Kostenreduktionen, Produktivitäts- und Effizienzverbesserungen
- Akquisitionen

Erwartetes Umsatzwachstum 2017 im Vergleich zum effektiven Umsatzwachstum im Vorjahr

Erwartete EBITDA-Marge 2017 im Vergleich zur effektiven EBITDA-Marge im Vorjahr



## Über IFBC

IFBC ist ein Beratungsunternehmen, spezialisiert auf die Bereiche Corporate Finance & Financial Advisory, Performance Management, Financial Risk Management und IFRS Advisory. Seit 1997 unterstützen wir insbesondere börsenkotierte und börsenfähige Unternehmen aus Industrie und Dienstleistung sowie Banken in finanzwirtschaftlichen Fragen.

Mit dem Blick für die bedeutenden finanziellen Zusammenhänge unterstützen wir Sie bei M&A-Aktivitäten und Finanzierungen, bei der Ausgestaltung des Performance Management und bei ausgewählten Themen der Rechnungslegung. Als Experten für massgeschneiderte Lösungen berücksichtigen wir dabei sowohl die unternehmensspezifischen Besonderheiten als auch den Aktualitätsbezug. Schliesslich stellt unsere Unabhängigkeit sicher, dass der objektive Blick bewahrt wird und Lösungen im Sinne der Best Practice resultieren.

IFBC ist Mitglied von Globalscope, einem globalen M&A-Netzwerk von 53 Partnerunternehmen in 42 Ländern auf fünf Kontinenten. Die mehr als 500 M&A-Experten konnten in den letzten zwölf Monaten über 175 Transaktionen erfolgreich abschliessen. Damit gehört Globalscope zu den weltweit führenden und am besten vernetzten M&A-Partnerschaften.

## Über die Autoren

Folgende IFBC-Mitarbeiter haben als Autoren zum vorliegenden «IFBC Dialog» beigetragen:



*Dr. Thomas Vettiger*  
**Managing Partner**



*Prof. em. Dr. Rudolf Volkart*  
**Senior Partner**



*Christian Hirzel*  
**Partner**



*Christian Gätzi, CFA*  
**Senior Advisor**



*Fabian Forrer, CFA*  
**Senior Advisor**



*Daniel Capaul*  
**Senior Advisor**



*Mirko Reichlin*  
**Senior Advisor**



*Timo Bloch*  
**Advisor**



*Marcel Hugger*  
**Advisor**

## *Datengrundlage*

Für die vorliegende Studie wurden sämtliche an der SIX und an der Berner Börse kotierten Unternehmen berücksichtigt, die nicht dem Finanz- oder Immobiliensektor (Banken, Versicherungen und andere Finanzdienstleister sowie Immobiliengesellschaften) zugehörig sind. Zudem wurden Unternehmen erfasst, die an den erwähnten Handelsplätzen eine Anleihe ausstehend haben. Unternehmen, für die keine ausreichende Datengrundlage vorlag, und Firmen, die ihren Geschäftsbericht nach dem Analysestichtag (30. März 2017) veröffentlichten, wurden nicht berücksichtigt. Die vorliegende Untersuchung erstreckt sich auf insgesamt 110 Unternehmen.

Die Datengrundlage für diese Studie bilden die publizierten Jahresabschlüsse der untersuchten Unternehmen. Sowohl die Firmendaten als auch alle Kapitalmarktdaten wurden dem Informationssystem Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)) entnommen.

Die Sektorbildung erfolgte auf Basis der Klassifikation gemäss den international anerkannten Industry Classification Benchmarks ([www.icbenchmark.com](http://www.icbenchmark.com)).

## *Disclaimer*

Diese Studie ist rein informativer Natur und soll nicht als Basis für Investitionsentscheidungen irgendwelcher Art dienen. IFBC übernimmt keine Verantwortung für die ermittelten Resultate und die daraus gezogenen Folgerungen. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgewählten Quellen stammen, übernehmen wir keine Verantwortung hinsichtlich der Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Quellen.

Diese Studie und ihre Bestandteile dürfen, ungeachtet des Verwendungszwecks, ohne die vorgängige schriftliche Einwilligung von IFBC weder reproduziert noch verteilt oder veröffentlicht werden.

