

# white paper

IFBC

CREATING ENTERPRISE VALUE

## Wie effizient ist der Kapitalmarkt?



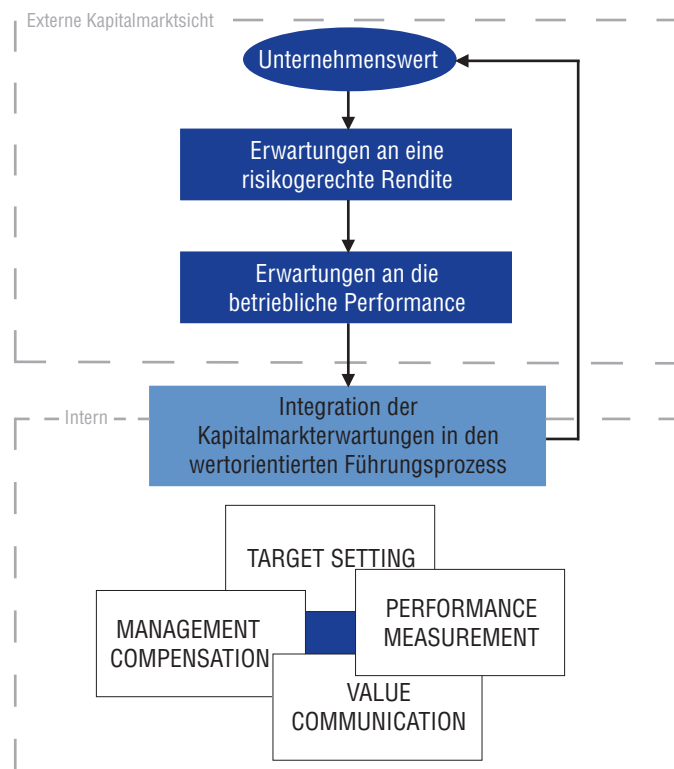
Kapitalmarktinformationen zum Unternehmenswert bilden das Grundgerüst eines modernen wertorientierten Führungssystems. Die Kapitalmarkteffizienz ist dabei von übergeordneter Bedeutung. Treten Fehlbewertungen auf, so sind diese zu berücksichtigen. Dies geschieht, indem auf nachhaltige Werte abgestützt wird sowie die ermittelten Inputparameter durch ein Industry-Benchmarking verifiziert werden.

## 1 Expectations Management

Es muss das Ziel jedes Unternehmens sein, für seine Eigentümer Mehrwert zu schaffen, indem für die Investoren eine risikogerechte Rendite auf dem Marktwert des Unternehmens erwirtschaftet wird. Im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung kommt der aktiven Steuerung und Integration der Kapitalmarkterwartungen in die finanzielle Unternehmensführung, eine zentrale Bedeutung zu. Diese Aufgabe wird als Expectations Management bezeichnet. Abbildung 1 zeigt schematisch den Zusammenhang zwischen der externen Kapitalmarktsicht

und der internen Unternehmensführung auf. Die Bewertung eines Unternehmens durch den Kapitalmarkt stellt dabei die Ausgangsbasis dar. Dabei gilt es die Grundsatzfrage zu klären, ob diese externe Bewertung durch den Kapitalmarkt überhaupt eine vernünftige Ausgangslage für die finanzielle Unternehmensführung darstellt. Im Zentrum steht folglich die Frage der Effizienz des Kapitalmarktes. Ein effizienter Kapitalmarkt zeichnet sich dadurch aus, dass Über- und Unterbewertungen dank hoher Transparenz und friktionsfreier Abwicklung des Aktienhandels relativ schnell durch die Marktteilnehmer korrigiert werden. Bei ineffizienten Märkten sind diese Voraussetzungen nicht gegeben.

**Abbildung 1: Verbindung der Kapitalmarktsicht mit der internen Unternehmensführung**



Quelle: IFBC.

Zur Beurteilung der effizienten Kursbildung an den Aktienmärkten wurde der Swiss Performance Index (SPI) eingehend analysiert. Im folgenden Kapitel wird im Detail auf die Ergebnisse dieser Untersuchung eingegangen.

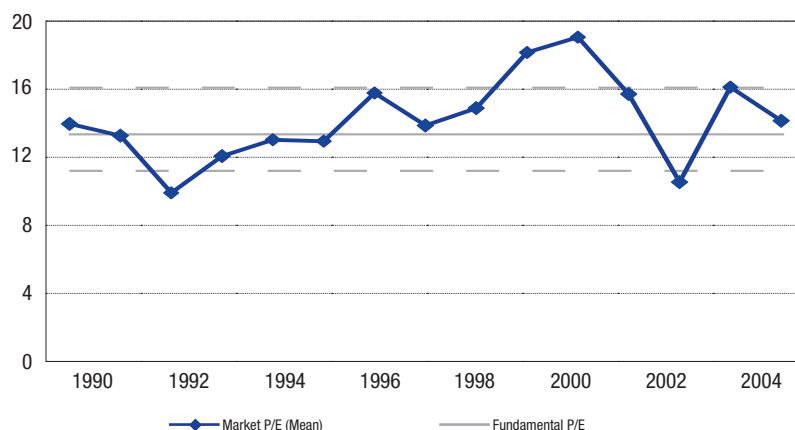
## 2 Analyse der Bewertung an den Aktienmärkten am Beispiel des SPI

Ziel der Analyse ist es, herauszufinden in welchem Ausmass und über welchen Zeitraum Fehlbewertungen auf-

treten. Gegenstand der Untersuchung waren sämtliche Unternehmen des SPI im Zeitraum 1990 bis 2004. Als relative Bewertungsgrösse wurde auf die P/E-Ratio (Price/Earnings) abgestellt.

Dabei wurde das effektive Bewertungsniveau auf Basis der zum jeweiligen Zeitpunkt effektiv beobachtbaren P/E-Ratio (Market P/E) einer fundamentalen P/E-Ratio gegenüber gestellt. Die fundamentale P/E-Ratio beträgt rund 13 und wurde basierend auf einem fundamentalen, langfristigen Bewertungsmodell errechnet.

Abbildung 2: Price/Earnings-Ratio SPI fundamental vs. effektiv 1990-2004



Quelle: IFBC.

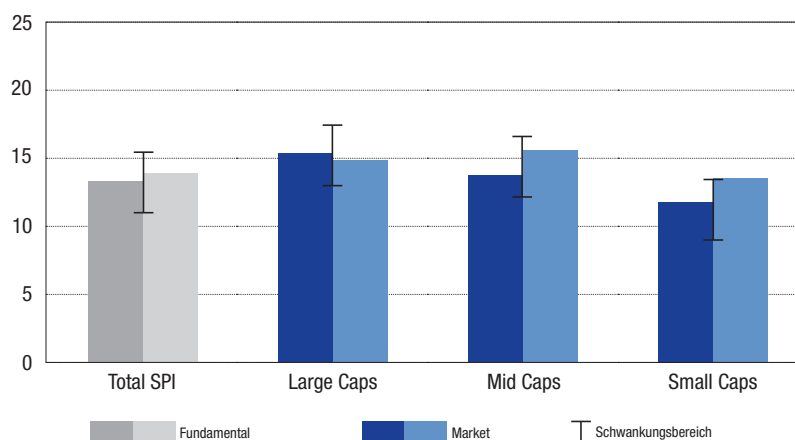
Dieses basiert auf einer Eigenkapitalrendite von gut 10%, welche sich aufgrund einer Analyse der historischen Rentabilität des SPI ergab. Als Eigenkapitalkostensatz wurde ein Wert von 8%<sup>1</sup> unterstellt. Für das zukünftige reale Wirtschaftswachstum wurde ein Satz von 2% angenommen. Auf der Basis dieser Parameter resultiert die oben genannte, fundamentale P/E-Ratio von 13. Zusätzlich wurde ein Schwankungsbereich von  $\pm 20\%$  festgelegt, um kurzfristigen, nicht von Fundamentaldaten getriebenen Abweichungen vom inneren Wert Rechnung zu tragen (Market Noise, Market Overreaction, Momentum und andere Erklärungsansätze aus der Behavioral Finance).

Aus Abbildung 2 ist deutlich ersichtlich, dass sich der SPI, von wenigen Ausnahmen abgesehen (New Economy-Phase um das Jahr 2000), im Rahmen eines fairen fundamentalen Bewertungskorridors bewegt. Klar angezeigt wird eine fundamentale Unterbewertung im Jahr 1992 sowie die klare

Überbewertung um 2000 und deren folgende Korrektur.

Es stellt sich nun die Frage, ob diese Ergebnisse in Abhängigkeit der Unternehmensgrösse (Marktkapitalisierung; Large-, Mid- und Small-Caps) variieren. In Abbildung 3 sind die P/E-Ratios nach Grössenkategorie aufgegliedert. Dabei wird den effektiven Werten (berechnet als Durchschnittswerte aus den Jahren 1990 – 2004) wiederum ein nachhaltiger Fundamentalwert gegenübergestellt. Dieser wurde analog zu oben beschriebenem Verfahren für den gesamten SPI berechnet. Dabei wurden die relevanten Parameter (Eigenkapitalrendite und Kapitalkosten) wiederum aufgrund historischer Werte für die Grössenkategorien spezifisch ermittelt. Für das zukünftige Realwachstum wurde einheitlich ein Wert in Höhe von 2.0% verwendet.

Abbildung 3: P/E-Ratios nach Grössenkategorie für den Zeitraum 1990-2004



Quelle: IFBC, Datengrundlage Bloomberg.

<sup>1</sup> Risikoloser Zinssatz von 3.5%, Beta für den Gesamtmarkt von 1.0 sowie Markttrisikoprämie von 4.5%.

Aus Abbildung 3 ist ersichtlich, dass die Preisbildung über den Betrachtungszeitraum sowohl auf Stufe des Gesamtindex als auch für die verschiedenen Grössenkategorien relativ effizient ist. Der effektive Marktwert bewegt sich in allen Fällen innerhalb einer definierten Bandbreite von  $-/+20\%$  des fundamentalen Wertes. Weiter von Interesse ist, dass die Abweichung auf Stufe SPI sowie Large Caps relativ gering ist, währendem Mid und Small Caps vom Markt tendenziell höher bewertet werden als dies das fundamentale Bewertungsmodell anzeigt.

Betreffend Bewertungsunterschiede zwischen den einzelnen Grössenkategorien fällt auf, dass die Mid Caps am Markt über den betrachteten Zeitraum höher bewertet wurden als die Large Caps. Eine pauschale Begründung für diese auf den ersten Blick überraschende Tatsache ist schwierig. Eine mögliche Ursache könnten aber die relativ hohen Wachstumserwartungen an Unternehmen aus dieser Grössenkategorie sein. Im Mid Cap-Bereich sind nämlich vergleichsweise viele Unternehmen aus den Wachstumsbranchen Medizinaltechnologie und Technologie vertreten. Dies im Gegensatz zu der Kategorie der Large Caps, welche sich vor allem aus Unternehmen tendenziell reifer Branchen wie Banken, Chemie, Pharma sowie Versicherungen zusammensetzt.

### 3 Folgerungen

Basierend auf obigen Ausführungen lassen sich verschiedene, wichtige Schlüsse ziehen, deren Berücksichtigung im Rahmen der praktischen Ausgestaltung einer wertorientierten Führung von entscheidender Bedeutung ist.

Die Preis- bzw. Wertbildung am Schweizer Aktienmarkt ist mittelfristig effizient. Abweichungen vom fundamentalen Wert einer Unternehmung sind relativ selten und werden in der Regel relativ rasch von den Kapitalmarktakteuren korrigiert. Irrationale Bewertungsverhältnisse können in der langen Frist nicht aufrecht erhalten werden, eine so entstehende Bewertungsblase ist nur von zeitlich beschränkter Dauer.

Anstelle einer Zeitpunktbetrachtung ist die Verwendung nachhaltiger Durchschnittswerte angezeigt. So können zum Einen nicht fundamental erklärbare Übertreibungen an den Kapitalmärkten abgefangen werden. Weiter wird dadurch auch eine grössere Stabilität der verwendeten Input-Parameter sichergestellt, was im Sinne einer langfristigen Ausrichtung der wertorientierten Führung erstrebenswert ist.

Die ermittelten Ausgangsparameter sind über ein Industry Benchmarking zu verifizieren. Abweichungen bzw. Inkonsistenzen zwischen den Unternehmen ist auf den Grund zu gehen. Diese können sich beispielsweise aufgrund unterschiedlicher Strategien, einer unterschied-

lichen Phase im Unternehmenslebenszyklus oder z.B. durch einen Bieterwettbewerb beeinflusster Preise ergeben.

Allfällige Bewertungsdifferenzen sind über Massnahmen im Bereich der Value Communication zu schliessen. Können auf der Basis des Industry Benchmarking Bewertungsunterschiede festgestellt werden, so sind diese anhand einer internen Bewertung zu verifizieren. Mittels interner Sum of Parts-Bewertungen können allfällige externe Fehlbewertungen genauer identifiziert werden und entsprechende Massnahmen im Bereich der Investor- resp. Value Communication getroffen werden.

Der Kapitalmarktbezug ist für die wertorientierte Führung von entscheidender Bedeutung. Sowohl unternehmensextern als auch –intern ist die Zielsetzung identisch: Wertschaffung. Dieses Ziel wird erreicht, wenn auf dem Marktwert des Unternehmens mindestens eine Rendite in der Höhe der Kapitalkosten erwirtschaftet wird. In der externen Betrachtung steigt der Total Shareholder Return. In einer internen Sichtweise sind dazu im Rahmen des Planungs- und Budgetierungsprozesses die Economic Profit-Ziele so zu definieren, dass Sie den Erwartungen zu genügen vermögen. Nur durch einen konsequenten Abgleich der beiden Sichtweisen entsteht die notwendige Konsistenz zwischen interner Wertschaffung und externer Wertsteigerung.

## IFBC

IFBC ist eine Beratungsgesellschaft mit Tätigkeitsschwerpunkt im Gebiet der finanziellen Unternehmensführung. IFBC bietet Unternehmen verschiedener Branchen Dienstleistungen in den Bereichen «Finanzielle Führung und Wertmanagement», «Corporate Finance», «IFRS-Advisory» sowie «Corporate Treasury» an.

Weitere Informationen zu IFBC finden Sie auf [www.ifbc.ch](http://www.ifbc.ch).

## Kontakt

Thomas Vettiger, Partner  
+41 (0)43 255 14 55  
[thomas.vettiger@ifbc.ch](mailto:thomas.vettiger@ifbc.ch)

Christian Hirzel, Partner  
+41 (0)43 255 14 55  
[christian.hirzel@ifbc.ch](mailto:christian.hirzel@ifbc.ch)



CREATING ENTERPRISE VALUE