

BILANZ

Das Schweizer Wirtschaftsmagazin

Top-100-Rating

**Sonderdruck
aus BILANZ 13/2006**

© BILANZ



OLZ & PARTNERS
ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT AG

Bahnhofstrasse 18, CH-3280 Murten
Phone +41 (0)26 672 30 80
Fax +41 (0)26 672 30 81
Internet www.olz.ch

Die 100 Besten

Welche Schweizer Firma hat 2005 am meisten Wert geschaffen? Klare Antwort: Roche. Die Basler dominieren dank ihrer Superperformance auch die erstmals erstellte Rangliste der vergangenen drei Jahre.

Von Stefan O. Waldvogel

Die Rangliste der besten Unternehmen beruht auf klaren Messzahlen. Wem gelingt es, für die Eigentümer einen Mehrwert zu schaffen? Die Wertschaffung setzt sich zusammen aus dem Kursgewinn des vergangenen Jahres und der ausgeschütteten Dividende. Allerdings enthalten die Kursveränderungen immer auch allgemeine Börsenbewegungen. Die wahren Firmenwerte müssen in komplizierten Berechnungen für jede einzelne Gesellschaft ermittelt werden. Berücksichtigt wurden von den Experten von OLZ & Partners die Markteinflüsse und die Risiken bei den Firmen selbst (siehe «Der lange Weg zur wahren Wertschaffung» auf Seite 6). Untersucht wurden kotierte Unternehmen, die eine Börsenkapitalisierung von mindestens 100 Millionen Franken auf die Waage bringen.

Mit einer Wertschöpfung von 26,1 Milliarden Franken steht Roche 2005 einsam an der Spitze, deutlich vor Nestlé mit knapp zwölf Milliarden Franken «Überrendite» für ihre Aktionäre. Und auch bei ABB kamen die Eigentümer auf ihre Rechnung (siehe Rangliste auf Seite 5).

Ganz anders bei der Swisscom: Rechnet man genau, dann resultiert für den Konzern eine Wertvernichtung von fast fünf Milliarden Franken. Der Bund als Mehrheitseigentümer und alle übrigen Aktio-

näre hätten viel besser ihr Geld ganz einfach in den Swiss Performance Index gesteckt. Dabei geht es um mehr als nur die erzielte Rendite, berücksichtigt wird auch das Risiko der einzelnen Firmen im Vergleich zum Gesamtmarkt.

Für diese Risikoberechnung nutzen die Experten von OLZ mathematische Annäherungen, Experten sprechen vom so genannten Blume-Beta. «Dieses ist eine sinnvoll anwendbare Schätzung. Zusam-

38 Prozent aller untersuchten Firmen haben in den vergangenen drei Jahren eine Überrendite erwirtschaftet.

men mit den anderen harten Zahlen gibt das Blume-Beta für das Unternehmen klare Information darüber, wie viel Wertschöpfung es aktiv erreicht», erläutert Pius Zraggen, Partner von OLZ.

Zusätzlich zum Finanzteil stellen wir unter den Top 100 auch Vergleiche in den Kategorien Kommunikation, Strategie, Corporate Governance und Branding an. Hier spielen die subjektiven Eindrücke eine grössere Rolle. Für jedes der Spezialgebiete haben Experten die 100 Firmen nochmals bewertet: Mit der Stärke der Marken hat sich Advico Young & Rubicam befasst. Im Bereich Corporate Governance untersucht Heidrick & Struggles Interna-

tional, wie die Standards der Unternehmensführung und der Kontrolle gehandhabt werden. Die Strategie ausgesuchter Firmen unter die Lupe genommen hat die Monitor Group. Die Agentur Zenhäusern & Partner beleuchtet die Kommunikation der Top-100-Firmen.

Bei der immer wichtigeren Information sind die Ergebnisse wesentlich stabiler. Die Namen an der Spitze sind dieselben: Diesmal liegt die Georg Fischer knapp vor der Luzerner Kantonalbank, im Vorjahr waren beide noch gemeinsam an der Ranglistenspitze. Direkt auf Rang 2 schafft es die St. Galler Kantonalbank, die 2004 noch nicht in der Rangliste der Top-100-Unternehmen erschien.

Nach dem Motto «Je länger der Zeithorizont, desto aussagekräftiger die Zahlen» weisen wir erstmals eine Rechnung für die vergangenen drei Jahre vor. Dank einem fulminanten Spurt im Jahr 2005 steht auch hier die Roche klar an der Spitze, obwohl es in den Vorjahren für die Roche-Eigner nicht sehr lukrativ aussah. Laut Zraggen haben immerhin gut 38 Prozent aller untersuchten Firmen in jedem der vergangenen drei Jahre eine Überrendite erwirtschaften können (siehe Rangliste auf Seite 3). Andererseits haben drei Prozent der Firmen jedes Jahr Wert vernichtet. Prominentestes Beispiel ist die Swiss Re.

Top 100: die grössten Wertschöpfer über drei Jahre

Einsam an der Spitze: Roche und UBS.

Rang	Unternehmen	2003 (in Mio. Fr.)			Summe 3 Jahre
		2003	2004	2005	
1	Roche	-3 735	-4 350	26 124	18 039
2	UBS	1 927	7 666	3 087	12 679
3	ABB	1 451	-1 198	9 311	9 563
4	Banque Cantonale Vaudoise	1 233	1 397	3 117	5 747
5	Kühne + Nagel International	1 352	2 137	1 806	5 295
6	Credit Suisse Group	2 874	-1 836	3 991	5 028
7	Compagnie Financière Richemont	-3 118	3 757	4 180	4 820
8	Syngenta	-1 588	3 892	2 110	4 414
9	Pargesa	823	1 092	1 841	3 755
10	SGS	1 713	-20	1 322	3 015
11	Nobel Biocare	57	1 887	725	2 669
12	BKW FMB Energie	852	1 184	595	2 632
13	Zurich Financial Services	-900	-822	4 160	2 438
14	Holcim	-468	1 941	799	2 272
15	Logitech	-158	642	1 689	2 174
16	Lindt & Sprüngli	310	1 200	582	2 093
17	Nestlé	-2 293	-7 725	11 897	1 878
18	Geberit	591	899	362	1 853
19	Phonak	719	558	418	1 695
20	Straumann	637	597	257	1 491
21	Sika	300	351	694	1 345
22	Sulzer	400	375	553	1 328
23	Schindler	272	1 699	-702	1 268
24	Barry Callebaut	319	156	583	1 057
25	Leica Geosystems	248	313	366	927
26	Centralschweizerische Kraftwerke	0	470	451	922
27	Ypsomed	0	0	809	809
28	Unique Zurich Airport	73	402	326	801
29	St. Galler Kantonalbank	113	282	360	754
30	Rätia Energie	362	190	167	719
31	Banque Privée Edmond de Rothschild	294	182	234	710
32	Bucher Industries	45	182	453	680
33	PSP Swiss Property	149	271	240	660
34	Compagnie Vaudoise d'Electricité	397	295	-78	614
35	Givaudan	-420	762	246	587
36	Luzerner Kantonalbank	165	334	86	584
37	Georg Fischer	157	126	258	541
38	Bank Coop	136	117	246	499
39	Galenica	227	185	79	492
40	Jelmoli	185	242	46	473
41	Basler Kantonalbank	56	59	349	464
42	Metall Zug	149	117	175	441
43	Saurer	228	115	87	431
44	Liechtensteinische Landesbank	-18	86	352	420
45	Kuoni Reisen	331	201	-126	406
46	Helvetia Patria	45	-246	606	405
47	AFG Arbonia-Forster	134	45	223	402
48	SIG	-52	526	-79	396
49	Unaxis	652	-1 046	790	395
50	Berner Kantonalbank	28	159	200	387
51	Julius Bär	487	-1 212	1 110	385
52	Temenos	365	47	-75	337
53	Valiant	80	186	55	321
54	Quadrant	10	126	179	314
55	Saia-Burgess	28	116	168	312
56	Charles Vögele	340	-327	294	307

Rang	Unternehmen	2003 (in Mio. Fr.)			Summe 3 Jahre
		2003	2004	2005	
57	Walliser Kantonalbank	9	97	200	306
58	Ascom	164	315	-181	298
59	Allreal	115	165	11	291
60	Swiss Life	1 661	-2 022	641	280
61	Copagnie Financière Tradition	224	-30	86	279
62	Tamedia	225	-97	133	262
63	Basellandschaftliche Kantonalbank	73	61	124	258
64	Hiestand	31	235	-12	254
65	Zuger Kantonalbank	43	170	39	253
66	Swiss Prime Site	-65	252	58	245
67	Ems-Chemie	-217	190	266	240
68	Generali Schweiz	-80	199	120	239
69	Schulthess Group	13	64	154	231
70	Mövenpick	172	114	-63	223
71	Huber + Suhner	67	116	38	222
72	Bank Sarasin	-8	-29	258	221
73	Swiss Steel	0	0	220	220
74	Daetwyler	-75	105	182	212
75	Vontobel	-59	-213	477	205
76	Conzzeta	-18	156	65	203
77	Vetropack	58	115	29	202
78	Synthes	2 393	-61	-2 141	191
79	Gétaz Romang	0	0	189	189
80	Belimo	56	114	19	188
81	Gurit-Heberlein	43	27	109	179
82	Graubündner Kantonalbank	20	60	99	179
83	CPH Chemie & Papier	21	27	118	165
84	Amazys	80	67	18	165
85	Kardex	41	15	108	164
86	Schweizerhall	36	12	106	154
87	Agie Charmilles	92	11	48	151
88	Schweiter Technologies	160	10	-19	151
89	Interroll	21	18	109	148
90	Verwaltungs- & Privat-Bank	224	-79	-1	144
91	Zehnder	45	160	-68	138
92	Eichhof	31	61	41	133
93	Inficon	41	-58	138	121
94	Basilea Pharmaceutica	0	0	120	120
95	Waadt Versicherungen	0	47	68	115
96	Rieter	-93	195	12	114
97	Swissquote	80	12	22	114
98	Zschokke	20	31	61	112
99	Hügli	0	0	102	102
100	Industrieholding Cham	11	45	46	102

Die grössten Wertvernichter über drei Jahre

170	Swiss Re	-7 898	-3 801	-2 235	-13 933
169	Adecco	736	-5 659	0	-4 923
168	Novartis	-78	-2 255	-4 022	-6 354
167	Swisscom	-979	2 671	-4 948	-3 257
166	Ciba Spezialitätenchemie	-719	-907	-1 221	-2 847
165	Converium	-698	-2 057	183	-2 572
164	Clariant	-1 563	148	-1 131	-2 546
163	Serono	-804	-2 975	1 426	-2 353
162	Lonza	-1 263	-477	225	-1 514
161	Bâloise	-1 019	-232	297	-955

Finanzen: grössere Differenzen

Roche an der Spitze, Novartis einer der grossen Wertvernichter. Dies das überraschende Resultat bei ganz objektiver Betrachtung.

Von Stefan O. Waldvogel

Viele Unternehmen melden Umsatzrekorde und Gewinnsteigerungen, und trotzdem verlieren die Aktien kurzfristig an Wert. Die Erwartungen der Analysten und Investoren seien nicht eingetroffen, heisst es dazu im



Die Projektverantwortlichen: Nico Müller, Markus Ochsner, Pius Zraggen, Samuel Wiese.

OLZ & Partners

OLZ & Partners Asset and Liability Management ist ein Team aus unabhängigen Finanzspezialisten. Das Unternehmen mit Sitz in Murten FR wurde von Ex-Mitarbeitern des Instituts für Finanzmanagement der Uni Bern gegründet mit dem Ziel, faire, transparente und wissenschaftlich fundierte Finanzdienstleistungen anzubieten. OLZ bietet lösungsorientierte Finanzmanagementberatung von der Konzeption bis zur Umsetzung, beispielsweise in den Bereichen Bewertungen und Kapitalkosten sowie finanzielles Risikomanagement. OLZ ist zudem spezialisiert auf Vermögensverwaltung für private und institutionelle Kunden sowie für Family Offices.

Markt. Die Erwartungen und die Ansprüche der Investoren sind zentrale Elemente für den Wert einer Aktie. Ein glaubhaftes Rating schliesst deshalb den Markt nicht nur ein, sondern nimmt ihn als Basis. Die Grundidee für die Berechnung des Ratings der Top 100 ist einfach: Ist die gesamte Aktienrendite inklusive Dividenden und Ausschüttungen höher als vom Markt erwartet, schafft das Unternehmen Wert. Im Fachjargon spricht man von einer Überschussrendite. Je höher diese Überschussrendite und die Marktkapitalisierung eines Unternehmens sind, desto mehr Wert in Franken schafft das Unternehmen für seine Aktionäre.

Nur mit der Überschussrendite allein würden Klein- gegenüber Grossunternehmen tendenziell bevorteilt. Die Kombination von Überschussrendite und eingesetztem Kapital erlaubt eine objektive Beurteilung aller Unternehmen. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass es bedeutend schwieriger ist, auf 100 Milliarden Franken Kapital eine Überschussrendite zu erzielen als auf 100 Millionen Franken.

BILANZ und OLZ & Partners, Murten, haben zum dritten Mal für die SPI-Unternehmen mit mehr als 100 Millionen Franken Börsenkapitalisierung die Wertschaffung gemessen. Um in die Liste der Top 100 zu kommen, benötigten die Firmen im vergangenen Jahr mindestens 22 Millionen Franken Wertschöpfung. Im Jahr 2004 waren dazu zwölf Millionen Franken Wertschöpfung notwendig, 2003 genügten noch bescheidene fünf Millionen.

Auch an der Spitze der Rangliste werden die Unterschiede immer grösser: Während Vorjahressieger UBS noch 7,6 Milliarden reichten, liegen die Top Three diesmal alle deutlich über 9 Milliarden,

und einsam an der Spitze thront Roche mit einem neuen Rekord von über 26,1 Milliarden Franken.

Am Beispiel des Basler Pharmaunternehmens erläutern wir auch die genaue Methode, sodass sie für den Einzelnen nachvollziehbar wird (siehe Seite 6). Ehrlicherweise muss allerdings auch gesagt werden, dass dies eine rein nachträgliche Betrachtung ist. «Obwohl die Gewinner von gestern tendenziell auch die Gewinner von heute sind, bietet diese Rangliste keinen direkten Schluss aus Sicht des Anlegers an, dafür sind drei Jahre einfach zu kurz», sagt auch OLZ-Partner Pius Zraggen. Andererseits gelte aber: Wer über längere Zeit immer wieder Wert vernichte, müsse sich schon fragen, was falsch laufe. Bei Swisscom wurden diese Fragen gestellt, aber bisher noch nicht beantwortet. Swisscom ist wegen ihres Mehrheitsaktionärs keine gewöhnliche Aktie, doch die Berechnung der Wertschaffung spricht eine klare Sprache. Mit fast fünf Milliarden Franken Minus war Swisscom im vergangenen Jahr die Aktie mit der grössten Wertvernichtung für die Aktionäre.

Eher überraschend ist das schlechte Abschneiden von Novartis. Die reine Rendite von gut 23 Prozent lässt sich durchaus sehen, aber angesichts der schieren Grösse des Basler Pharmagiganten wird diese relativ grosse Unterperformance zum Gesamtmarkt SPI zu einem «teuren Unterfangen» für die Anleger. Gut vier Milliarden Franken beträgt die Wertvernichtung bei Novartis. Da ist es für Novartis-Chef Vasella wohl nur ein kleiner Trost, dass er mit dem Aktienpaket an Konkurrent Roche für seine Firma im vergangenen Jahr einen milliardenhohen Buchgewinn erzielte.

Top 100: die grössten Wertschöpfer 2005

Roche, Nestlé und ABB setzen sich von allen andern ab.

Rang 2005	Unternehmen	Wertschöpfung in Mio. Fr.	Corporate Governance	Informationspolitik	Strategie
1	Roche	26 124	gut	genügend	genügend
2	Nestlé	11 897	gut	genügend	genügend
3	ABB	9 311	gut	genügend	genügend
4	Compagnie Financière Richemont	4 180	genügend	ungenügend	genügend
5	Zurich Financial Services	4 160	genügend	genügend	genügend
6	Credit Suisse Group	3 991	genügend	genügend	genügend
7	Banque Cantonale Vaudoise	3 117	genügend	genügend	genügend
8	UBS	3 087	genügend	genügend	genügend
9	Syngenta	2 110	genügend	genügend	genügend
10	Pargesa	1 841	genügend	ungenügend	genügend
11	Kühne + Nagel International	1 806	genügend	ungenügend	genügend
12	Logitech	1 689	genügend	ungenügend	genügend
13	Serono	1 426	genügend	ungenügend	genügend
14	SGS	1 322	genügend	genügend	genügend
15	Julius Bär	1 110	genügend	ungenügend	genügend
16	Ypsomed	809	genügend	genügend	genügend
17	Holcim	799	genügend	genügend	genügend
18	Unaxis	790	genügend	ungenügend	genügend
19	Nobel Biocare	725	genügend	genügend	genügend
20	Sika	694	genügend	genügend	genügend
21	Swiss Life	641	genügend	genügend	keine Bewertung
22	Helvetia Patria	606	genügend	genügend	keine Bewertung
23	BKW FMB Energie	595	genügend	genügend	keine Bewertung
24	Barry Callebaut	583	genügend	genügend	keine Bewertung
25	Lindt & Sprüngli	582	genügend	ungenügend	genügend
26	Sulzer	553	genügend	genügend	keine Bewertung
27	Vontobel	477	genügend	genügend	keine Bewertung
28	Bucher Industries	453	genügend	genügend	keine Bewertung
29	Centralschweizerische Kraftwerke	451	genügend	genügend	keine Bewertung
30	Phonak	418	genügend	ungenügend	genügend
31	Leica Geosystems	366	genügend	genügend	keine Bewertung
32	Geberit	362	genügend	ungenügend	genügend
33	St. Galler Kantonalbank	360	genügend	genügend	keine Bewertung
34	Liechtensteinische Landesbank	352	genügend	ungenügend	genügend
35	Basler Kantonalbank	349	genügend	genügend	keine Bewertung
36	Unique Zurich Airport	326	genügend	genügend	keine Bewertung
37	Bâloise	297	genügend	genügend	keine Bewertung
38	Charles Vögele	294	genügend	genügend	keine Bewertung
39	Ems-Chemie	266	genügend	ungenügend	genügend
40	Georg Fischer	258	genügend	genügend	keine Bewertung
41	Bank Sarasin	258	genügend	genügend	keine Bewertung
42	Straumann	257	genügend	genügend	keine Bewertung
43	Bank Coop	246	genügend	genügend	keine Bewertung
44	Givaudan	246	genügend	genügend	keine Bewertung
45	PSP Swiss Property	240	genügend	genügend	keine Bewertung
46	Banque Privée Edmond de Rothschild	234	genügend	ungenügend	genügend
47	Lonza	225	genügend	genügend	keine Bewertung
48	AFG Arbonia-Forster	223	genügend	ungenügend	genügend
49	Swiss Steel	220	genügend	genügend	keine Bewertung
50	Swissfirst	219	genügend	ungenügend	genügend
51	Walliser Kantonalbank	200	genügend	genügend	keine Bewertung
52	Berner Kantonalbank	200	genügend	genügend	keine Bewertung
53	Gétaz Romang	189	genügend	genügend	keine Bewertung
54	Converium	183	genügend	genügend	keine Bewertung
55	Dätwyler	182	genügend	genügend	keine Bewertung
56	Quadrant	179	genügend	genügend	keine Bewertung

Rang 2005	Unternehmen	Wertschöpfung in Mio. Fr.	Corporate Governance	Informationspolitik	Strategie
57	Metall Zug	175	genügend	genügend	keine Bewertung
58	Rätia Energie	167	genügend	genügend	keine Bewertung
59	Schulthess Group	154	genügend	genügend	keine Bewertung
60	Inficon	138	genügend	genügend	keine Bewertung
61	Tamedia	133	genügend	genügend	keine Bewertung
62	Basellandschaftliche Kantonalbank	124	genügend	ungenügend	genügend
63	Berna Biotech	123	genügend	ungenügend	genügend
64	Basilea Pharmaceutica	120	genügend	genügend	keine Bewertung
65	Generali Schweiz	120	genügend	genügend	keine Bewertung
66	CPH Chemie & Papier	118	genügend	genügend	keine Bewertung
67	Interroll	109	genügend	ungenügend	genügend
68	Gurit-Heberlein	109	genügend	genügend	keine Bewertung
69	Kardex	108	genügend	genügend	keine Bewertung
70	Schweizerhall	106	genügend	genügend	keine Bewertung
71	Hügli	102	genügend	genügend	keine Bewertung
72	Graubündner Kantonalbank	99	genügend	ungenügend	genügend
73	Saurer	87	genügend	ungenügend	genügend
74	Tecan Group	86	genügend	genügend	keine Bewertung
75	Luzerner Kantonalbank	86	genügend	genügend	keine Bewertung
76	Compagnie Financière Tradition	86	genügend	genügend	keine Bewertung
77	Galenica	79	genügend	genügend	keine Bewertung
78	Waadt Versicherungen	68	genügend	ungenügend	genügend
79	Precious Woods	66	genügend	genügend	keine Bewertung
80	Conzeta	65	genügend	ungenügend	genügend
81	Zschokke	61	genügend	genügend	keine Bewertung
82	SIA Abrasives	60	genügend	genügend	keine Bewertung
83	Swiss Prime Site	58	genügend	genügend	keine Bewertung
84	Von Roll	56	genügend	ungenügend	genügend
85	Valiant	55	genügend	genügend	keine Bewertung
86	Unilabs	52	genügend	ungenügend	genügend
87	Agie Charmilles	48	genügend	genügend	keine Bewertung
88	Jelmoli	46	genügend	genügend	keine Bewertung
89	Industrie Cham	46	genügend	ungenügend	genügend
90	Eichhof	41	genügend	genügend	keine Bewertung
91	Zuger Kantonalbank	39	genügend	genügend	keine Bewertung
92	Huber + Suhner	38	genügend	ungenügend	genügend
93	WMH Walter Meier	34	genügend	genügend	keine Bewertung
94	Feintool International	32	genügend	genügend	keine Bewertung
95	LEM	29	genügend	ungenügend	genügend
96	Vetropack	29	genügend	ungenügend	genügend
97	PAX-Anlage	26	genügend	ungenügend	genügend
98	Intershop	24	genügend	ungenügend	genügend
99	JungfrauBahn	22	genügend	ungenügend	genügend
100	Swissquote	22	genügend	genügend	keine Bewertung

Die grössten Wertvernichter 2005

Rang 2005	Unternehmen	Wertschöpfung in Mio. Fr.	Corporate Governance	Informationspolitik	Strategie
164	Swisscom	-4 948	genügend	genügend	genügend
163	Novartis	-4 022	genügend	genügend	genügend
162	Swiss Re	-2 235	genügend	genügend	genügend
161	Synthes	-2 141	genügend	ungenügend	genügend
160	Adecco	-1 872	genügend	genügend	genügend
159	Swatch Group	-1 368	genügend	ungenügend	genügend
158	Ciba Spezialitätenchemie	-1 221	genügend	genügend	ungenügend
157	Micronas Semiconductor	-1 159	genügend	genügend	genügend
156	Clariant	-1 131	genügend	genügend	ungenügend
155	Actelion	-1 002	genügend	genügend	genügend

gut genügend ungenügend keine Bewertung

Bewertungsmethodik am Beispiel von Roche

Der lange Weg zur wahren Wertschaffung

Der Roche-Genussschein (Roche GS) verzeichnete 2005 eine **Gesamtaktienrendite** von 53,2 Prozent, während der Swiss Performance Index (SPI) im Vergleich um 35,6 Prozent zulegte. Die Risiken von SPI und Roche sind nicht identisch. Firmen, die in operativ risikoreicheren Branchen tätig oder mit mehr Fremdkapital finanziert sind, haben im Schnitt ein höheres Risiko als der Markt. Dieses wird als **Beta-Faktor** bezeichnet. Der Beta-Faktor misst also, wie riskant eine einzelne Aktie im Vergleich zum Markt ist. Der Genussschein von Roche schwankt weniger als der SPI, der Beta-Faktor liegt dementsprechend unter 1.

Anhand von Wochenveränderungen wird für jede Aktie ein Beta-Faktor errechnet, beim Roche-Genussschein liegt

der aktuelle Wert bei 0.82. Das heisst: Wenn der SPI um ein Prozent steigt oder fällt, verändert sich Roche um 0,82 Prozent nach oben oder unten.

Um die Renditen von Roche und SPI fair vergleichen zu können, muss die Rendite des SPI noch mit dem Beta-Faktor von Roche multipliziert werden.

Die erwartete risikoadjustierte Rendite für den Roche-Genussschein beträgt somit 29,1 Prozent (35,6 Prozent \times 0.82). Damit wird dem Grundsatz Rechnung getragen, dass Anleger für die Übernahme von tieferen Risiken (bei Roche) eine tiefere Rendite verlangen als der Markt.

Die Genussscheine von Roche haben die Erwartungen weit übertroffen: Die erreichten 53,2 Prozent bedeuten eine **Überschussrendite von 24,1 Prozent** (53,2

Prozent minus 29,1 Prozent). Roche führt neben den populären Genussscheinen noch eine separate Kategorie von Inhaberaktien (Roche I); für diese separate Kategorie wird die gleiche Rechnung mit angepassten Zahlen durchgeführt, um die Gesamtrechnung zu erhalten.

Eine Firma hat dann Wert geschaffen, wenn diese Überschussrendite (risikoadjustierte Rendite minus Rendite des Vergleichsmassstabs) positiv ist. Zusätzlich wird die Grösse der Firma beziehungsweise deren Börsenkapitalisierung berücksichtigt. Anfang 2005 lag der Börsenwert des Roche-Genussscheins bei 91,9 Milliarden Franken. Die Überschussrendite von 24,1 Prozent entspricht daher einer **Bruttowertschaffung** des Roche-Genussscheins in der Höhe von nicht weniger als 22,15 Milliarden Franken.

In dieser Bruttorechnung bleiben die Auswirkungen von **Kapitalzu- beziehungsweise -abflüssen** innerhalb des Jahres unberücksichtigt. Bei Dividenden oder anderen Rückzahlungen an die Aktionäre wird die Kapitalbasis geschmälert, und darauf muss keine Rendite mehr erwirtschaftet werden. Letztes Jahr schüttete Roche pro Genussschein zwei Franken aus. Bei 700 000 Millionen Scheinen macht das 1,4 Milliarden Franken, die bereits im vergangenen Frühling direkt an die Anteilseigentümer geflossen sind.

Auf dieser Summe musste ab dem Zeitpunkt der Ausschüttung keine Überschussrendite mehr erzielt werden. Die Bruttowertschaffung wird deshalb zeitlich gewichtet um 281,85 Millionen Franken reduziert. Die **Nettowertschaffung** liegt somit bei 21,87 Milliarden Franken allein für den dominierenden Genussschein, gut 4,25 Milliarden Franken sind es noch zusätzlich für die Inhaberaktie.

Insgesamt ergibt dies für die Roche-Eigener eine Überschussrendite von mehr als 26,12 Milliarden Franken oder eben die klare Nummer-eins-Position unter allen knapp 300 Firmen im Swiss Performance Index.

Diese Bewertungsmethodik wurde bei allen Firmen angewandt, die Ende 2005 mit mindestens einer Aktienkategorie im SPI vertreten waren und deren Börsenkapitalisierung zumindest 100 Millionen Franken betrug.

Rechenbeispiel

Roche GS (Zahlen in Mio. Fr.)

	ROG
1 Gesamtrendite Roche GS 2005	53,2%
2 Marktrendite SPI 2005	35,6%
3 Beta-Faktor Roche GS per 1. 1. 2005	0.82
4 Überschussrendite Roche GS (1-2 \times 3)	24,1%
5 Investiertes Kapital per 1. 1. 2005 (total)	91 965
6 Bruttowertschaffung (4\times5)	22 151,62
7 Dividenden-/Kapitalkorrektur (Dividende/Kapitalveränderung \times Überschussrendite \times Zeitfaktor)	281,85
8 Nettowertschaffung (6-7)	21 869,77
9 Kapitalherabsetzung	0,00
10 Kapitalerhöhung	0,00
11 Nettowertschaffung II	21 869,77

Roche I (Zahlen in Mio. Fr.)

	RO
1 Rendite Roche I 2005	48,1%
2 Marktrendite SPI 2005	35,6%
3 Beta-Faktor Roche I per 1. 1. 2005	0.85
4 Überschussrendite Roche I (1-2 \times 3)	17,9%
5 Investiertes Kapital per 1. 1. 2005 (total)	24 000
6 Bruttowertschaffung (4\times5)	4 302,24
7 Dividenden-/Kapitalkorrektur (Dividende/Kapitalveränderung \times Überschussrendite \times Zeitfaktor)	47,78
8 Nettowertschaffung (6-7)	4 254,46
9 Kapitalherabsetzung	0,00
10 Kapitalerhöhung	0,00
11 Nettowertschaffung II	4 254,46

Roche (Zahlen in Mio. Fr.)

	ROG+RO
12 Nettowertschaffung (Roche GS + Roche I)	26 124,23

Quelle: OLZ & Partner