

# FINANZTITEL: EINE BESONDERE SPEZIE?

C. Bieri, Dr. P. Gügi, U. Kunz

Mit einem Anteil von knapp einem Viertel an der weltweiten Marktkapitalisierung ist der Finanzsektor mit Abstand die grösste Branche. Die Bewertung von Banken und Versicherungen unterscheidet sich aber wesentlich von derjenigen von Industrieunternehmen.

## Schweizer Finanzsektor ist im Quervergleich tief bewertet

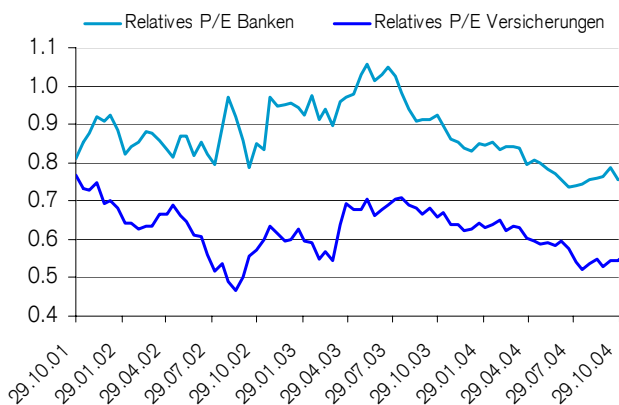
Die aktuellen P/E der Schweizer Finanzsektoren sind auf sehr tiefem Niveau. Banken kosten im Mittel 10.4 mal den erwarteten Gewinn der nächsten 12 Monate. Bei Versicherungen beträgt die Kennzahl sogar nur 7.6. Diese günstige Bewertung widerspiegelt sich ebenso im Vergleich zur Gesamtmarktbewertung. Banken werden heute im P/E mit einem Abschlag von durchschnittlich minus 25% und Versicherungen mit minus 45% zum Gesamtmarkt gehandelt.

Die Zurückhaltung der Investoren manifestiert sich auch in den heutigen Risikoprämien. Für die Definition der Risikoprämie wird auf das separate Kästchen verwiesen. Die gegenwärtigen Werte liegen für die Banken bei 7.1% und bei den Versicherungen bei 10.7%.

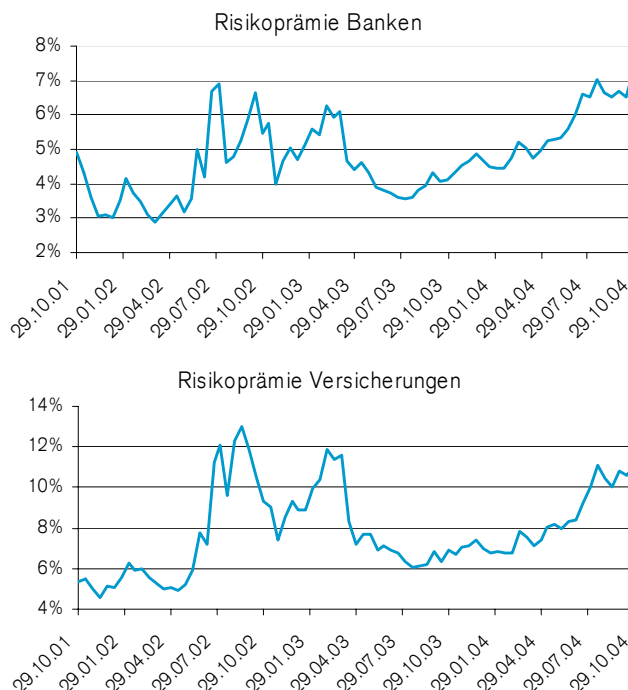
Das sind die höchsten Risikoprämien aller Branchen und deutlich mehr als die 4.8% des Gesamtmarktes.

## Im historischen Vergleich auf oder nahe den Tiefstständen

Wie untenstehende Grafik aufzeigt, liegt das relative P/E der Banken auf Dreijahrestiefstständen. Die Versicherungen waren auf dieser Basis nur im August und September 2002 günstiger.



Auch die aktuellen Risikoprämien liegen klar über dem Dreijahresdurchschnitt von 4.8% (Banken) und 7.9% (Versicherungen).



Die **Risikoprämie** misst die Differenz zwischen der Rendite von Aktien und derjenigen einer risikolosen Anlage wie bspw. 10-jähriger Bundesobligationen. Für die Schätzung der Risikoprämie werden drei Ansätze verwendet, nämlich die historischen Differenzen, theoretische Modelle und der vorausschauende Ansatz, welcher die Gewinnrendite mit dem risikolosen Zinssatz vergleicht. Aktuell liegt die Risikoprämie für den Schweizer Aktienmarkt nach dem dritten Ansatz bei 4.8% ( $1/13.8 - 2.43\%$ ).

## Bewertung von Finanztiteln mit Unsicherheit behaftet

Die Bewertung von Finanztitel ist in der Regel mit mehr Unsicherheit behaftet, als jene von Industrietitel. Die Inputfaktoren die in das Bewertungsmodell - in der Regel ein Discounted Cash Flow (DCF) Modell - einfließen, hängen noch stärker von der subjektiven Beurteilung des Bewerter und von dessen Vertrauen ins

Management ab, als dies bei Industrietitel der Fall ist.

Mit der **Discounted Cash Flow** Methode wird versucht den Wert einer Firma zu bestimmen. Dieser resultiert, indem die in der Zukunft verfügbaren Einzahlungsüberschüsse (Free Cash Flows) mit einem unternehmensspezifischen, risikogerechten Kapitalkostensatz in einen Gegenwartswert überführt werden. Dabei gilt, dass der Wert einer Firma umso höher ist je grösser die Free Cash Flows und je kleiner der Kapitalkostensatz ausfallen.

Für den Einsatz eines DCF-Modells müssen die erwarteten Geldströme sowie die risikogerechten Kapitalkostensätze geschätzt werden.

### Schätzung der Kapitalkosten

Nun ist es in der Regel so, dass die Kapitalkosten umso höher sind, je stärker die Geldflüsse vom Verhalten des Aktienmarktes abhängig sind. Im Unterschied zu einem Industrieunternehmen kann diese Abhängigkeit bei einer Bank in hohem Masse gegeben sein. Eine hohe Abhängigkeit zur Entwicklung der Aktienmärkte haben beispielsweise Geschäfte wie der Aktienhandel, das Brokerage, aber auch die Vermögensverwaltung. Indirekt betroffen davon sind auch die Geschäfte mit festverzinslichen Papieren, da die Zinsentwicklung einen Einfluss auf den Aktienmarkt ausübt. Die geringste Abhängigkeit zum Aktienmarkt weist das Zinsdifferenzgeschäft auf.

Auch Versicherungsunternehmen unterliegen in der Regel einem erhöhten Aktienmarktrisiko. Bis die eingenommenen Versicherungsprämien als Schadenzahlungen wieder ausbezahlt werden, werden sie als Kapitalanlagen unter anderem auch in Aktien investiert. Dieser Umstand hat einen Einfluss auf die Kapitalkosten von Versicherungsunternehmen. Je höher der Aktienanteil, desto höher die Kapitalkosten.

Während bei Versicherungsunternehmen die Abhängigkeit von den Aktienmärkten noch relativ gut abschätzbar ist, ist dies bei Banken sehr schwer zu beziffern, da die jeweilige Positionierung für Aussenstehende nicht ersichtlich ist. Der Bewerter ist gezwungen auf Hilfsgrössen wie zum Beispiel den Value at Risk (VaR) auszuweichen. Diese Kennzahl bringt aber nicht das

alleinige Aktienmarktrisiko zum Ausdruck, sondern ist eine Zusammenfassung von sämtlichen Marktrisiken, wie Aktien-, Zins- und Währungsrisiken. Zudem wird diese Grösse von Bank zu Bank unterschiedlich berechnet.

### Ermittlung der Cash Flows

Neben der Schwierigkeit bei der Ermittlung der Kapitalkosten sind auch bei der Schätzung der künftigen Geldströme einige Aufgaben zu lösen. So weiss der Aussenstehende beispielsweise nicht, wie die Bank aktuell in ihrem Handelsgeschäft positioniert ist. Umso mehr als dies im Handelsgeschäft von Tag zu Tag ändern kann. Zudem muss der Bewerter, wenn er die Geldströme von Finanztitel prognostizieren will, gleichzeitig auch Prognosen zu den Märkten tätigen, was die Aufgabe nicht eben erleichtert. Im Kreditgeschäft sind die Kreditausfallkosten zu schätzen. Deren Entwicklung kann von Bank zu Bank verschieden verlaufen. Schätzungen basieren daher zu einem Grossteil auf dem bisherigen Leistungsausweis der Bank sowie dem Vertrauen ins Management.

Im Versicherungsgeschäft sind die Geldströme noch schwieriger zu prognostizieren. Neben den vom Finanzmarkt abhängigen Anlageerträgen ist insbesondere die Schadenentwicklung von zentraler Bedeutung. Schäden gehören zum Versicherungsgeschäft. Bei jedem Abschluss eines Versicherungsvertrags muss die Versicherungsgesellschaft drei verschiedene Annahmen treffen. Nämlich eine Annahme über die Wahrscheinlichkeit und das Ausmass eines Schadens, eine Annahme über die Dauer bis zur Schadenzahlung sowie eine Annahme über die während dieser Zeit erzielten Anlageerträge. All diese Annahmen sind vom Versicherungsunternehmen in regelmässigen Abständen auf ihre Richtigkeit zu überprüfen. Eine Änderung in der Einschätzung der benötigten Reserven kann den Aktienkurs stark beeinflussen, wie der Einbruch der Aktien von Convergium diesen Sommer illustriert hat.

### Übertriebene Marktreaktion?

Wir glauben, dass im Falle von Finanztitel einerseits die relativ schwer einzuschätzenden Geldströme sowie die Interdependenz von Geldströmen und Kapitalkosten dazu führen, dass der Markt gerne übertrieben auf neue Situationen reagiert. So kommt es immer wieder vor, dass

der Markt auf einem Auge blind ist und nur die eine Seite der Medaille sieht. Dies trifft sicher auf das Ende der 90er Jahre zu, wo der Markt nur die steigenden Geldströme der Versicherungen und Banken zu sehen schien, nicht aber das damit verbundene Risiko. Es trifft unserer Ansicht nach aber auch auf die heutige Situation zu. Bei den Schweizer Grossbanken sind die Ertragsquellen heute viel besser diversifiziert, als noch vor wenigen Jahren. Der Markt scheint aber diesen Umstand nicht mit tieferen Kapitalkosten belohnen zu wollen. Die Versicherungen haben über die letzten Jahre ihren Aktienanteil massiv reduziert und die Prämien deutlich erhöht. Trotzdem verhält sich der Markt abwartend.

Je mehr die Marktteilnehmer auf Sicherheit setzen, desto höher ist die vom Markt geforderte Risikoprämie und desto höher sind die für die wahrgenommene Unsicherheit verursachten Preisabschläge. Wann und ob sich die aktuell geforderten Risikoprämien zurückbilden wird wohl noch für einige Monate eine wichtige Frage bleiben.