



Systematische In- vestments in Corpo- rate Excellence

Management Summary
des im Herbst 2006 im NZZ-
Verlag unter diesem Titel
erschienen Buches von

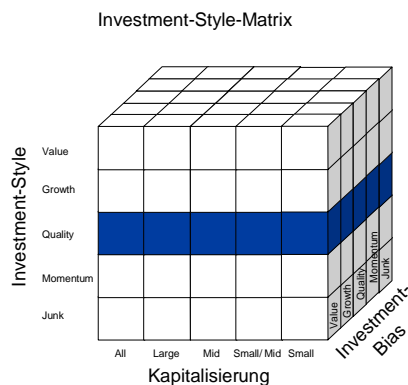
Dr. Philipp Weckherlin und
Markus P. Hepp

In der Betriebswirtschaftslehre ist es keine neue Erkenntnis, dass Unternehmen nach Wettbewerbsvorteil und Marktchancen segmentiert werden. Dass es also Qualitätsfirmen gibt, ist eine alte Weisheit. Die Transposition dieses Gedankengutes in die Finanzwirtschaft und dessen systematische Umsetzung in Asset-Management-Lösungen ist nichts als folgerichtig. Damit setzen sich die Autoren dieses Buches im Detail auseinander.

Corporate Excellence im täglichen Management steht hinter dem nachhaltigen Erfolg der besten Unternehmen der Welt und deren Wertschaffung für Kunden, Mitarbeiter und Aktionäre. Es ist an der Zeit, die Erfüllung der Corporate-Excellence-Anforderungen systematisch und fokussiert zur Grundlage von Anlageentscheidungen zu machen.

Dr. Daniel Stelter, Geschäftsführer The Boston Consulting Group, Leiter der weltweiten BCG Corporate Finance und Strategy Practise

Attraktiv bewertete Qualitätsunternehmen können für Anleger an der Börse einen Mehrwert erzielen. Man muss solche Unternehmen jedoch finden. Dazu braucht es im Wesentlichen drei Voraussetzungen: ein zielführendes, nachvollziehbares Kriterienset, ein systematisches Vorgehen sowie finanz- und betriebswirtschaftliche Berufserfahrung.



Indexieren oder „Aktiv“

Dem Aktieninvestor bieten sich grundsätzlich zwei Anlagemöglichkeiten: Entweder setzt er auf den Gesamtmarkt (Index) oder auf eine Auswahl von Titeln. Beide Strategien verlangen Entscheide; entweder muss eine Index- oder eine Titelwahl getroffen werden. Im Vergleich zu Indexinvestments ist die Selektion von Titeln allerdings anspruchsvoller. Diese Komplexität kann reduziert werden, indem man systematisch vorgeht und den Fokus auf ein spezifisches Segment des Aktienuniversums (siehe Abb. Investment-Style-Matrix) legt.

Systematische aktive Aktien-Investments sind eine ernsthafte Alternative zu passiven, indextierten Aktienanlagen. Der systematische Corporate-Excellence-Anlagestil ist eine attraktive und wichtige Ergänzung des Sorti-

ments an Style-Investments. Die Autoren sind im Bereiche von Corporate Excellence Investments zweifelsohne Pioniere.

Dr. Wolfram Gerdes, Chief Investment Officer und Geschäftsführer, COMINVEST GmbH, die Investmentmanager der Commerzbank AG Frankfurt (Sommer 2006)

Ein systematisches Vorgehen erlaubt es, Transparenz zu schaffen und aktive Investmententscheide nachvollziehbar zu gestalten, was sonst nur bei passiven Produkten möglich ist. Damit werden systematisch aktive Investmentstile zu einer ernsthaften Alternative auch zu passiven Indexinvestments.

Systematisch und Bottom-up

Der Selektionsprozess kann grundsätzlich auf zwei verschiedene Arten erfolgen. Entweder man kommt von „oben“ (top-down) und arbeitet sich in einem iterativen Prozess bis auf Stufe Einzelunternehmen vor oder man beginnt „unten“ (bottom-up) und wählt Unternehmen nach konkreten, vorab definierten Kriterien aus. Der Qualitätsansatz muss vom Einzelunternehmen ausgehen. Im Gegensatz zum Top-Down-Vorgehen, das primär auf volkswirtschaftliche Informationen, Branchenspezifika und börsentechnische Aspekte abstellt, stehen beim Bottom-up-Vorgehen konkrete, vorab definierte Kriterien auf Unternehmensstufe im Zentrum. Werden sie systematisch ausgewertet, gewinnt man wesentliche Erkenntnisse über den Charakter der Titelselektion in unterschiedlichen Marktphasen.

Systematisch, bottom-up vorgehenden Aktien-Investmentmanagern wird die Zukunft im Investmentgeschäft gehören. Corporate Excellence dürfte unter anderem neben Value, Growth oder Momentum einer der Core Investment Styles werden.

Stefan Jäggi, Fondsmanager und Investmentadvisor, vorm. Chief Investment Officer Hyposwiss und St. Galler Kantonalbank Gruppe

Corporate Excellence im Börsenkontext

Quality-Unternehmen verfügen über solide Finanzkennzahlen (Bilanz, Erfolgsrechnung, Cash-flows), ein attraktives Geschäftsmodell, eine starke Marktposition und eine glaubwürdige Führung. Obwohl Qualität bekanntlich ihren Preis hat, ist noch lange nicht jeder Preis gerechtfertigt. Die Bewertung eines Unternehmens an der Börse ist deshalb fast ebenso wichtig wie dessen Qualitätsbeurteilung. Die disziplinierte Bottom-up-Vollsegmentierung eines klar umrissenen Investmentuniversums ergibt deshalb folgendes Bild:

CE Quality-Valuation-Matrix

	Non-Excellence Corporations	Excellence Corporations
Attraktive Bewertung	Non-Excellence Corporations mit attraktiver Bewertung	Excellence Corporations mit attraktiver Bewertung
Hohe Bewertung	Non-Excellence Corporations mit hoher Bewertung	Excellence Corporations mit hoher Bewertung

© CE Services

Gewiss ist Corporate Excellence der Schlüssel zum nachhaltigen Erfolg gut geführter Unternehmen. Hier hören die Selbstverständlichkeiten aber auch schon auf und die Untiefen der Definition beginnen. Diese zu analysieren und diszipliniert zu strukturieren ist das Verdienst der innovativen Autoren, denen es über den akademischen Diskurs hinaus gelingt, ein ganzheitliches Verständnis von Corporate Excellence in einen Alpha generierenden Investmentansatz zu transferieren.

*Dr. Friedrich Schmitz
Commerzbank AG, Head of international Asset Management*

Best-in-Class oder Best-Overall

Quality-Investoren sollten sich auf die gesamthaft besten Firmen konzentrieren, und zwar unabhängig von der Branchenaufteilung eines Index. Beim Best-in-Class-Ansatz wird die Qualität der Branche zu wenig hinterfragt und dem Umstand nicht genügend Rechnung getragen, dass Branchen einem Strukturwandel unterliegen. Nicht jede Branche ist gleichermaßen in der Lage, Qualitätsfirmen zu generieren. Im Extremfall kann der Beste einer angeschlagenen Branche vielleicht gerade mal so gut sein wie der Schlechteste einer gut laufenden Branche. Was nützt es also dem Investor, den Branchenprimus im Portefeuille zu wissen, wenn die ganze Branche krank ist? Die besten Firmen werden deshalb zweifellos mit dem Best-Overall-Ansatz identifiziert.

Das Bestechende an der Anlagestrategie nach Kriterien der Corporate Excellence ist die umfassende Sichtweise, die bei der Auswahl des Investment-Portfolios angewandt wird. Neben der rein betriebswirtschaftlichen Analyse werden ebenso qualitative Elemente zur Beurteilung der geplanten Investitionen herangezogen. Kein Wunder, dass die so ausgewählten Portfolios den Benchmark jeweils übertreffen.

Walter Saladin, Geschäftsführer der Personalvorsorgestiftung der Mepha AG und CFO der Mepha Gruppe

Geschäftsmodell als Entscheidungskriterium

Geschäftsmodelle geben Auskunft darüber, mit welcher Strategie ein Unternehmen welche Märkte mit welchem Sortiment (Value Proposition) bedient. Ein qualitativ hochwertiges Geschäftsmodell zeichnet sich durch Berechenbarkeit und Zuverlässigkeit aus und ist in der Lage, operativ einen Mehrwert zu

erzielen. Es ist deshalb bei der Suche nach Qualitätsfirmen ein wichtiges Entscheidungskriterium.

Auch im Managementalltag trennt unternehmerische Exzellenz die Spreu vom Weizen. Es ist folglich nur konsequent, sich auch im Anlagebereich systematisch auf günstig bewertete, herausragende unternehmerische Qualität zu fokussieren. Das Thema von systematischen Corporate Excellence Investments überzeugt deshalb als attraktive Anlagestrategie mit den bisher erzielten, überzeugenden Resultaten für unterschiedliche Börsenplätze.

Dr. Pierin Vincenz, Vorsitzender der Geschäftsleitung der Raiffeisen Gruppe, St. Gallen

Zur Beurteilung und Plausibilisierung eines Geschäftsmodells eignen sich insbesondere zwei Methoden: Corporate Alpha und Lebenszyklus. Die Analysen zur Ermittlung von *Corporate Alpha* konzentrieren sich auf die Bottom Line und damit auf die Schaffung von Mehrwert eines Geschäftsmodells. Dank historischer Vergleiche mit Gesamt- und Teilmärkten gewinnt man aussagekräftige Informationen über dessen Charakter. Ob ein Unternehmen auch in Zukunft Corporate Alpha generieren wird, lässt sich unter anderem an der Phase des *Lebenszyklus* ablesen, in welchem sich das Unternehmen befindet. Durchlaufen Qualitätsunternehmen eine fortgeschrittene Lebenszyklusphase, ist es angezeigt, die *Brancheneffizienz* zu Rate zu ziehen, zum Beispiel anhand der Prüfung des Ressourceneinsatzes von Kapital und Arbeit. Auch das fundamentale *Sektor-Momentum* (Gewinnwachstum, Profitabilität sowie Wachstumserwartungen) und die dahinter stehenden Werttreiber können eine zusätzliche Informationsquelle sein, um externe Einflussfaktoren auf die Qualität des Geschäftsmodells besser einzuordnen. Das Sektor-Momentum kann positive wie auch negative Zyklen verlängern oder verkürzen. Auch *volkswirtschaftliche Strukturverschiebungen* eröffnen für das Geschäftsmodell beachtliche Chancen, die Phasen eines Lebenszyklus mit der Fähigkeit, Mehrwert zu schaffen, massgeblich zu verlängern.

Mehrwert wird generiert durch erfrischende Denkansätze und eine anschließende systematische Umsetzungsdisziplin. Die Autoren wenden diese Erkenntnis auf Aktieninvestments an. Konkret heisst das: selektioniere konsequent Unternehmen durch eine Kombination der beiden Filter "Management Excellence" und "finanzielles Bewertungsniveau". Das Resultat: ein klarer Fokus als Wurzel für den Anlageerfolg.

Dr. Ulrich v. Bassewitz, CFO Affichage Holding und Allgemeine Plakatgesellschaft, Genf

Management und Finanzkennzahlen als Entscheidungskriterien

Auch wenn sie schwer zu messen und - von (allerdings unterschiedlichen) Corporate-Governance-Regeln abgesehen - keine Benchmark verfügbar ist, kommt man nicht um die Qualitätsprü-

fung der *Unternehmensführung* herum. Gute Erfahrungen konnten in der Praxis erzielt werden, indem auf die Teamstabilität, den Führungsrhythmus sowie als Kombination davon die Führungsintensität abgestellt wird. So gewinnt man Informationen darüber, ob das Management die Voraussetzungen geschaffen hat, um das Unternehmen auch in schwierigen Zeiten erfolgreich zu führen. Zu prüfen ist auch, ob sich die Unternehmensführung bei Interessenkonflikten wirklich auf die Seite der Aktionäre schlägt. Dazu ist es notwendig, die Eigentümerinteressen auf einer realistischen Basis zu ermitteln und die Strategie darauf auszurichten.

Die Entwicklung von Unternehmen wird massgeblich auch von qualitativen Kriterien, so beispielsweise der Corporate Governance, getrieben - es ist daher nur folgerichtig, diese in das Anlagekalkül zu integrieren. Dabei sollte man sich allerdings nicht auf das "Gespür" verlassen. Systematik und Nachvollziehbarkeit des Beurteilungsprozesses sind gerade hier von besonderer Bedeutung.

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Technische Universität München

Um den Zustand, die Leistung und letztlich die Qualität eines Unternehmens zu beurteilen, eignet sich nur das *Zusammenwirken der wichtigen Finanzkennzahlen*; das Abstützen auf isolierte Finanzinformationen kann zu Fehlschlüssen führen. Wichtig ist, dass die gesamte Mechanik der Zahlen stimmt, wie sie in einem systematischen Financial Conditions Check mit mehr als zwei Dutzend Kennzahlen zum Ausdruck kommt. Ein solches „Big Picture“ ist überdies erfahrungsgemäss viel weniger interpretationsbedürftig, angreif- und manipulierbar als konkrete Einzelzahlen. Ergänzt man den Financial Conditions Check mit einer Analyse der Ertragsqualität und des betriebswirtschaftlichen Momentums, kann man sich ein zuverlässiges Bild über den aktuellen finanziellen Zustand des Unternehmens machen. Darüber hinaus ist die Allokation von Investitionen zu untersuchen, denn am Grundsatz, dass nur Wert generiert, wer seine Kapitalkosten verdient, kommt auch ein Qualitätsunternehmen nicht vorbei.

Transparenz, Nachvollziehbarkeit und Schlüssigkeit der Investitionsentscheide sind entscheidende Merkmale für einen sorgfältigen Umgang mit treuhänderisch anvertrauten Geldern durch Vorsorgeeinrichtungen. Das im Corporate-Excellence-Investitionskonzept beschriebene systematische Verfahren mit definiertem Kriterienset und dokumentierbarem Nutzenachweis verleiht daher diesem Ansatz eine auch unter dem Aspekt der Pensionskassen-Governance immer wichtigere Qualität: Controlling-Tauglichkeit.

*Dr. Benjamin Brandenberger
Chairman - Complementa Investment-Controlling AG*

Prüfen der Aktienbewertung

Die Diskontierung der erwarteten Cashflows (DCF) ist zwar eine etablierte Methode zur Bewertung einer Aktie, bedarf aber verschiedener Ergänzungen. Der Preis einer Aktie kann ins Verhältnis zu verschiedenen Leistungskennzahlen des Unterneh-

mens gesetzt werden und ein Bild vermitteln, ob eine Aktie als eher teuer oder billig einzuschätzen ist. Aktienpreise sind aber nicht nur eine Funktion des firmenspezifischen Leistungsausweises, sondern auch eine des Gesamtpreisgefüges am Aktienmarkt und damit anderer Asset-Klassen. So können etwa Branchen- oder Börsenplatzbetrachtungen Informationen liefern, ob ein spezifisches Aktiensegment schon ausgereizt ist oder ob ein Kurssteigerungspotenzial vorhanden ist. Dasselbe lässt sich von Preisklassen sagen, weil sie unterschiedliche Performance- und Risikoprofile aufweisen.

Das Anlageuniversum nur nach günstigen Aktien zu analysieren, ist ebenso unvollständig wie Returns ohne Berücksichtigung der eingegangenen Risiken miteinander zu vergleichen. Aus diesem Grund macht systematisches Investieren in Corporate Excellence tatsächlich Sinn. Dieses Buch ist ein ausgezeichneter Beitrag dazu.

*Gustav Inglin, Managing Director, Head Discretionary Mandates
Classic & Funds, Credit Suisse*

Operative Prozesse

Ein aktiver Investmentansatz bringt sowohl in der Analyse wie auch in der Umsetzung grundsätzlich einen organisatorischen Mehraufwand mit sich. Auf der anderen Seite reduziert die Systematik von fokussierten Style Investments auch den Aufwand, weil viele Analyseschritte nur noch auf jene Firmen appliziert werden müssen, die einem primären Kriterienset entsprechen. Um die Kosten zu senken, bietet sich auch Offshoring an, das in vielerlei Beziehung den Horizont erweitert. Von Bedeutung ist, dass Analyseprozesse, Entscheidungsgrundlagen und historische Datengrundlagen systematisch festgehalten werden. Nur eine lückenlose Dokumentation gewährleistet die Nachvollziehbarkeit von Titelauswahl, bzw. von Kauf-, Halte- oder Verkaufsgründen.

Unternehmen, welche "excellent" sind, schaffen betriebswirtschaftlich einen Mehrwert. Die bisherigen Ergebnisse eines Aktieninvestment-Stils mit einem konsequenten Fokus auf qualitativ hochwertige und gleichzeitig auch attraktiv bewertete Unternehmen zeigen, dass diese auch dem Investor mittelfristig einen klaren Mehrwert bringen. Die Autoren überzeugen dadurch, dass sie ein klares konzeptionelles Vorgehen aufzeigen, das auch in die Praxis umgesetzt werden kann.

*Alfred Christen, Geschäftsführer Anlagestiftung Winterthur,
Winterthur (Sommer 2006)*

Performance und Performance-Charakteristik von Excellence-Portfolios

Die Ergebnisse zeigen in aller Deutlichkeit, dass in allen untersuchten Märkten (Schweiz, Europa, USA und Japan) ein Qualitätssegment besteht und dass attraktiv bewertete Qualitätsfirmen langfristig vom Markt belohnt werden und die Referenzindices schlagen können. Etwas differenzierter fällt die Beurteilung aus, wenn man die unterschiedlichen Marktphasen analysiert. In

Bull-Phasen konnten teure Qualitätstitel die Excellence-Portfolios zum Teil so deutlich schlagen, dass diese sogar zeitweise unter den Index zu liegen kamen (z.B. 2005 in der Schweiz). Hingegen konnte das Excellence-Portfolio in stark fallenden Märkten eine deutliche Outperformance generieren, dies ganz im Gegensatz zu den teuren Qualitätstiteln. In normalen Marktphasen gelang es dem Excellence-Portfolio in aller Regel, den Index (zum Teil mit Ausnahme Japans) zu schlagen.

Die zur Bestimmung der Charakteristik eines Investmentstils üblichen Kennzahlen zeigen, dass sich das Extrarisiko, das durch ein systematisches Management der Excellence-Portfolios in der Vergangenheit eingegangen wurde, gelohnt hat. Die Performance, die durch die aktive Investmentstrategie erzielt wurde, ist grösser als das zusätzlich eingegangene Risiko.

Nachdem jeder Investor etwa bei Bond- oder Immobilien-Investments systematisch Qualitätsunterschiede wahrnimmt und auch entsprechend einkauft, ist es überfällig, auch bei Aktien-Investments die qualitativen Unterschiede zwischen Unternehmen systematisch herauszuarbeiten. Dazu bietet dieses Buch eine konzeptionell gut durchdachte und in der Praxis bewährte praktische Hilfestellung.

Franz Attenhofer; Gründungspräsident VSV - Verband Schweizer Vermögensverwalter, Zürich

Qualität setzt sich durch, so lautet ein altes Sprichwort. Deshalb muss bei einer Unternehmensbewertung neben finanzwirtschaftlichen Kennzahlen auch die sog. Corporate Excellence, als "weicher" Faktor, eine gewichtige Rolle spielen. Neben den fachlichen, sozialen und methodischen Kompetenzen der Mitarbeiter eines Unternehmens, fällt hierunter auch das "Best Practise"-Denken im operativen, prozessualen Bereich. Die Produkte runden schließlich diesen Dreiklang - Menschen, Prozesse, Portfolio - mit ihrem profitablen Wachstum ab. Corporate Excellence und Finanzkennzahlen bedingen sich aus diesem Grund gegenseitig und müssen daher gleichberechtigt in die Analyse einbezogen werden. Ist dies der Fall, sollte dem Erfolg eines Investments nichts mehr im Wege stehen – und möglicherweise deshalb gehören die Autoren ja auch zu den besonders erfolgreichen Asset Managern.

Dr. Karl Kauermann, vorm. Vorstandsvorsitzender Berliner Volksbank sowie Helaba, Landesbank Hessen Thüringen, Frankfurt