

# CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation Corporate Excellence Insights enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

## MARKT UPDATE: ALLMÄHLICHE WIEDERERÖFFNUNG DER VOLKSWIRTSCHAFTEN

Nach einem verhaltenen Start haben die Impfraten in Europa angezogen, wodurch sich viele Volkswirtschaften allmählich wieder öffnen konnten. Trotz erhöhter wirtschaftlicher Aktivität und starker Wirtschaftsdaten im letzten Monat zeigten sich die Märkte nach einem bereits starken Jahresbeginn jedoch eher gedämpft.

### +47%

#### US-AMERIKANISCHE UNTERNEHMENSGEWINNE FÜR DAS Q1

Die Unternehmen des S&P 500 meldeten ein Gewinnwachstum von 47% im Jahresvergleich gegenüber den Konsenserwartungen von 20% Wachstum im ersten Quartal. Trotz der starken Gewinnentwicklung stieg der S&P 500 im Mai nur um 0,7 %, da Tech-Aktien unter Druck gerieten.

### 56.9

#### PMI DER EUROZONE STEIGT AN UND BESTÄTIGT EINEN STARKEN TREND

Der zusammengesetzte PMI der Eurozone sprang im Mai auf 56,9 und lag damit deutlich über dem Wert von 54,9 im Juli (???) Mai? letzten Jahres - dem Höhepunkt nach der ersten Welle der Pandemie.

### \$57 Mrd.

#### ORSTED: GEPLANTE INVESTITIONEN IN ERNEUERBARE ENERGIEN BIS 2027

Orsted, der weltweit grösste Entwickler von Offshore-Windparks, wird seine Investitionen erhöhen, um seine Kapazität in den nächsten zehn Jahren mehr als zu vervierfachen und der weltweit führende Anbieter von grüner Energie zu werden.

## MONTHLY TOPIC: KURZER BLICK AUF VERGANGENE FEHLER

Jeder Investor rutscht hin und wieder aus und wir alle haben schon Entscheidungen getroffen, die weit vom Optimum entfernt waren. Fehler auf dem Weg zu machen ist natürlich, aber zu verstehen, was falsch gelaufen ist, um ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu vermeiden, ist ein wichtiger Bestandteil der Lernkurve. Eine systematische Revision der Fehler ist ein entscheidender Teil des Investitionsprozesses. Es fördert das kritische Denken, verbessert das Modell/System und schärft die analytischen Fähigkeiten. Deshalb gehen wir von Zeit zu Zeit unsere vergangenen Entscheidungen durch, um zu sehen, ob wir etwas daraus lernen und zur Verbesserung unserer zukünftigen Performance nutzen können.

Es gibt Geschäftsmodelle - wie z.B. solche, die ganz oder teilweise von staatlichen Regulierungen abhängig sind - bei denen unabhängig davon, wie viel Qualität ein Unternehmen aufweist, der Einsatz aus Sicht des Risikomanagements einfach zu hoch sein könnte.

Ein weiterer schwieriger Punkt sind Unternehmen, die einen Transformations- oder Restrukturierungsprozess durchlaufen, da jede grössere Neuerung zu einem neuen Geschäftsmodell führt, das sich erst noch bewähren muss.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



# "ES GIBT KEINE FEHLER ODER MISSERFOLGE, NUR LEKTIONEN." DENIS WAITLEY

## Durch Entbehrungen zu den Sternen

Wäre es nicht erstaunlich, wenn alle Entscheidungen, die wir im Leben treffen, ein perfektes Ergebnis bringen würden? Wenn wir uns für einen perfekten Job bewerben und ihn bekommen würden, den perfekten Menschen fürs Leben heiraten würden, ein perfektes Haus kaufen würden ... wenn alles, wofür wir uns entscheiden, zum bestmöglichen Ergebnis führen würde? Es wäre eine wunderbare Welt - ausser dass sie nicht der Wirklichkeit entspricht. In Ermangelung einer Herausforderung würden sich viele einfach zu Tode langweilen. (Un-)Glücklicherweise ist das nicht der Fall und unsere Reise, vom Anfang bis zum Ende, ist ein ständiger Prozess des Lernens und des Bestrebens, voranzukommen. Fehler auf dem Weg zu machen ist natürlich, aber zu verstehen, was schief gelaufen ist, um ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu vermeiden, ist ein wesentlicher Bestandteil der Lernkurve. Und dies könnte nicht zutreffender sein als in Bezug auf Investitionsentscheidungen. Jeder Investor rutscht hin und wieder aus, und wir alle haben schon Entscheidungen getroffen, die weit vom Optimum entfernt waren. Deshalb haben wir es uns zur Gewohnheit gemacht, ab und zu unglückliche Entscheidungen aus der Vergangenheit durchzugehen, um zu sehen, ob wir aus den Fehlern der Vergangenheit etwas lernen können, das uns bei unserer zukünftigen Performance helfen könnte.

## Regierungsbeteiligung als Schwachstelle

Es gibt Branchen, in denen das externe Umfeld so beschaffen ist, dass unabhängig davon, wie viel Qualität ein Unternehmen selbst aufweist, einfach zu viele Unbekannte vorhanden sind, um das Risiko richtig einzuschätzen. Ein anschauliches Beispiel dafür sind Unternehmen, die - ganz oder teilweise - in ihrer Geschäftstätigkeit von staatlichen Vorschriften abhängig sind. Diese können sich jederzeit ändern und lang anhaltende negative Auswirkungen auf die entsprechenden Unternehmen haben, wie z.B. plötzlich erhöhte Betriebskosten oder sogar Verlust der Wettbewerbsfähigkeit.

Das anschaulichste Beispiel ist hier der Schweizer Flughafenbetreiber Flughafen Zürich, der die Hälfte seiner Einnahmen aus dem staatlich regulierten Flughafenbetrieb bezog. Es muss darauf hingewiesen werden, dass wir normalerweise solche Fälle vermeiden, aber weil der Flughafen eine sehr klare Strategie zur Diversifizierung weg von regulierten Aktivitäten hatte und seine Versprechen gut einlöste - durch den Bau eines massiven konventionellen Zentrums namens Circle, das 2021 voll in Betrieb genommen wurde - war unsere Überzeugung in den Investment Case stark. Wir hielten es mehrere Jahre lang und die Performance war sehr gut. Aber im November 2018 behauptete das Bundesamt für Zivilluftfahrt unter dem Druck der EU-Fluggesellschaften, dass der Flughafen mehr verdient, als er darf, und daher mehr Gewinne mit dem Bund durch erhöhte Ordnungsgebühren teilen sollte. Innerhalb einer Woche verlor die Aktie 18% ihres Wertes, obwohl ein Grossteil dieser Behauptungen unbegründet war und es fast sicher war, dass das Entscheidungsgremium dem Flughafen gegenüber dem Bundesrat wahrscheinlich den Rücken stärken würde. Wir verkauften sie dennoch, um kein Risiko einzugehen (und mit Gewinn), was sich als solide Entscheidung herausstellte, da sich die Aktie nie wirklich von dem Rückgang im November erholte, da die Pandemie andere Pläne für sie hatte.

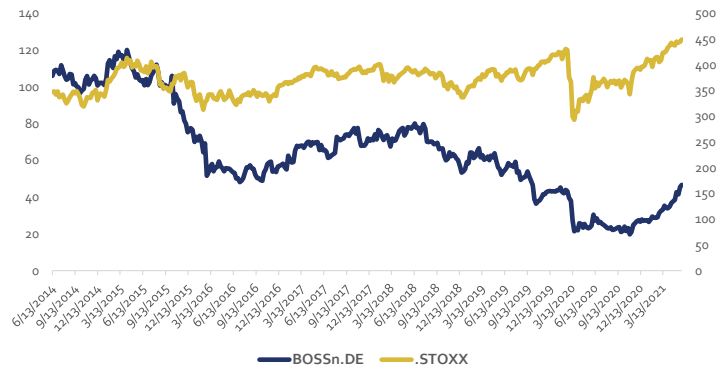
## Wandel ist nicht immer gut

Ein weiterer schwieriger Punkt sind Unternehmen, die einen Transformations- oder Restrukturierungsprozess durchlaufen, vor allem, wenn dieser tief in den Kern geht - wie bei Hugo Boss. In den Jahren nach der globalen Finanzkrise folgte der deutsche Modekonzern, der weltweit für seine Herrenanzüge bekannt ist, anderen Branchenakteuren bei ihren Expansionsversuchen, als die Nachfrage auf dem Endmarkt schnell anstieg. Es hat sich auch ehrgeizig entschieden, die höherwertigen Luxusmarken herauszufordern und eine Menge Ressourcen aufzuwenden, um das rückläufige Damenbekleidungsgeschäft zu entwickeln. Die Abkehr von der Kernmarke, die viel zu schnell geschah, und die anschließende Aufspaltung in verschiedene Kategorien haben die Identität des Unternehmens beschädigt und die Verbraucher verwirrt.

Es machte das Unternehmen verwundbar und exponiert, als die High-End-Mode-Märkte hart auf die Wachstumsbremse stiegen, wobei die Jahre 2015 und 2016 zu den härtesten in der Unternehmensgeschichte gehörten. Sie wurden geprägt von Gewinnwarnungen, dem Rücktritt des CEO und einem starken Ausverkauf der Aktien. Obwohl Hugo Boss unter dem neuen Management seine Ambitionen überprüfte und sich wieder auf den Kern konzentrierte, ist der Aktienkurs heute nur noch ein Bruchteil dessen, was er Anfang 2015 war (110 EUR pro Aktie gegenüber nur 44 EUR Ende Mai 2021).

Hätten wir rechtzeitig erkannt, dass das Unternehmen mehr vorgenommen hat als es bewältigen kann, hätten wir es früher und mit Gewinn verkaufen können. Eine weitere Sache, die man hätte erkennen müssen, ist, dass jede grössere Transformation zu einem neuen Geschäftsmodell führt, das sich erst noch bewähren muss und die gesamte bisherige Erfolgsbilanz, auf die man sich bei der Investitionsentscheidung verlassen hat, ein Stück weit obsolet macht.

Abb. 1: Aktienkurs von Hugo Boss und Stoxx 600 Kurs von Juni 2014 bis Mai 2021, EUR



Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

## Es wird noch schlimmer werden, bevor es besser wird

Es wird oft angenommen, dass das "Aussetzen und Warten auf einen Rebound" nach einem Ausverkauf ein klassischer Anfängerfehler ist, aber die Wahrheit ist, dass selbst ein erfahrener Investor in diese Mentalität verfallen kann - in unserem Fall sogar noch mehr, wenn die Fundamentaldaten des Unternehmens noch solide aussehen. Aber das ist eher die seltene Ausnahme als die Regel, und man muss die ersten Anzeichen von Schwierigkeiten ernst nehmen, denn sie könnten nur die Spitze des Eisbergs sein.

Genau das war bei der europäischen Billigfluggesellschaft Ryanair der Fall, als sie im September 2017 mit einem ziemlich demütigenden Problem des Ressourcen-Fehlmanagements konfrontiert wurde, das zu Fehlern bei der Dienstplanung der Piloten und der Streichung von über 50 Flügen pro Tag über einen Zeitraum von sechs Wochen führte. Unter anderen Fluggesellschaften war Ryanair immer stolz auf seinen billigen und zuverlässigen Service und eine bemerkenswerte Fähigkeit, jede Art von Publicity zu seinen Gunsten zu wenden, sei sie gut oder schlecht. Aber dieses Mal nicht. Jeder Aspekt der Situation wurde schlecht gemanagt - vom Versäumnis, die Passagiere rechtzeitig über die Flugannullierung zu informieren, bis hin zur direkten Konfrontation mit den Piloten, die von der Arbeit freigestellt waren, als CEO O'Leary versuchte, sie zu zwingen, ihren Urlaub zu verschieben.

Während das Management die Stornierungen als einmalige Panne erklärte, glaubten die Piloten, dass es ein tieferes Problem der allgemeinen Unzufriedenheit mit dem Vergütungssystem des Unternehmens gab. Obwohl sich der Aktienkurs des Unternehmens nach dem Rückgang im September wieder erholte, waren die internen Spannungen innerhalb von Ryanair sehr beunruhigend, da dies nie ein gutes Zeichen ist und ein Qualitätsunternehmen in seinem Kern - dem Personal - stark sein muss. Steigende Treibstoffkosten und daraus resultierende höhere Flugpreise, wenn auch mit einer zeitlichen Verzögerung, waren ein weiterer Bereich, der uns Sorgen bereitete. Daher verkauften wir die Aktie im Juni 2018, um den Gewinn zu realisieren und hatten damit Recht, denn nur zwei Monate später streikten die Ryanair-Piloten und schickten die Aktie in den freien Fall.

## Überarbeiten. Reflektieren. Lernen.

Es ist nie leicht, zuzugeben, dass eine getätigte Handlung oder ein abgegebenes Urteil ganz oder teilweise fehlerhaft war. Aber wenn man es nicht sehen, zugeben und etwas Nützliches daraus lernen will, kann der Teufelskreis einfach weitergehen. Eine systematische Revision der Fehler ist ein wesentlicher Teil des Investitionsprozesses. Es lässt einen die Dinge anders sehen, fördert das kritische Denken, verbessert das Modell/System und schärft die analytischen Fähigkeiten. Es macht einen zu einem besseren Investor - für Sie selbst und Ihre Kunden.