



Systematische Investments in Corporate Excellence

Von Philipp Weckherlin, Markus P. Hepp
Verlag Neue Zürcher Zeitung © 2006, 219 Seiten

Fokus

Führung & Management
Strategie
Marketing & Verkauf
▶ **Finanzen**
Personalwesen
IT, Produktion & Logistik
Karriere
KMU
Wirtschaft & Politik
Branchen
Interkulturelles Mgt.
Verwandte Themen

Take-Aways

- Aktienmanager müssen sich regelmäßig entscheiden, nach welchen Kriterien sie ihr Portfolio zusammenstellen wollen. Grundsätzlich können sie sich aktiv oder passiv verhalten.
- Ein aktiver Investmentstil ist der der Corporate Excellence. Seine Vertreter nehmen nur überdurchschnittlich gute Unternehmen ins Portfolio auf.
- Die Kernfrage dabei lautet: Mit welchen Kriterien lässt sich die Qualität von Unternehmen systematisch bewerten?
- Jeder Asset-Manager muss seinen eigenen Kriterienkatalog entwickeln.
- Dabei sollte er einen Best-overall-Fokus wählen, der es ihm erlaubt, aus allen exzellent gewerteten Unternehmen weltweit auszuwählen.
- Um ein Unternehmen zu bewerten, müssen Sie Qualität und Dynamik seines Geschäftsmodells analysieren und beurteilen.
- Das Verhalten und die Qualität des Managements gilt es ebenso zu untersuchen.
- Auch Finanzkennzahlen und die Bewertung der Aktie am Markt gehören zu den Bewertungsaufgaben.
- Alle Aspekte müssen unbedingt im Marktkontext beurteilt und dürfen nicht als Einzelwerte betrachtet werden.
- Ein Excellence-Portfolio kann sowohl in Phasen fallender Märkte als auch in normalen Phasen eine Performance über der des Index erzielen.

Rating (bester Wert: 10)

Gesamt-Rating	Umsetzbarkeit	Innovationsgrad	Stil
8	8	7	8

Relevanz

Das lernen Sie

Nach der Lektüre dieses Abstracts wissen Sie: 1) wie Sie mit dem Corporate-Excellence-Ansatz nur in die Aktien der besten Unternehmen investieren, 2) mit welchen Kriterien und Bewertungsmethoden Sie die besten herausfinden und 3) welche Performance dieser Investmentstil bringt.

Empfehlung

Systematisch nur in die weltweit besten Unternehmen investieren: Das ist – in Kurzform – der Corporate-Excellence-Ansatz, der in diesem Buch vorgestellt wird. Der aktien- und börsenkundige Leser erfährt hier, wie er einen ausgefeilten und analytisch stringenten Kriterienkatalog entwickeln kann, um sein Portfolio zusammenzustellen bzw. Anlageentscheidungen zu treffen. Mittels eines Bottom-up-Verfahrens kann er die Qualität eines Unternehmens analysieren sowie bewerten und schließlich entscheiden, ob die entsprechende Aktie seinen Kriterien standhält oder nicht. Betriebswirtschaftliche Kenntnisse und Know-how der Finanzwelt sind für das Verständnis dieses hochinteressanten Titels äußerst hilfreich. *getAbstract* meint: Ein Buch, das bei allen Investoren, Portfolio- und Asset-Managern sowie der Unternehmensleitung börsennotierter Unternehmen hoch im Kurs stehen sollte.

Abstract

Die Kunst des aktiven Investierens

Wie lassen sich Aktien bzw. Aktienportfolios systematisch und mit nachvollziehbaren, zuverlässigen Kriterien bewerten? Wie lässt sich die Qualität eines börsennotierten Unternehmens beurteilen? Ein Ansatz, der sich systematisch, fundiert und detailliert mit den verschiedensten Aspekten von Qualität auseinandersetzt, ist der der Corporate Excellence bzw. Corporate Quality. Mit seiner Hilfe ist es möglich, ein Portfolio nur mit den besten Wertpapieren zu bestücken.

Aktienmanager müssen sich grundsätzlich entscheiden, ob sie passiv in einen bzw. mehrere Aktienindizes investieren oder ob sie sich aktiv um die Auswahl einzelner Titel bemühen. Doch auch wer sich für die passive Investition in Indizes entscheidet, muss letztlich diese wieder einzeln gegeneinander bewerten. Ein professioneller und verantwortungsbewusster Asset-Manager kommt also um ein zuverlässiges Set an Kriterien nicht herum. Sowohl die Aktien eines Unternehmens besitzen eine bestimmte Qualität als auch das Unternehmen selbst, sein Geschäftsmodell, sein Management und seine Finanzkennzahlen. Beide Arten von Qualität muss ein guter Investor eigenständig bewerten können.

Der so genannte Top-down-Ansatz (von oben nach unten) der Betrachtung einer Aktie berücksichtigt volkswirtschaftliche Gegebenheiten und Branchenbesonderheiten; er kann brauchbare Zusatzinformationen zur Bewertung liefern, weil über ihn das große Ganze im Blick bleibt. Vor allem aber müssen die Aktien von unten nach oben (bottom-up) betrachtet werden. Der Bottom-up-Ansatz hat den Vorteil, dass sich mit ihm jedes Unternehmen und seine Aktie gesondert nach vorher festgelegten Kriterien analysieren lässt und diese Ergebnisse als Basis für die Investmententscheidung dienen. Mögliche

„Die Aktienmärkte bieten dem Anleger letztlich eine Art Baukasten mit weit mehr Kombinationsmöglichkeiten, als etwa das Periodensystem der chemischen Elemente bietet.“

„Ein systematisch aktiv betriebenes Aktienmanagement ist für alle Beteiligten ein Gewinn, weil es Transparenz schafft sowie Transaktionen und Portfolios nachvollziehbar macht.“

„Mit einem exklusiven Kriterienset kann sichergestellt werden, dass nur die wirklich besten Firmen einen Platz im Portfolio eines qualitätsbewussten Investors finden.“

„Excellence ist nichts Dauerhaftes und nur die wenigsten Unternehmen schaffen es, über lange Zeit – das heißt mehr als zehn Jahre – das höchste Niveau zu halten.“

„Aus zwei fusionierten Non-Quality-Unternehmen wird in der Regel ebenso wenig eine Qualitätsfirma wie aus zwei Kranken ein Gesunder wird.“

„Der professionelle Umgang mit vertraulichen Daten im Zusammenhang mit Aktionärsinteressen spricht für die Qualität des Managements.“

Kriterien sind: Finanzkennzahlen, Wachstum, Wachstumserwartung, Dividenden, internationale Ausrichtung, Unternehmensgröße, Besitzverhältnisse etc.

Wie sich Qualität bewerten lässt

Zur Bewertung von Firmen existiert ein weithin bekanntes Modell der Boston Consulting Group, das Unternehmen in vier Gruppen einteilt: Cash Cows, Stars, Dogs und Question Marks. Je nach Marktwachstum und Wettbewerbsvorteilen gehört ein Unternehmen in die eine oder andere Kategorie. Bewertet wird nach betriebswirtschaftlichen Kriterien, z. B. Erträge, Kapitalkosten, Cashflow, Lebenszyklus, Investitionen, Dividende etc. Der Investmentstil der Corporate Excellence erachtet primär solche Unternehmen als portfoliowürdig, die in puncto Qualität den Cash Cows und Stars zuzuordnen sind; dies sind die Excellence-Unternehmen. Non-Excellence-Unternehmen sind dementsprechend die Dogs und Question Marks des BCG-Modells.

Kriterienkataloge

Einen fertigen, quasi als Bausatz erhältlichen Kriterienkatalog gibt es für Investments nicht. Der gute Asset-Manager wird seinen Katalog selbst entwickeln und ihn konstant beobachten bzw. den geänderten Gegebenheiten anpassen. Bei der Zusammenstellung des benötigten Datenmaterials kann er sich auf Research-Häuser, Aktienkurse, Finanz- und Wirtschaftsinformationsservices wie Bloomberg, Reuters oder Google Finance, statistische Ämter, Studien, Geschäftsberichte, aber auch auf Ratings (Moody's oder Standard & Poor's) stützen. Die Analyse muss er aber in jedem Falle nach eigenen, nachvollziehbaren Kriterien und mit logischen Argumenten selbst erbringen. Seine Daten müssen relevant, verfügbar und vor allem vergleichbar sein.

Die wichtigsten Kriterienfelder für die Unternehmensbewertung sind: Markt und Positionierung, das Geschäftsmodell, das Management, die Finanzkraft des Unternehmens und das Kurspotenzial. Diese Aspekte gilt es systematisch zu bewerten, um zu einem aussagekräftigen Gesamtbild des Unternehmens und damit zu einer Entscheidungsgrundlage zu kommen. Dabei wird der Investor in einem ersten Schritt die Hard Facts wie Bilanz, Cashflow, Erfolgsrechnung, Liquidität, Volatilität und Ertragserwartungen prüfen. In Schritt zwei wird er die Soft Facts näher betrachten und dabei das Managementteam, die Unternehmensorganisation, das Marktumfeld und die Qualität des Geschäftsmodells bewerten. Die meisten Unternehmen halten sich nur zwei bis drei Jahre auf dem Excellence-Qualitätslevel. Daher ist es für den Anlagemanager so wichtig, die Qualität seiner Investments konstant zu überprüfen und dabei auch Performance- und Risikoanalysen durchzuführen.

Branchenbeste oder weltbeste Unternehmen?

Unternehmen werden heute noch immer häufig im Rahmen ihrer Branche verglichen und bewertet. Man spricht auch vom so genannten Best-in-Class-Vorgehen. Studien haben jedoch gezeigt, dass nicht jede Branche gleichviel Wert generiert. Es gibt Branchen, die einfach schlechter abschneiden als andere und deren Shareholder-Return demzufolge wesentlich geringer ausfällt.

Für einen Asset-Manager, der entscheiden muss, welche Excellence-Unternehmen er in sein Portfolio aufnehmen will, ist der Branchenfokus des Best-in-Class-Ansatzes daher zu kurz gesprungen. Er wäre besser beraten, auf bestimmte, schwächelnde Branchen zu verzichten und den Best-overall-Ansatz zu wählen. Bei diesem sind die Bewertungskriterien unabhängig von der Branchenzugehörigkeit für alle betrachteten Unternehmen

„Analyse und Erfahrung lehren, dass der große Zusammenhang (das ‚Big Picture‘) weit weniger interpretationsbedürftig, angreifbar und manipulierbar ist als konkrete Einzelzahlen.“

„Quality-Unternehmen haben in allen Märkten die klar besseren durchschnittlichen Wachstumserwartungen als Non-Excellence-Unternehmen.“

„Zur Ermittlung der Qualität ist eine fundierte betriebswirtschaftliche Analyse unabdingbar.“

dieselben Unternehmen, die zwar innerhalb ihrer Branche exzellent sind, bei denen aber eben diese Branche insgesamt nicht empfehlenswert für die Platzierung eines Investment ist, werden so aussortiert.

Das Geschäftsmodell

Investoren dürfen sich nicht von Markennamen verführen lassen, sondern müssen das dem Unternehmen zugrunde liegende Geschäftsmodell prüfen. Es gibt an, mit welcher Strategie ein Unternehmen welche Märkte mit welchem Sortiment bedient. Um die Leistungsfähigkeit des Geschäftsmodells zu beurteilen, hilft das so genannte Corporate-Alpha-Konzept, das bereits im Investmentgeschäft gebräuchlich ist. Mit seiner Hilfe lässt sich ermitteln, welchen Mehrwert das Unternehmen generiert.

Auch die Position eines Unternehmens im Rahmen des Lebenszyklusmodells bietet wertvolle Hinweise auf seine aktuelle Qualität und die jeweilige Fähigkeit, Mehrwert zu schaffen. Das Lebenszyklusmodell unterscheidet sechs Phasen. In den Phasen zwei, drei und vier wird Mehrwert sowie Cash generiert. Ab Phase fünf wird Cash verzehrt, und das Geschäftsmodell ist in der Regel renovierungsbedürftig. Für den Asset-Manager sind Unternehmen der Phasen zwei bis vier diejenigen, in die sich eine Investition ggf. rentiert.

Geschäftsmodelle sind nicht statisch, sondern müssen sich wandeln. Manchmal werden sie durch äußere Einflüsse auch dazu gezwungen. Ein solcher möglicher Einfluss ist der derzeitige Strukturwandel vieler Staaten von einer Industrienation zu einem Dienstleistungsland. Ganze Branchen gehen ein, wie das Beispiel der schweizerischen Textilindustrie zeigt. Eine Analyse des Einsatzes von Kapital und Arbeit kann dem Investor helfen, gesunde und ungesunde Entwicklungen eines Unternehmens zu erkennen.

Besonderheiten für die Bewertung

Auch der Standortfaktor ist bei der Qualitätsbeurteilung von Unternehmen zu berücksichtigen: Interessanterweise gelingt es der Wirtschaft in Ländern wie den USA, China, Indien und Brasilien besser als in anderen Ländern, überdurchschnittlich viele Qualitätsunternehmen hervorzubringen.

Kommt es zu einer Fusion, muss ein Asset-Manager bewerten, welchen Mehrwert das neue Unternehmen zu generieren im Stande sein wird. Dabei gilt: Zwei vor der Fusion exzellente Unternehmen werden das voraussichtlich auch nach der Fusion sein. Aus zwei schwächelnden Unternehmen ist in der Geschichte jedoch kaum je ein starkes hervorgegangen.

Das Management

Die Qualität des Managements zu beurteilen ist wichtig, aber auch schwierig. Ein Blick auf die Fluktuationsrate in der Unternehmensbelegschaft hilft: 8–10 % pro Jahr sind normal. Zu häufige Wechsel im Unternehmen und speziell im Managementteam sind ein schlechtes Zeichen. Wird eine Firma straff geführt, so gibt es meist einen schnellen Führungsrhythmus (Häufigkeit von Verwaltungsrats- und Konzernleitungsmeetings, Reportings etc.), der auf fließende Kommunikation und funktionierende Prozesse hinweist.

Das Management ist auch verantwortlich für den Kontakt zu den Aktionären. Achten Sie auf die Aussagekraft des Geschäftsberichts, der Kommunikation mit der Finanzwelt und der Investor Relations.

„An der Börse wird gleiche Qualität sehr unterschiedlich bewertet; darin liegt eine Chance für einen diszipliniert vorgehenden Quality-Investor.“

„Zahlen sind bestenfalls Orientierungshilfen und damit eine größtmögliche Annäherung an die Wirklichkeit und nicht die Wirklichkeit selber.“

„Jeder systematische Investmentstil weist in fundamentalen wie auch bewertungsseitigen Aspekten einen typischen Charakter auf.“

Die Finanzkennzahlen

Hier geht es für den Investor vor allem darum, Zusammenhänge zu entdecken und sich nicht auf isolierte Zahlenwerte zu fixieren. Beurteilen Sie Bilanz, Erfolgsrechnung und Cashflow und setzen Sie dabei u. a. die Kapitalintensität, den Free Cashflow und die Verschuldung in Relation zu den Erträgen. Der Finanzcheck wird ungeachtet der Branchenzugehörigkeit erstellt. Erst in einem nächsten Schritt werden Marktanalysen zum Vergleich herangezogen.

Außerdem sollten Sie das Investitionsverhalten und die Quelle der Erträge genauer betrachten. Hier gilt: Je mehr Erträge das Unternehmen mit seinem Kerngeschäft generiert, desto gesünder ist es.

Die Aktienbewertung

Der Vorteil der Aktienbewertung liegt darin, dass Preistransparenz herrscht, denn die Aktienkurse sind ja weltweit bekannt. Die Schwierigkeit: Man muss herausfinden, ob der Preis einer Aktie gerechtfertigt, zu hoch oder zu tief angesetzt ist. Das kann eine Methode allein nicht sinnvoll leisten. Der Discounted Cashflow (DCF) ist sinnvoll, wenn Sie die ermittelten Werte um die Betrachtung des Umsatzes, des Substanz- bzw. Buchwertes oder des erwarteten Ertrags ergänzen.

Die Bildung von Preisklassen hilft ebenfalls, den Preis einer Aktie zu analysieren. Je nach Zugehörigkeit zu einer Preisklasse variiert in der Regel die Performance einer Aktie. Wichtig ist, in diesem Analyseschritt sowohl die Einzelpreise der Aktien als auch das Gefüge am Aktienmarkt zu verstehen und systematisch „Underperformer“ zu erkennen sowie zu meiden.

Die Performance

Die Anwendung eines bestimmten Investmentstils kann nicht vor Schwankungen in der Performance des Portfolios schützen. Ein Asset-Manager sollte aber wissen, wie sich die Entscheidung für einen bestimmten Anlagestil auf die Performance seines Portfolios in unterschiedlichen Marktphasen auswirkt.

Ein Excellence-Portfolio ist in der Lage, in Phasen fallender wie normaler Märkte eine Performance zu erzielen, die über der eines gewählten Referenzindex liegt. Das setzt voraus, dass a) langfristig gedacht und gehandelt wird und b) absolut systematisch und strukturiert nach gleichbleibenden Kriterienkatalogen dieses Investmentstils vorgegangen wird. Bauchentscheidungen sind tabu.

Über die Autoren

Dr. Philipp Weckherlin war in leitender Stellung beim Schweizerischen Bankverein, bei der Boston Consulting Group und bei Roland Berger & Partner tätig. Seit 2001 ist er Partner und Inhaber der Unternehmen CE Asset Management und CE Services und zeichnet für Corporate-Excellence-Analysen verantwortlich. Markus P. Hepp hatte eine führende Position bei der Credit Suisse inne. Heute ist auch er Partner und Inhaber der CE-Unternehmen.