



CEAMS Markt Protokoll

Januar 2015

CEAMS · CE Asset Management

Quality im Detail: Über die Relevanz der Ausbildung und des beruflichen Werdegangs eines CEO's (Teil 1)

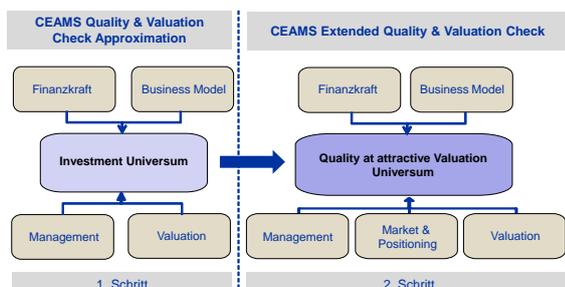
Einleitung

In den letzten 13 Jahren hat sich CEAMS international mit verschiedenen Aspekten der Unternehmensqualität auseinandergesetzt (vgl. www.ceams.ch) und die Erkenntnisse, soweit operationell realisierbar, in ihren Asset-Management-Lösungen umgesetzt. Mit der vorliegenden Version des Competitive Edge Perspective per Ende Januar 2015 wird untersucht, wie ein von der Natur der Sache her eher subjektives Kriterium, das Management einer Firma, möglichst objektiv untersucht werden kann.

Ganzheitliche Betrachtung ist wichtig

Neben einem soliden finanziellen Gerüst, das zweifelsohne die Basis für eine hohe Unternehmensqualität bildet, spielen auch weitere – eher „weichere“ – Kriterien eine entscheidende Rolle für den Unternehmenserfolg. Kriterien, welche klassischen Betriebswirtschaftskategorien zugeordnet werden können, wie z.B. Geschäftsmodell, Management, Marktumfeld und Positionierung. Was für Finanzkennzahlen gilt, nämlich eine möglichst objektive Entscheidungsgrundlage zu bilden, muss zwingend auch für diese, eher subjektiven Kriterien, gelten. CEAMS verfolgt seit ihrer Gründung vor 13 Jahren konsequent einen umfassenden, betriebswirtschaftlich abgestützten Qualitätsansatz. Die Qualitätskriterien sind genau definiert und gelten für jede Firma im gleichen Masse (dasselbe trifft auch auf die Bewertungskriterien zu). Der Investmentprozess, wie er in Abbildung 1 schematisch dargestellt ist, selektiert in einem ersten Schritt die quantitativ gut erfassbaren Kriterien und erzeugt die erste Vorselektion (1. Schritt: CEAMS Quality & Valuation Check Approximation). In einem zweiten Schritt (2. Schritt: CEAMS Extended Quality & Valuation Check), werden dann die Firmen detailliert anhand breit gefächerten Qualitäts- und Bewertungskriterien analysiert. Auch hier sind alle angewendeten Kriterien klar definiert

Abb. 1: CEAMS Investmentprozess



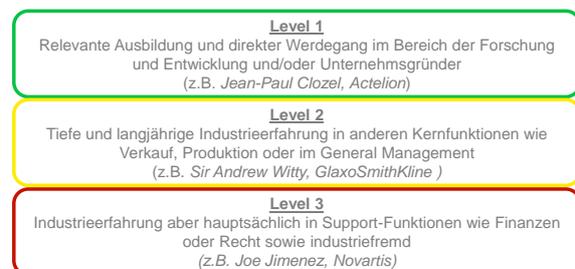
Quelle: CEAMS

Auch das Management ist systematisch zu untersuchen

Bei der Beurteilung der Qualität eines Unternehmens darf das Management auf keinen Fall fehlen. Nur so können die Chancen und Risiken einer Firma, und somit auch der entsprechende Investment Case, detailliert abgeklärt werden. Die Beurteilung des Managements bietet jedoch einige Tücken. Insbesondere wenn eine möglichst systematische und objektive Beurteilung vorgenommen wird, die auch innerhalb eines Markets oder sogar auf internationaler Ebene vergleichbar sein soll (Best-Overall-Ansatz – siehe auch www.ceams.ch). Ein Aspekt, um die Qualität des Managements zu beurteilen, ist der schulische und berufliche Hintergrund des Vorsitzenden der Geschäftsleitung (Chief Executive Officer (CEO)). Hierbei kann nach der Ausbildung des CEO's (höhere Ausbildung, Ausbildung im spezifischen Fachgebiet etc.) und vor allem nach dem beruflichen Werdegang (Linienfunktion im Kernbereich z.B. Produktentwicklung, Marketing, Operations, Legal, Finance oder Personalmanagement) unterschieden werden. Um eine Kategorisierung vorzunehmen, hat CEAMS drei Levels mit verschiedenen Ausprägungen gebildet (vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Verschiedene CEO Levels auf Grund der Ausbildung und dem Werdegang

3 CEO Levels



Quellen: CEAMS, Ashridge Strategic Management Centre

Bei der Einteilung wird ein besonderes Gewicht auf die Qualifikation des CEO's, die Innovationsprozesse im Unternehmen persönlich zu leiten gelegt, da in vielen Industrien der langfristige Unternehmenserfolg eng mit der Innovationskraft zusammenhängt. In Level 1 werden folglich auch CEO's eingeteilt, deren beruflicher Werdegang sie zur Leitung der Innovationsprozesse gut qualifiziert. Das sind, zum Beispiel in einem Pharmaunternehmen, CEO's, die einen persönlichen Werdegang in der pharmazeutischen Forschung und Entwicklung haben. Die akademische Ausbildung spielt eine Rolle insofern, dass diese oft

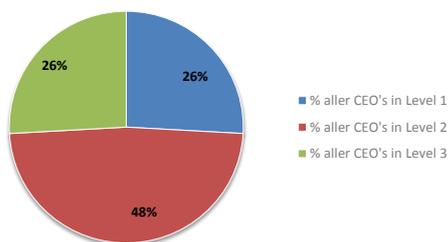
CEAMS · CE Asset Management

notwendig ist, um in den für die Innovation kritischen Funktionen zu arbeiten. Zu Level 1 werden ebenfalls Unternehmensgründer gezählt, da diese durch die erfolgreiche Gründung des Unternehmens ihre Innovationsfähigkeit bewiesen haben. Level 2 CEO's haben langjährige Arbeitserfahrungen in anderen Kernfunktionen im entsprechenden Sektor, z.B. im Verkauf oder der Produktion, oder langjährige Erfahrung schon vor der Beförderung zum CEO im General Management sammeln können. Level 2 CEO's vermissen aber die direkte persönliche Arbeitserfahrung in den für die Innovation kritischen Funktionen. Level 3 CEO's haben ihren beruflichen Werdegang in Supportbereichen wie zum Beispiel Finanzen oder Recht bestritten oder sind von ausserhalb der Industrie eingestellt worden.

Grosse Unterschiede zwischen den Branchen

Anhand des obigen Schemas lassen sich die CEO's in verschiedene Kategorien oder eben Levels einteilen. CEAMS hat bereits im Jahre 2011 eine Analyse zu diesem Thema präsentiert (www.ceams.ch). Das Datensample wurde nun erweitert und per Ende 2014 aktualisiert. Insgesamt wurden seit 1995 über 300 CEO's von gut 100 Unternehmen auf globaler Basis untersucht, welche in den Bereichen Pharma, Hi-Tech und Mode (Fashion Retail) Unternehmen führen. Die Analyse wurde auf diese drei Sektoren fokussiert, da die Produktinnovation in diesen Sektoren eine besonders wichtige Rolle für den langfristigen Unternehmenserfolg spielt. Das Ergebnis zeigt beträchtliche Unterschiede zwischen den Firmen in den verschiedenen Sektoren. So können im Pharma Sektor gerade einmal 26% aller CEO's in die Kategorie Level 1 eingeteilt werden. 48% sind aus Level 2 und 26% sind Level 3 CEO's (vgl. Abbildung 3).

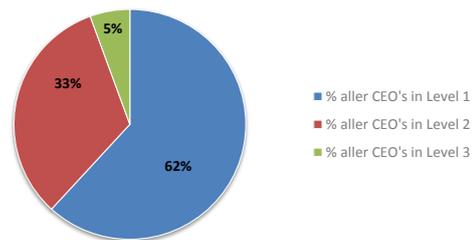
Abb. 3: CEO nach Levels im Pharma Sektor (1995-2014)



Quelle: CEAMS

Wird die gleiche Analyse für den Hi-Tech Sektor erstellt, zeigt sich, dass über 60% aller CEO's im Sample der Kategorie Level 1 zugeordnet werden können. Danach folgt mit 33% die Kategorie 2. Nur eine Minorität von 5% der CEO's fällt unter die Kategorie 3 (vgl. Abbildung 4).

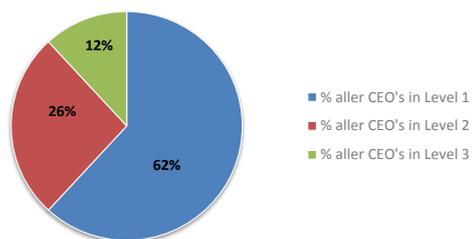
Abb. 4: CEO nach Levels im Hi-Tech Sektor (1995-2014)



Quelle: CEAMS

Der dritte Sektor dieser Analyse, die Mode-Branche oder in neudeutsch „Fashion Retail“ weist bezüglich ihrer Chef's einen ähnlichen Charakter auf, wie der Hi-Tech Sektor. Ebenfalls gut 62% aller CEO's gehören in Level 1. Danach folgt die Kategorie der Level 2 CEO's mit 26%. Ebenfalls das kleinste Segment bilden die Level 3 CEO's mit einem Anteil von 12%. Dieser Wert ist im Gegensatz zur Hi-Tech Branche deutlich höher (vgl. Abbildung 5).

Abb. 5: CEO nach Levels im Fashion Retail Sektor (1995-2014)



Quelle: CEAMS

Da der CEO einen massgeblichen Einfluss auf alle wesentlichen Entscheide eines Unternehmens hat, ist es besorgniserregend, dass so viele CEO's ihren Werdegang ausserhalb der für die Innovationskraft des Unternehmens wichtigen Funktionen haben. Interessanterweise brillierte die Hi-Tech Industrie in den letzten Dekaden mit vielen Produktneugkeiten, wohingegen die Pharma Industrie, die Industrie mit den meisten Level 2 und Level 3 CEO's (und somit mit einem Werdegang ausserhalb der Produktneuentwicklung), grosse Schwierigkeiten bei der Produktneuentwicklung erlitten hat. Die Pharma Firmen haben zwar in den letzten paar Jahren mehr neue Pharma-produkte auf den Markt bringen können, in der Dekade zuvor sind aber die Pharma Forschungs- und Entwicklungskosten (F&E-Kosten) kräftig gestiegen, während die Anzahl der für den Verkauf neu zugelassenen Produkte zurückgegangen ist. Laut einigen Schätzungen sind in diesen Jahren die F&E-Kosten für die erfolgreiche Zulassung von einem neuen Pharmaprodukt um ein Sechsfaches gestiegen.

CEAMS · CE Asset Management

Innovation ist nicht der einzige Faktor, der die Wertsteigerung eines Unternehmens für die Aktionäre bestimmt. Über einen kurzen und sogar einen mittelfristigen Zeitraum mögen zum Beispiel die Kostenkontrolle oder die erfolgreiche Integration von akquirierten Firmen wichtiger sein. Auf längere Frist ist aber für alle Unternehmen, besonders für Unternehmen in den drei untersuchten Sektoren, Innovation sehr wichtig.

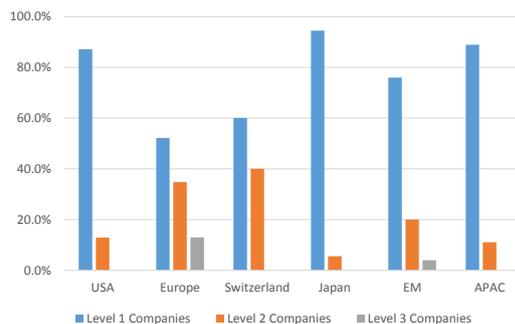
Ein Unternehmen ohne einen Level 1 CEO bedarf einer besonders stringenten Überprüfung auf die Innovationskraft hin. Wenn der CEO kein persönlicher Garant für erfolgreiche Produktneuentwicklungen sein kann, wie wird dann sichergestellt, dass die Innovationsprozesse funktionieren und wer kann die wichtigsten Innovationsentscheidungen fällen bzw. auch überprüfen? Es gibt verschiedene Ansätze. Sir Andrew Witty zum Beispiel, CEO von GlaxoSmithKline (GSK), bestritt seinen Werdegang im Verkauf und Marketing, nicht in der Pharma F&E. Die F&E bei GSK ist aber so organisiert, dass sie auch ohne eine traditionelle hierarchische Kontrolle durch den CEO funktionieren sollte. Ein wesentlicher Teil der GSK Produktneuentwicklung wird an kleine, unabhängige unternehmerische Firmen extern vergeben, für dessen Produktneuentwicklung GSK die Vermarktungsrechte erworben hat. Die GSK interne F&E wird durch Performance Units wahrgenommen, deren Budgets durch Investment Komitees kontrolliert werden, in denen nicht nur GSK Mitarbeiter sondern auch externe Manager sitzen. Joe Jimenez, CEO von Novartis, war zuvor bei der Konsumgüterfirma Heinz tätig, besass also keinen Pharma Hintergrund. Ihm steht aber der Verwaltungsratspräsident Jörg Reinhardt zur Seite, der seinen Werdegang in der Pharma F&E durchlaufen hat. Es ist einfacher, die Innovationskraft eines Unternehmens sicherzustellen, wenn, wie im Fall von Jean-Paul Clozel bei Actelion, der CEO, aufgrund seines Werdegangs persönlich in der Lage ist, die wesentlichen Innovationsentscheidungen zu kontrollieren. Wie oben beschrieben, können auch organisatorische Massnahmen ergriffen werden, welche eine valable Lösung für das „Innovationsproblem“ von Firmen sein können¹.

Quality Firmen werden hauptsächlich von Level 1 CEO geführt

In diesem Zusammenhang ist natürlich interessant zu erfahren, wie diese Verteilung bei Quality Firmen aussieht. Dafür wurden alle CEO's von Firmen, in welche CEAMS in den regionalen Portfolios investiert

ist, in die drei verschiedenen Levels eingeteilt. Abbildung 6 zeigt, dass in allen Regionen die meisten Firmen von Level 1 CEO's geführt werden. In Japan, in den USA und in Asien sind es sogar über 80% aller Quality Firmen, die von CEO's mit Level 1 geführt werden. In den Emerging Markets können gut drei Viertel aller CEO's im Quality Portfolio in die Kategorie „Level 1“ eingeteilt werden. In der Schweiz und in Europa sind es immerhin über 50% (Europa 52% und Schweiz 60%).

Abb. 6: CEO nach Levels in den regionalen CEAMS Quality Portfolio per 31.12.2014



Quelle: CEAMS

Fazit: Auch das Management kann objektiv beurteilt werden, wobei es signifikante Unterschiede zwischen den Sektoren gibt.

Um die Qualität eines Unternehmens zu beurteilen, ist ein ganzheitlicher Ansatz nötig, der sich auf möglichst viele signifikante Kriterien abstützt. Ein Kriterium ist die Ausbildungs- und der berufliche Hintergrund des CEO, welche systematisch analysiert werden können. Dabei stellt sich heraus, dass nicht in allen Sektoren die gleiche „CEO-Ausprägung“ vorhanden ist. Wo die Innovationskraft für ein Unternehmen besonders wichtig ist und der CEO keinen relevanten Werdegang hat, um persönlich als Garant für einen erfolgreichen Produktneuentwicklungsprozess dazustehen, braucht es besondere organisatorische Massnahmen, um die Innovationskraft des Unternehmens zu sichern. Darauf achtet CEAMS bei ihren Investitionsentscheidungen.

Eine vertiefte Analyse der Performancerelevanz der CEO Klassifizierung wird in der nächsten Competitive Edge Perspective Ausgabe offeriert.

Autoren: Diego Föllmi, Felix Barber, Dr. Julia Bistrova

¹ Für eine interessante Diskussion der verschiedenen organisatorischen Massnahmen, die ergriffen werden können, um die Innovationskraft zu sichern, empfehlen wir das Buch „Collaboration

Strategy: How to Get What You Want from Employees, Suppliers and Business Partners“, Felix Barber und Michael Goold, 2014, Bloomsbury Publishing.

CEAMS Marktprotokoll per Ende Januar 2015

Performance der Size-Indizes

SMID-Caps in positiven Märkten besser

Die SMID-Caps starteten klar besser ins neue Jahr, in den Regionen Europa, Japan und Emerging Markets, also in den Regionen, die den ersten Monat im Plus abschlossen. Dagegen lagen die Large-Caps in der Schweiz und in den USA vor den SMID Caps (beide Märkte schlossen den Januar 2015 mit klaren Verlusten ab).

Kapitalisierungs-Indizes: Haben Large- oder Small- & Mid-Caps die bessere Performance erzielt und wo?

	Monatsperformance für Januar 2015	YTD - Performance	Jahresperformance		
			2014	2013	2012
CH					
Large Cap	-6.7%	-6.7%	10%	20%	15%
Small/Mid Cap	-7.0%	-7.0%	9%	24%	11%
US					
Large Cap	-3.1%	-3.1%	11%	30%	13%
Small/Mid Cap	-3.3%	-3.3%	4%	37%	15%
EU					
Large Cap	3.6%	3.6%	1%	17%	11%
Small/Mid Cap	4.3%	4.3%	4%	27%	18%
JP					
Large Cap	1.3%	1.3%	7%	57%	23%
Small/Mid Cap	1.7%	1.7%	13%	51%	14%
EM					
Large Cap	1.3%	1.3%	5%	3%	16%
Small/Mid Cap	1.9%	1.9%	5%	5%	20%
Welt					
Large Cap	-0.6%	-0.6%	8%	26%	13%
Small/Mid Cap	-0.7%	-0.7%	5%	33%	16%

Grüne Schrift = Beste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment

Rote Schrift = Schlechteste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment

CH: Large Caps SMI (CHF) / Small-&Mid Cap (SMID) SPI Extra (CHF); US: Large S&P 500 (USD) / SMID Russell 2000 (USD); EU: Large MSCI AC Europe (LOC) / SMID MSCI Europe; EM: Large MSCI EM Large Cap (LOC) / SMID MSCI EM SMID Cap (LOC); Welt: Large MSCI World (LOC) / SMID MSCI Small Cap World (LOC)

Quellen: CEAMS, Bloomberg

Performance der Style-Indizes

Value zu Beginn des Jahres nicht gefragt

Im Januar 2015 waren in erster Linie Growth und Quality gefragt. Einzig in der Schweiz konnte Value, wie auch schon in 2014, die beste Performance erzielen. Quality konnte in Europa an die sehr gute Performance vom Vorjahr anknüpfen und den Januar dort am besten abschliessen. Growth legte in den anderen Regionen vor.

Stile-Indizes: Welcher Investment-Stil konnte wo die beste Performance ausweisen?

	Quality Performance		Growth Performance		Value Performance	
	Jan 15	YTD	Jan 15	YTD	Jan 15	YTD
CH						
Large Cap	-9.7%	-9.7%	-6.8%	-6.8%	-6.0%	-6.0%
Small/Mid Cap	n/a	n/a	-8.9%	-8.9%	-6.1%	-6.1%
US						
Large Cap	-4.0%	-4.0%	-1.6%	-1.6%	-4.1%	-4.1%
Small/Mid Cap	-2.1%	-2.1%	-2.3%	-2.3%	-4.2%	-4.2%
EU						
Large Cap	4.9%	4.9%	4.0%	4.0%	3.1%	3.1%
Small/Mid Cap	1.7%	1.7%	3.8%	3.8%	5.0%	5.0%
JP						
Large Cap	0.6%	0.6%	1.4%	1.4%	-0.5%	-0.5%
Small/Mid Cap	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	0.6%	0.6%
EM						
Large Cap	0.0%	0.0%	2.4%	2.4%	0.1%	0.1%
Small/Mid Cap	n/a	n/a	2.5%	2.5%	1.1%	1.1%
Welt						
Large Cap	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	-1.9%	-1.9%
Small/Mid Cap	n/a	n/a	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%

Grüne Schrift = Beste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment

Rote Schrift = Schlechteste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment

CH: S&P Style Indizes (CHF); US: Russell Style Indizes (USD); EU: MSCI Europe Style Indizes (LOC); JP: Russell / Nomura Style Indizes (JPY); EM: MSCI Style Indizes EM (LOC); Welt: MSCI Style Indizes (LOC). CE Corporate Quality Index® (Schweiz (CHF); USA (USD); Europa (LOC); Japan (JPY); Emerging Markets (LOC) und Welt (LOC)

Quellen: CEAMS, Bloomberg