

EURO STOXX 50

# Nicht nur Zahlen entscheiden

Langfristig sind für Aktienkurse neben Finanzzahlen gerade immaterielle Kriterien entscheidend. BÖRSE ONLINE präsentiert eine entsprechende Analysemethode und ihr Euro-Stoxx-50-Ranking.



ING-Zentrale: Die Amsterdamer sind mit ihrem Raumschiff laut dem Ranking bestes Euro-Stoxx-Haus.

Wer in München studiert, kennt die Amalienstraße: Sie verläuft direkt hinter der Ludwig-Maximilians-Universität und bietet von Kopiershops bis zu günstiger internationaler Küche alles für die Hochschüler. In einem schicken Innenhofgebäude der sonst eher zweckmäßigen Gegend, dem „Gartenhaus“, residiert die 2004 gegründete Value Group. Sie analysiert Aktiengesellschaften auf ganz spezielle Weise.

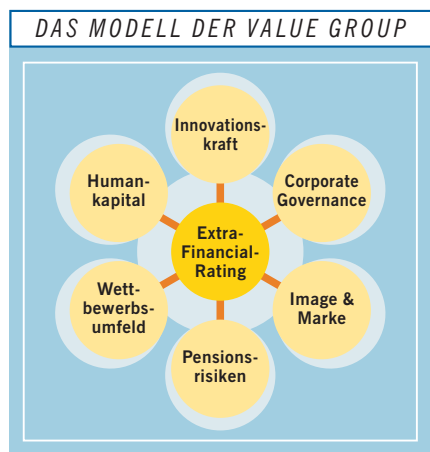
Sechs Analysten durchleuchten hier nicht, wie fast alle anderen, Finanzzahlen, sondern stürzen sich auf „Extra-Financials“. Dahinter verbergen sich für den künftigen Unternehmenserfolg wichtige Indikatoren, denen statt Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung eher weiche, qualitative Kriterien zu Grunde liegen.

Im Gegensatz zur rückwärts gewandten Finanzberichterstattung werden dabei künftige Risiken, langfristige Wertpoten-

**Das „Extra-Financial-Modell“: Sechs Indikatoren, die je aus einer Reihe von Subindikatoren entstehen, führen zum Rating der Value Group. Das ist die Durchschnittspunktzahl der Indikatoren – zehn Punkte stehen für sehr gut, Null für ungenügend.**

ziale und die Leistungsfähigkeit von Konzernen hinterfragt. Dies soll die klassische Finanzanalyse bei ihrer Suche nach dem wahren Unternehmenswert ergänzen.

In der Praxis hat das Team um Geschäftsführerin Martina Dürndorfer sechs Indikatoren identifiziert, die in ihr Bewertungsmodell einfließen – siehe Grafik „Das Modell der Value Group“. Hinter jedem dieser Werttreiber stecken mehrere Einflussfaktoren: „Wir greifen auf öffentlich zugängliche Daten zu, die das Unter-



BASF in Ludwigshafen: Deutschlands bester „Extra-Financial“-Riese belegt im Euro Stoxx Rang zwei.



Firmensitz in Walldorf: Auch hier stimmt das außerbilanzielle Umfeld – SAP ist Dritter.

nehmen oder Dritte publizieren“, erklärt Dürndorfer. Doch ihre Analysten haken auch nach, wenn sie Angaben vermissen.

Die Value Group verdichtet dann die Teilfaktoren jedes Indikators zu einer Punktzahl zwischen eins und zehn. Ihre Summe ergibt das Rating – je mehr, desto höher rangieren die Firmen in der Euro-Stoxx-50-Liste auf Seite 36. Obwohl jeder Indikator für sich oft untersucht worden ist, ist das Neue an dem Modell laut Dürndorfer „die systematische Herangehensweise, mit der wir alle sechs Bestandteile zu einem Gesamtrating verdichten“.

**Deutsche Firmen haben Aufholbedarf** bei mehreren Indikatoren – etwa beim Ursprung des Analysemodells, dessen Hintergründe die Geschäftsführerin im Interview auf Seite 37 erläutert: dem Humankapital. Dabei stellt das Team fest,

AKTIEN

dass das Management der Mitarbeiter und ihre Position im Betrieb in den meisten Euroländern, gerade in den Beneluxstaaten, viel besser ist als hier zu Lande.

Beim zweiten Indikator Innovationskraft werden die Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen und die Veränderung der Investitionen dafür sowie die Zahl der angemeldeten Patente bewertet. Deutsche Firmen wie Siemens, BASF, Bayer oder SAP schneiden hier gut ab. Gleiches gilt für „Image & Marke“, wo etwa die Marktdynamik und die Stabilität der Marke analysiert werden. Dabei rangieren unter den besten 25 Euro-Stoxx-Firmen neun deutsche wie BASF, Allianz, Siemens und DaimlerChrysler.

**Auch beim vierten Punkt** Corporate Governance, also gute Unternehmensführung, haben die deutschen Konzerne Potenzial: Hier liegen sie vor allem wieder hinter denen aus den Beneluxgebieten und aus Holland – siehe Musterknabe ING im Interview – im Mittelfeld. So zeigt RWE, Schlusslicht im Rating, laut Dürndorfer Schwächen: „Der Aufsichts-



**RWE-Sitz in Essen: Beim Extra-Financial-Ranking trägt der Stromversorger die rote Laterne. Laut der Analyse besteht viel Verbesserungspotenzial.**

rat hat doppelt so viel variable wie feste Vergütung erhalten – dabei soll er kontrollieren und nicht an kurzfristigen Gewinnen partizipieren“, benennt sie einen Interessenkonflikt.

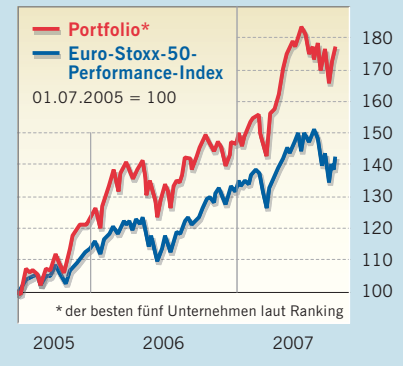
Auch beim gerade für die Zukunft der Gesellschaften wichtigen Kriterium Innovationskraft hat der Durchschnitt der Versorger mehr Leute beschäftigt und mehr Geld in entsprechende Projekte in-

QUALITÄTS-RANKING

Rang	Unternehmen	Rating <sup>1</sup>	Trend <sup>2</sup>
1	ING Groep	7,1	↔
2	BASF	6,9	↔
3	SAP	6,7	↔
4	Nokia	6,6	↔
5	Deutsche Bank	6,5	↔
6	ABN Amro	6,5	↔
7	Siemens	6,4	↔
8	Unilever	6,3	↔
9	AXA	6,2	↔
10	Allianz	6,2	↔
11	SCH/Santander	6,2	↔
12	Philips Electronics	6,1	↔
13	Fortis	6,1	↔
14	Renault	6,0	↔
15	Sanofi-Aventis	5,9	↔
16	Iberdrola	5,8	↔
17	Crédit Agricole	5,8	↔
18	France Télécom	5,7	↔
19	BNP Paribas	5,7	↔
20	Total	5,7	↔
21	Group Danone	5,7	↔
22	Saint Gobain	5,7	↔
23	Telecom Italia	5,6	↔
24	UniCredito Italiano	5,6	↔
25	Telefónica	5,6	↔
26	L'Oréal	5,6	↔
27	Société Générale	5,5	↔
28	ENI	5,5	↔
29	Carrefour	5,4	↔
30	Aegon	5,4	↔
31	Allied Irish Banks	5,4	↔
32	Endesa	5,3	↔
33	Repsol YPF	5,3	↔
34	Lafarge	5,3	↔
35	BBVA/Banco Bilbao	5,2	↔
36	E.ON	5,2	↔
37	DaimlerChrysler	5,2	↔
38	Vivendi	5,1	↔
39	Münchener Rück	5,0	↔
40	Ahold	5,0	↔
41	Bayer	4,9	↔
42	Intesa SanPaolo	4,9	↔
43	Deutsche Telekom	4,7	↔
44	Air Liquide	4,7	↔
45	Suez	4,7	↔
46	LVMH	4,5	↔
47	Generali	4,2	↔
48	Enel	4,2	↔
49	Alcatel-Lucent	4,0	↔
50	RWE	3,9	↔

1) Durchschnitt der Ratingpunkte der sechs Kriterien, bei Finanzfirmen fünf Kriterien (ohne Innovationskapital); 2) Trend gg. 2005; Quelle: The Value Group

TOP FÜNF SCHLAGEN DEN INDEX



Quelle: The Value Group

**Die Performance eines Portfolios, das jährlich angepasst die fünf besten Aktien laut Ranking enthält, wäre seit Mitte 2005 um 35 Prozent besser gelaufen als der Euro Stoxx 50. Dabei sind die Dividenden, auch beim Index, eingerechnet.**

vestiert als die Essener – wie der von der Value Group regelmäßig angestellte Vergleich innerhalb der Branche zeigt.

**Am schlechtesten schneidet RWE** aber bei den Pensionsrisiken ab: „2006 war nur rund ein Drittel der Pensionsverpflichtungen gedeckt, während die Euro-Stoxx-50-Firmen im Durchschnitt 56 Prozent durch entsprechende Anlagen hinterlegt hatten“, moniert Dürndorfer. Das sei eine extreme Abweichung, die als entsprechendes Risiko zu Buche schlage. Dagegen sei die Deutsche Bank der einzige Konzern, bei dem alle Pensionsverpflichtungen gedeckt sind. Insgesamt überzeugen die Deutschen bei Pensionsrisiken aber genauso wenig wie die Italiener.

Bleibt das Wettbewerbsumfeld als sechster Indikator. Dabei werden die Beziehungen zu Kunden und Lieferanten sowie die Positionierung im Wettbewerb analysiert – und wie sich Marktanteile verändern. Daraus ergeben sich Anhaltspunkte für den künftigen Geschäftserfolg. Deutsche Firmen sind hier Mittelmaß.

Wie stark das Rating aus allen sechs Indikatoren die Performance langfristig tatsächlich beeinflusst, wird die Zukunft zeigen. Seit Mitte 2005 schnitten die Firmen mit den meisten Punkten jedenfalls deutlich besser ab als der Euro Stoxx 50, wie der Chart oben zeigt. Dennoch sollten die vorgestellten Ergebnisse und die Indexliste bei Handelsentscheidungen nur ein Kriterium von mehreren sein.

ROBERT GREIL



## INTERVIEW

## „Gerade Dienstleister investieren viel“

Martina Dürndorfer ist Geschäftsführerin der Value Group und erklärt, wie das Modell funktioniert und warum ING, BASF und SAP ganz oben stehen.

**BÖRSE ONLINE:** Wie kam es zu der Idee, ein Extra-Financial-Research aufzubauen?

**MARTINA DÜRNDORFER:** Da bekannt ist, dass gerade Humankapital eine hohe Relevanz für die Unternehmensergebnisse hat, haben wir darauf aufgebaut und dies systematisch um weitere Indikatoren, wie sie die Kapitalmarktforschung untersucht, erweitert.

**BÖRSE ONLINE:** Ist Humankapital der wichtigste Werttreiber in Ihrem Modell?

**DÜRNDORFER:** Das kann man so nicht sagen – das hängt unter anderem von Faktoren wie der Branche und der Firmengröße ab.

**BÖRSE ONLINE:** Bleiben wir beim Beispiel: Wie bewerten Sie Humankapital genau?

**DÜRNDORFER:** Wir analysieren die Mitarbeiterzahl und ihre Veränderung, Vergütungs-



**Martina Dürndorfer**  
Die 38 Jahre alte und promovierte Betriebswirtin ist Geschäftsführerin der auf immaterielle Werttreiber spezialisierten „The Value Group“.

programme, Investitionen in Weiterbildung und die Effizienz, etwa indem wir die Personalkosten ins Verhältnis zum Umsatz setzen und mit der Branche vergleichen.

**BÖRSE ONLINE:** Warum ist ING am besten?

**DÜRNDORFER:** ING schneidet nach allen Kriterien sowohl im Branchen- wie im Gesamt-

vergleich sehr gut ab. Bei Corporate Governance ist ING Spitzenreiter: Vorstand und Aufsichtsgremium, in dem auch nur externe Mitglieder sitzen, sind klar getrennt. Zudem ist die Vergütungsstruktur transparent.

**BÖRSE ONLINE:** Warum folgen BASF und SAP auf Rang zwei und drei?

**DÜRNDORFER:** Beide sind speziell im Wettbewerb und bei der Innovationskraft stark. BASF belegt in der Chemiebranche bei Forschungs- und Entwicklungsausgaben Rang eins, schneidet bei Corporate Governance sehr gut ab und hat seinen Weltmarktanteil erhöht. Auch SAP ist bei Forschung und Entwicklung angesichts des hohen Anteils dafür gemessen an den Gesamtausgaben – SAP investiert hier 45 Prozent gegenüber 27 Prozent in der Branche – vorbildlich.

**BÖRSE ONLINE:** Neun der besten 15 Firmen ihres Rankings sind Finanzhäuser ....

**DÜRNDORFER:** ... die auf Image und Marke viel Wert legen. Gerade Dienstleister investieren besonders viel in Extra-Financials.

5 €  
pro Trade\*

Egal wie  
viele Trades

Egal welches  
Volumen

In- und  
Ausland

5  
Monate  
lang

## Jetzt zugreifen!

Fünf Gründe für ein Depot beim Sparkassen Broker.

Als Neukunde traden Sie beim Sparkassen Broker jetzt für nur fünf Euro pro Order. Fünf ganze Monate lang – ab Eröffnung Ihres neuen Depots. Sichern Sie sich diese attraktiven Vorteile. Am besten sofort: Denn unser Angebot gilt nur bis zum 30. November 2007. Weitere Informationen und die genauen Teilnahmebedingungen finden Sie unter [www.sbroker.de/fuenf](http://www.sbroker.de/fuenf) oder rufen Sie unsere Hotline an: 0800-20 80 900.

\* Online-Order, ggf. zzgl. fremder Spesen

**s broker.**  
Einfach online Geld anlegen

[www.sbroker.de](http://www.sbroker.de)