

Der Zauber langfristigen Wachstums

von

Jean Estin

President, Estin & Co

In der Strategietheorie werden geschäftliche Aktivitäten seit jeher anhand der Größenordnung ihres zugrunde liegenden – schwachen oder starken – Wachstums unterschieden. Diese Sichtweise hat ihre praktische Berechtigung, insbesondere für die Abschätzung des Investitionsbedarfs und der Entwicklung des Wettbewerbsumfelds. Dennoch ist im Hinblick auf die Wertschöpfung nicht die aktuelle Höhe, sondern die *Dauer* des Wachstums am aussagekräftigsten.

Kurz- oder langfristige Wachstumsphasen

Wachstumsphasen mittlerer Dauer (mehr als 8 bis 10% Umsatzwachstum pro Jahr über einen Zeitraum von 5 bis 10 Jahren) stützen sich auf Strategien zur Nutzung eines wesentlichen Wettbewerbsvorteils innerhalb einer fest umrissenen Geschäftstätigkeit und auf einen zugrunde liegenden, im Wachstum befindlichen Markt ab: Kostenvorteile, neue Produkte oder Dienstleistungen, ein neues Geschäftsmodell, eine innovative, für einen begrenzten Zeitraum bahnbrechende Technologie, die Auftragsfertigung in Niedriglohnländern, eine Dachmarke mit großer Anziehungskraft für bestimmte Kundensegmente, etc.

Diese Wachstumsphasen basieren auf hohen, fokussierten Investitionen, die über das für das durchschnittliche Marktwachstum erforderliche Maß hinausgehen: Marktanteilsgewinne, Aufbau neuer Produktionskapazitäten, Investitionen in den Vertrieb und Marketing zur raschen Einführung neuer Produkte oder Leistungsangebote, Abdeckung neuer Länder und Regionen, Übernahme von Mitbewerbern, ...

Nachdem die Anleger diese Wachstumsphasen einmal erkannt und in der Bewertung berücksichtigt haben, führen sie zu einer Hausse bei den Aktienkursen, die nur selten länger als zwei bis drei Jahre andauert. Der Markt absorbiert in der Tat rasch und effektiv den durch die neue Strategie geschaffenen Mehrwert über den gesamten Zeitraum ihrer voraussichtlichen Umsetzung, noch bevor die entsprechenden Gewinne vollständig eingepreist werden.

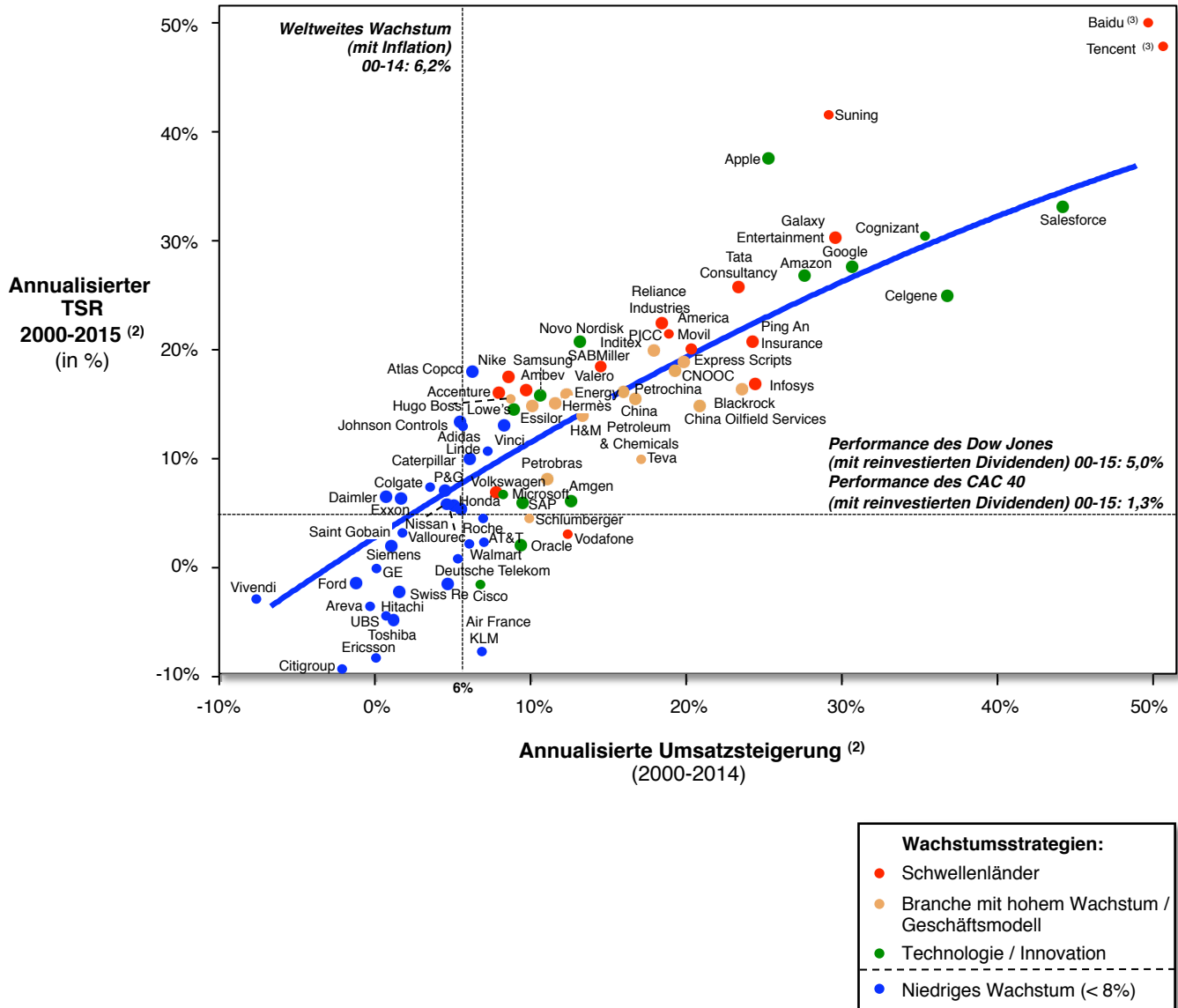
Einige Jahre später, während sich die Strategie weiterentwickelt und ihre volle Wirkung zeigt, steigt der Unternehmenswert nur noch geringfügig, da die gesamte Bandbreite dieser Effekte bereits vorweggenommen und in der Kursentwicklung berücksichtigt wurde. Das Unternehmen generiert dann Cashflows in erheblicher Höhe, jedoch keine zusätzliche Wertsteigerung mehr.

Langfristige Wachstumsphasen (mehr als 8 bis 10% Umsatzwachstum pro Jahr oder mehr über 15 bis 30 Jahre) wirken sich wesentlich anders auf die Entwicklung der Finanzlage des Unternehmens aus. *Die Finanzmärkte preisen diese Entwicklung während ihrer gesamten Dauer zu keinem Zeitpunkt vollständig ein* – diese Dauer ist in jedem Fall nur schwer zu antizipieren – (man kann es den Anlegern kaum verübeln, dass sie dieses praktisch ins Unendliche gehende starke Wachstum nicht berücksichtigen, selbst wenn sie die daraus resultierenden Gewinne diskontieren!). Jahr für Jahr – da das Unternehmen gewachsen ist und weiter gleichbleibende Wachstumsaussichten bietet – passen sie ihre Bewertung des Unternehmens an die positive Entwicklung an.

Daher verzeichnen Dutzende Unternehmen Jahr für Jahr Kurs- und Gewinnsteigerungen und schütten weit mehr als ihre Kapitalkosten an ihre Aktionäre aus. Die Entwicklung ihrer Finanzlage vollzieht sich daher quasi im Widerspruch zur traditionellen Betrachtung der Funktionsweise eines idealen, reinen Finanzmarktes, bei dem alle erforderlichen Informationen verfügbar sind (vgl. Abbildung 1).

- Abbildung 1 -

Wachstum ist essentiell für langfristige Wertschöpfung
 TSR und Umsatzsteigerung – 2000-2015 ⁽¹⁾ – in lokaler Währung



Anmerkung: Auszug aus einer Stichprobe der 150 größten börsennotierten Konzerne nach Marktkapitalisierung mit führenden Unternehmen der jeweiligen Branche.

TSR = Total Shareholder Return: auf die Anlagen der Aktionäre entfallende Rendite (Dividenden, Ausgabe von Gratisaktien, Wertsteigerung gehaltener Aktien) unter der Annahme reinvestierter Dividenden.

(1) Anfangsdatum: 31.12.2000 oder Datum der Erstnotierung an der Börse. Enddatum: 30.09.2015; (2) in lokaler Währung; (3) Baidu x = 76%, y = 49%; Tencent x = 55%, y = 60%

Quellen: Weltbank, Bloomberg, Geschäftsberichte, IWF, Estin & Co Analysen und Schätzungen

Langfristige Wertsteigerung

Langfristige Wachstumsphasen sind stets mit einem gewissen Zauber verbunden. Dabei können Anleger zu jedem beliebigen Zeitpunkt einsteigen und unabhängig vom Timing in etwa denselben Total Shareholder Return (TSR) erzielen (natürlich unabhängig von kurzfristigen Schwankungen) – vorausgesetzt, sie investieren nicht zu spät, wenn sich das Wachstum bereits dem Stillstand nähert.

Ein Anleger, der 1980 eine Aktie von General Electric erworben und bis zum Jahr 2000 hielt, hätte während des gesamten Zeitraums von 1980 bis 2000 einen jährlichen TSR von 23% erzielen können. Wenn er 1985 eingestiegen wäre und seine Aktie ebenfalls bis zum Jahr 2000 gehalten hätte, wäre sein TSR identisch gewesen. Zwischen 1990 und 2000 hätte er bei 28% gelegen.

Gleichermaßen hätte ein Anleger, der im Jahr 1977 in das Unternehmen L'Oréal investierte, bis zum Jahr 1999 einen jährlichen TSR von 24% erzielt. Zwischen 1985 und 1999 hätte dieser Wert bei 25% gelegen, zwischen 1990 und 1999 sogar bei 33%.

Diejenigen Unternehmen, die es schaffen, während eines Zeitraums von 30 Jahren um 15% pro Jahr zu wachsen, sind am Ende dieser Periode mit dem Zwölffachen der Unternehmen bewertet, als diejenigen die nur so stark wie die Weltwirtschaft wachsen (d. h. um 6% pro Jahr). Sie verändern die Welt durch die Stärke, Tragweite und Dauer des von ihnen entwickelten Produkt- und Leistungsangebots und des Mehrwerts, den sie ihren Kunden bieten. Sie sichern damit die Altersversorgung ihrer Aktionäre. Zudem bieten diese Unternehmen ihren Teams und Führungskräften lang andauernde Karrieren und die Verwirklichung unterschiedlichster attraktiver Ziele. Damit bestimmen sie die Art und Weise der Unternehmensführung.

Solche langfristigen Wachstumsphasen sind jedoch nicht nur bestimmten, außergewöhnlichen Unternehmen vorbehalten. Von den 500 börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen mit der im Jahr 2015 höchsten Marktkapitalisierung erzielten ein Drittel erhebliche Wachstumsraten (mehr als 10% pro Jahr) über mehr als 15 Jahre im Zeitraum von 1980 bis 2015 (vgl. Abbildung 2 mit einigen hervorgehobenen Beispielen). Wie haben sie das geschafft?

Die Hebel

Langfristige Wachstumsphasen weisen allesamt einige der folgenden Merkmale auf:

- ein zugrunde liegender Markt mit Wachstumsraten über dem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum (1,4%¹ in den westlichen Industrieländern bzw. 6,2%¹ in den Schwellenländern in den vergangenen zehn Jahren) in Verbindung mit der groß angelegten Entwicklung eines neuen Produkts oder einer neuen Dienstleistung für den Massenmarkt (Automobil in den Jahren 1950-1980, moderner Einzelhandel im Zeitraum 1960-1990, Software 1980-2000, Smartphones 2005-2015, ...);
- oder eine Innovation (Technologie, Geschäftsmodell, Positionierung, ...), die einen Umbruch innerhalb des bestehenden Markts ermöglicht; eine überlegene Qualität oder Wirtschaftlichkeit des daraus entstehenden Produkts bzw. der Dienstleistung in Bezug auf einen großen Kernmarkt oder eine Marktnische mit hinreichender Tiefe;
- eine mit dem Produkt oder der Dienstleistung verbundene hohe Anpassungsfähigkeit in Zeit und Raum, selbst bei grundlegenden Veränderungen und regelmäßigen technologischen Neuentwicklungen;
- dessen/deren progressive und systematische Weiterentwicklung des Angebots in unterschiedlichen Regionen, Kundensegmenten, ...;
- ein gut strukturiertes Geschäftsumfeld mit bestehenden Markteintrittshindernissen und eine klar erkennbare Fokussierung auf Führungsstärke, die geeignete Wachstumsstrategien und wertsteigernde Akquisitionen ermöglicht; Umsetzung dieser

¹ Volumenzuwachs des BIP im Zeitraum 2004-2014 (ohne Inflation)

- Abbildung 2 -

Beispiele von Unternehmen mit hohem langfristigem Wachstum und TSR

	Periode mit starkem Wachstum	Dauer des Wachstums	TSR p.a.	Umsatzsteigerung p.a.	Nettoergebnissteigerung p.a.	Anmerkungen
Dell	1988 - 2003	15	47%	40%	42%	• Wachstum im PC-Markt mit Angebot eines preisgünstigen, disruptiven Modells
Nokia	1992 - 2007	15	40%	20%	34%	• Wachstum im Mobilfunksegment mit hohen Zuwachsraten in den Schwellenländern
Intel	1970 - 2000	30	35% ⁽⁴⁾	43%	33% ⁽⁴⁾	• Wachstum und Konsolidierung des Halbleitermarktes
Walmart	1972 - 1999	27	30%	28%	28%	• Wachstum und Konsolidierung des modernen Einzelhandels in den USA, nachfolgend internationale Entwicklung
H&M	1989 - 2014	25	28%	15%	26%	• Disruptives Fast-Fashion-Geschäftsmodell mit Konsolidierung der westlichen Märkte (Land für Land)
Home Depot	1981 - 2014	33	27%	25%	30%	• Wachstum und Konsolidierung des Heimwerkermarktes in den USA, nachfolgend internationale Entwicklung
Oracle	1986 - 2011	25	27%	25%	29%	• Wachstum und Konsolidierung des Datenbank-Segments mit Konsolidierung der Branche
Assa Abloy	1994 - 2014	20	26%	15%	28%	• Marktkonsolidierung Land für Land mit Entwicklung der Märkte in den Schwellenländern
L'Oreal	1977 - 1999	22	24%	10%	14%	• Wachstum und Globalisierung des Kosmetika-Marktes mit Marktkonsolidierung
Nike	1986 - 2014	28	23%	14%	17%	• Wachstum des Marktes für Sportbekleidung mit Entwicklung der Märkte in den Schwellenländern
General Electric	1980 - 2000	20	23%	9%	11%	• Wachstum des Sektors für Finanzdienstleistungen in den 1980er und 1990er Jahren
Coca-Cola	1978 - 1998	20	23%	7%	13%	• Starkes Wachstum und Konsolidierung des Marktes in den USA, nachfolgend internationale Präsenz
Hermes	1984 - 2014	30	20% ⁽⁵⁾	12%	17% ⁽⁵⁾	• Wachstum und Globalisierung des Marktes für Luxusartikel
TSMC	1994 - 2014	20	19%	20%	19%	• Wachstum und Konsolidierung des Halbleitermarktes
Essilor	1975 - 2014	39	18%	11%	13%	• Wachstum mit Globalisierung und Konzentration des Optikmarktes mit regelmäßigen Ausweitungen des Umfangs der Geschäftstätigkeit
Vodafone	1985 - 2004	19	18%	34%	34%	• Wachstum des Telekommunikationsmarktes mit Konsolidierung Land für Land
Volkswagen	1996 - 2014	18	17%	8%	21%	• Starkes Wachstum in China und im Premium-Segment
Ecolab	1987 - 2014	27	16%	11%	14%	• Wachstum, Globalisierung und regelmäßige Neudefinition des Umfangs der Geschäftstätigkeit
SAP	1994 - 2014	20	15%	16%	17%	• Wachstum des Datenbank-Segments mit Konsolidierung der Branche
Reckitt Benckiser	1988 - 2014	26	14%	8%	15%	• Wachstum, Marktkonsolidierung und starke Entwicklung in den Schwellenländern

Anmerkungen: (1) Für die einzelnen Unternehmen ist jeweils nur die Periode des starken und langfristigen Wachstums dargestellt (mit Dauer dieses Zeitraums), des Weiteren der TSR p.a. und die jährlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen im betreffenden Zeitraum. Die unmittelbar davor und danach liegenden Perioden sind gekennzeichnet durch deutlich schwächere Wachstumsraten und niedrigere TSR (mit wenigen Ausnahmen, bei denen Zahlen für bestimmte vorhergehende Zeiträume nicht verfügbar sind); (2) Angaben in lokaler Währung; (3) Die Differenz zwischen dem TSR und der Wachstumsrate bei Umsatz und Ergebnis im Zeitraum 1980-2000 erklärt sich aus einer deutlichen Anpassung der Bewertung aufgrund des starken Zinsrückgangs; (4) 1986-2000 für TSR und 1987-2000 für Nettoergebnis; (5) 1993-2014 für TSR und Nettoergebnis

Quellen: Bloomberg, Estin & Co Analysen und Schätzungen

Strategien mit Investitionen, die das für das Marktwachstum erforderliche Niveau übersteigen, zum Zweck der Marktkonzentration und Erwirtschaftung von Renditen, die über denen der Mitbewerber liegen, so dass sich das Wachstum finanzieren lässt;

- ein potenzieller Markt mit ausreichender Breite und Tiefe, so dass dessen Konzentration einen langen Zeitraum in Anspruch nimmt und den Marktführern ein Wachstum durch Zugewinn von Marktanteilen ermöglicht (organisch oder über Akquisitionen), das deutlich über der Wachstumsrate des zugrunde liegenden Marktes liegt;
- eine regelmäßige Neudefinition und Ausweitung des Umfangs der Geschäftstätigkeit durch die Marktführer, um durch Vorstoß in neue Regionen unter Erweiterung des Produkt- und Leistungsangebots zu eng definierte Marktnischen zu verlassen und dabei in benachbarten Bereichen neue Wege zur Generierung von Mehrwert zu beschreiten;
- und schließlich eine regelmäßige Diversifizierung der Geschäftstätigkeit und ein aktives Portfoliomanagement zur fortlaufenden Auffrischung der Wachstumsquellen und zur Aufgabe von Geschäftsfeldern, die keine Entwicklungsperspektiven mehr bieten.

Zu Beginn stützen sich solche langfristigen Wachstumsphasen häufig auf eine Innovation und/oder einen zugrunde liegenden wachsenden Markt, übertreffen dann jedoch rasch die Größenordnung und Dauer des Marktwachstums – dank der Strategien zur Konzentration der Branche, zur Erzeugung einer (mengen- und wertmäßigen) Nachfragedynamik und zur Ausweitung des Umfangs der Geschäftstätigkeit.

Für die betreffenden Unternehmen sind eine regelmäßige Neudefinition der strategischen Segmentierung innerhalb einer Branche und/oder regelmäßige Veränderungen des Geschäftsmix erforderlich, um einen diversifizierten Konzern zu schaffen.

Folglich sind das Unternehmen selbst, seine Geschäftsbereiche und seine Organisationsstruktur immer wieder kritisch zu hinterfragen.

Innerhalb langfristiger Wachstumsphasen stellt das Wachstum des zugrunde liegenden Marktes oder der Ausgangstechnologie nur einen von mehreren Hebeln dar. Unternehmen, deren Wachstum nach 10 oder 15 Jahren zum Erliegen kommt, weil die betreffende Technologie und/oder der zugrunde liegende ursprüngliche Markt ausgereift ist, sind in einer zu eng begrenzten Vision gefangen.

Ein starkes langfristiges Wachstum erfordert im Laufe der Zeit sukzessiv die Betätigung zahlreicher unterschiedlicher strategischer Hebel.

Die Zielrichtung

Für die Anleger sind derartige lang anhaltende Wachstumsphasen von geradezu magischer Anziehungskraft, da sie die einzige Möglichkeit für langfristige Wertsteigerungen bieten.

Für die Vorstände und Führungsteams der betreffenden Unternehmen liegt darin dagegen überhaupt keine Zauberei: *Ständiges kritisches Hinterfragen und die Antizipation von Entwicklungen sind die beiden entscheidenden Wachstumsmotoren.* Sie stoßen sich an der Trägheit der Organisationsstruktur und an der Konsenskultur der Führungskräfte.

Bei der Mehrzahl der Unternehmen beruhen die Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstum in den kommenden fünf Jahren zum großen Teil auf bereits getroffenen Entscheidungen und getätigten Investitionen (in den Bereichen Finanzen, Industrie, Marketing, Technologie, Personal, ...). Es kommt aber darauf an, diejenigen Faktoren zu definieren, die über diese ersten fünf Jahre hinaus für ein starkes Wachstum (8 bis 10% oder mehr) sorgen werden. Die Antwort auf diese Frage liegt nicht gerade auf der Hand. Für eine jährliche Wachstumsrate von 15% muss das Unternehmen bei einem Umsatz von 5 Mrd. Euro in jedem Jahr durchschnittlich einen zusätzlichen Umsatz von 1 Mrd. Euro generieren. Fünf Jahre später,

wenn das Unternehmen einen Umsatz von 10 Mrd. Euro aufweist, muss es Jahr für Jahr bereits 2 Mrd. Euro zusätzlichen Umsatz erzielen.

Folglich sind bereits heute Strategien zu entwickeln, die auch noch in fünf Jahren und darüber hinaus tragfähig sind und zu jährlichen Wachstumsraten führen, die etwa einem Drittel der aktuellen Größenordnung des Konzerns entsprechen.

In den meisten Fällen wird von den Führungsteams gefordert, diese Strategien innerhalb der Grenzen der bereits bestehenden Geschäftstätigkeit, in direkter Ableitung aus diesen Geschäftsfeldern oder für unmittelbar benachbarte Bereiche zu entwickeln. Mit zunehmender Größe und starkem Wachstum des Unternehmens in der Vergangenheit, hohem Geschäftserfolg und Bewertungsniveau führt ein solches Vorgehen jedoch zunehmend in die Irre und generiert zwangsläufig nur noch niedrige zusätzliche Wachstumsraten, so dass die langfristige Aufrechterhaltung eines hohen TSR nicht möglich ist.

Der richtige Ansatz ist genau umgekehrt: Zunächst sind – auf höchstmöglicher Ebene im Unternehmen – ausreichend ambitionierte Zielvorgaben festzulegen, welche die Aufrechterhaltung der erforderlichen Wachstumsraten und TSR über die ersten fünf Jahre hinaus ermöglichen – entweder im Rahmen der bisherigen Geschäftstätigkeit oder durch ihre Ausweitung. Davon ausgehend lassen sich dann die entsprechenden (häufig disruptiven) Strategien ableiten, die geboten erscheinen (organischer Zugewinn von Marktanteilen oder größere strukturelle Akquisitionen; marginale Ausweitung der bestehenden Geschäftstätigkeit oder Entwicklung völlig neuer Bereiche), unter Berücksichtigung bestehender Risiken, gefolgt von *Entscheidungen* und der Bereitstellung der für die Umsetzung erforderlichen Mittel (finanziell und personell).

Fazit

Schlachten werden zuallererst im Geist gewonnen oder verloren – und erst dann im Feld². Die Entwicklung einer Strategie im Kontext des Unternehmens in seiner aktuellen Größe, mit seinem bestehenden Geschäftsmix und den vorhandenen Bereichen führt dazu, dass man die Welt wie durch eine „Fensterscheibe“ wahrnimmt. Langfristige Wachstumsphasen sind vor allem Ergebnis regelmäßiger Veränderungen des Blickwinkels auf das natürliche „Schlachtfeld“ des Unternehmens und des wiederholten Eingehens kalkulierter Risiken. Sie stützen sich ganz wesentlich auf eine explizite, klar umrissene und nachfolgend umgesetzte *Zielrichtung*.

Dezember 2015

Estin & Co ist eine internationale Strategieberatung mit Niederlassungen in Paris, Zürich, London und Schanghai. Unsere Firma unterstützt die Geschäftsführung großer europäischer, nordamerikanischer und asiatischer Konzerne bei der Festlegung ihrer Wachstumsstrategien sowie Private-Equity-Fonds bei der Analyse und Bewertung ihrer Investitionen.

ESTIN & CO

PARIS - LONDON - ZÜRICH - SHANGHAI

Bahnhofstrasse 52, 8001 Zürich, Schweiz

Tel.: 41 44 214 69 72 - Fax: 41 44 214 69 74 - E-Mail: Estin@estin.com

² Sun Tzu