

Haben „Pure Player“ noch eine Zukunft?

von

Jean Estin

President, Estin & Co

Keine Branche kann langfristig um mehr als 8 bis 12% pro Jahr wachsen. Alle Produkte, Technologien, Geschäftsmodelle, usw. folgen einem mehr oder weniger langen Lebenszyklus, der sich in manchen Fällen über mehrere Jahrzehnte erstrecken kann. Auf eine Phase mit starkem Wachstum folgt eine Stabilisierung und nachfolgend ein Rückgang oder sogar ein Verschwinden vom Markt, zugunsten anderer Produkte, Technologien oder Geschäftsmodelle (vgl. Diagramm 1).

In den Vereinigten Staaten durchliefen die Super- und Hypermärkte von 1960 bis 1995 eine Wachstumsphase von 35 Jahren (von 1980 bis 1995 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 30%). Heute ist dieser Bereich sowohl in den USA als auch in den anderen westlichen Ländern keine Wachstumsbranche mehr. Die Automobilindustrie wuchs in den Vereinigten Staaten von 1930 bis 1973 stark (zwischen 1960 und 1973 um 8% pro Jahr). Seitdem schrumpft der US-Markt um jährlich 1%. Innerhalb von 40 Jahren sank die Zahl der pro Jahr verkauften Neuwagen auf die Hälfte. Der Finanzdienstleistungssektor wuchs in den USA von 1950 bis 2000 um 9% pro Jahr. Seitdem liegen die Wachstumsraten in dieser Branche nur noch bei 3% pro Jahr (entsprechend dem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum). Die PC-Branche (Hardware) verzeichnete in den Vereinigten Staaten vom Ende der 1970er Jahre bis 2010 Zuwachsraten von mehr als 20% pro Jahr. Seitdem kommt es zu einem Rückgang um 2% pro Jahr (Substitution durch Tablet-Computer und Smartphones).

In den reifen Volkswirtschaften der westlichen Welt liegt das durchschnittliche reale Wirtschaftswachstum nur noch bei höchstens 1% pro Jahr¹, und in vielen Branchen besteht kein nennenswertes Konzentrationspotenzial mehr. Wo liegt dann die Zukunft der „Pure Player“, die von den Finanzmärkten theoretisch so sehr geschätzt werden, aber ihren Aktionären mangels Wachstums praktisch nur einen TSR² von 4 bis 6% bieten können?

Globale Ausbreitung der Branchen

Die erste Antwort liegt offenkundig in der geografischen Ausbreitung der Branchen, insbesondere in die Schwellenländer. Das Segment der Verbrauchermärkte wächst in Frankreich oder in den Vereinigten Staaten nicht mehr, steht jedoch in China am Beginn seines Lebenszyklus, der in den westlichen Ländern in den 1980er Jahren lag. Gleiches gilt für die Automobilindustrie und die Versicherungsbranche. Für westliche Großkonzerne, die auch weiterhin im Wettbewerb bestehen wollen, sind die Schwellenländer nach wie vor ein sehr starker Wachstumstreiber. Der Anteil der von diesen Großkonzernen in den Schwellenländern generierten Umsatzerlöse³ hat sich bei den im Dow Jones vertretenen Unternehmen innerhalb von zehn Jahren von 20% auf 29% (2014) erhöht. Die Unternehmen des britischen Footsie erzielten einen Zuwachs von 15% auf 34%, während die Unternehmen

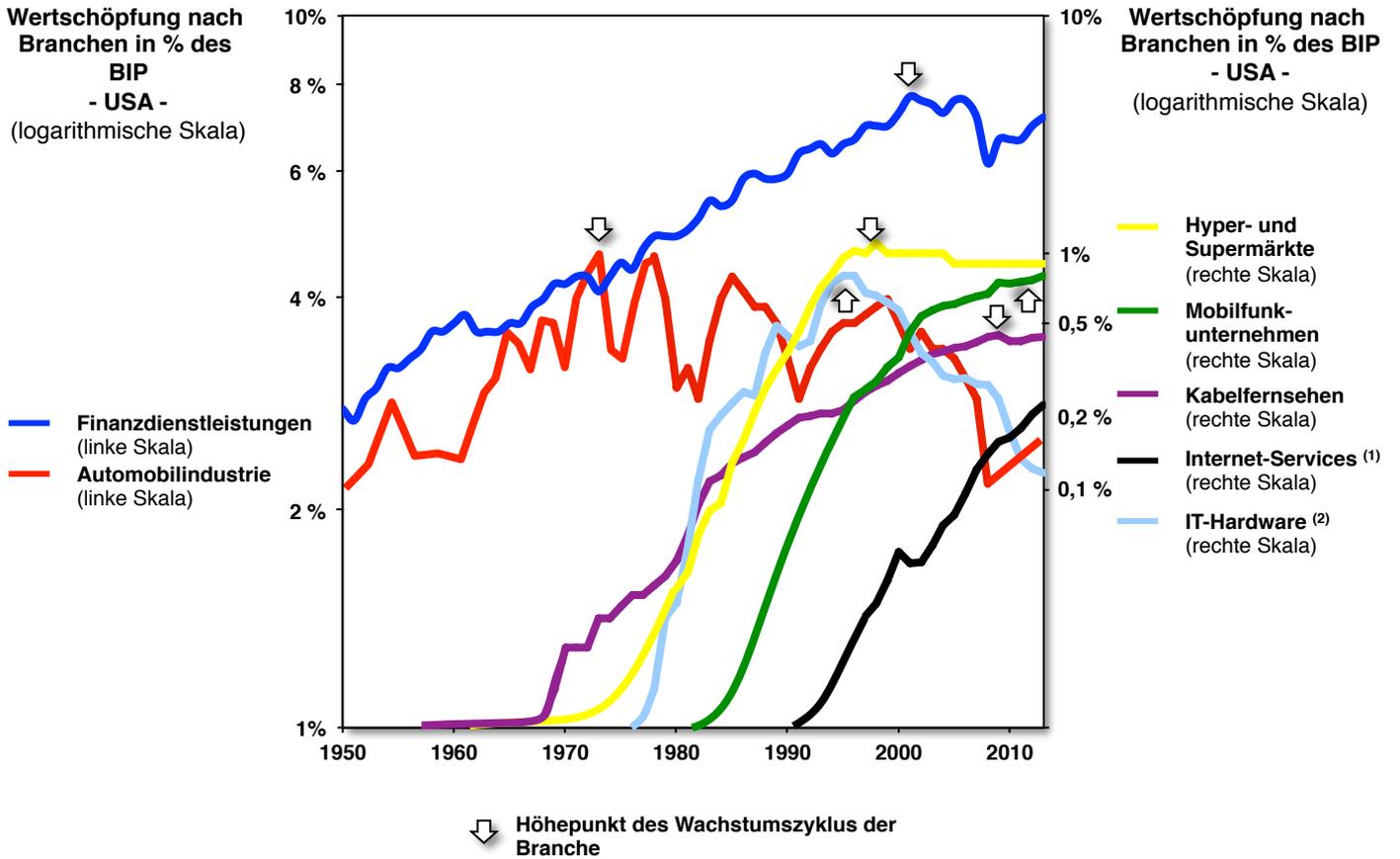
¹ Die durchschnittliche BIP-Wachstumsrate lag in den OECD-Ländern in US-Dollar zu aktuellen Wechselkursen (zum Nennwert) 2012 bei -0,2 %, 2013 bei 1,2 % und 2014 bei 1,4 %.

² TSR = jährlicher Total Shareholder Return: auf die Anlagen der Aktionäre entfallende Rendite in Form von Dividenden, Ausgabe von Gratisaktien, Wertsteigerung der gehaltenen Aktien ...

³ Die Schwellenmärkte umfassen folgende Regionen: Afrika, Asien ohne Japan, Südamerika. Die Zahlen von 2004 sind mit denen von 2014 in Bezug auf die betrachteten Unternehmen identisch.

- Diagramm 1 -

Wachstum der einzelnen Branchen im Zeitverlauf
USA - 1950-2014



Anmerkung: Linke und rechte Skala nicht identisch.

(1) ohne E-Commerce

(2) Herstellung von Computern, Peripheriegeräten für die Datenspeicherung und Terminals (Wachstum bis 2011, jedoch zwischen 1996 und 2011 unter dem Durchschnitt der Gesamtwirtschaft)

Quellen: BEA, Census Bureau, Estin & Co Analysen und Schätzungen

des französischen Aktienindex CAC 40 parallel einen Zuwachs von 16% auf 23% im Jahr 2014 verzeichneten.

Jedoch unterscheiden sich die in Schwellenländern benötigten Geschäftsmodelle häufig von den in den westlichen Ländern gängigen Modellen. Das Preisniveau und der Wertschöpfungsgrad unterscheiden sich bei kurzfristiger Betrachtung. In diesen neuen, stark umkämpften Märkten sind die strukturellen Renditen niedriger als die in den durch hohe Konzentration gekennzeichneten westlichen Märkten erzielten Werte. Die von westlichen Konzernen in diesen Ländern generierten Wachstumsraten sind geringer als die ihrer lokalen Wettbewerber. Auch die dort erzielten Umsatzerlöse sind nicht in jedem Fall so bedeutend, dass sie kurz- bis mittelfristig das Gesamtwachstum des Konzerns entscheidend verändern.

Aus allgemeinerer Sicht, also nicht nur auf einzelne Schwellenländer bezogen, erfordert ein Wachstum in bestimmten Regionen eine Anpassung der Geschäftsmodelle sowie eine Priorisierung und Fokussierung von Ressourcen. Nichts ist schlimmer, als im Verlauf von zehn Jahren hohe Investitionen in eine neue Region zu tätigen, nur um dann am Markt lediglich eine marginale Position zu erreichen, die mittelfristig nicht profitabel ist. So ist Renault mit seinen zwei Versuchen in den USA 1960 und 1980 gescheitert. Dagegen haben LVMH, Hermès, Inditex, Nike, etc. ihr lang anhaltendes Wachstum von durchschnittlich 10 bis 15% pro Jahr einer systematischen geografischen Ausrichtung zu verdanken und sind in ihrer Branche erfolgreich.

Erweiterung des Angebots

Eine zweite Antwort auf die eingangs aufgeworfene Frage besteht darin, das Spektrum der Branchen zu erweitern, in denen der Konzern tätig ist. Dadurch lässt sich der Zeitraum des starken Wachstums häufig um einige Jahrzehnte verlängern.

Eine solche Erweiterung ist beispielsweise durch die Erschließung weiterer Geschäftsfelder entlang der gesamten Wertschöpfungskette möglich. Weitere hierfür geeignete Maßnahmen sind die immer weiter voranschreitende Abdeckung unterschiedlicher Preissegmente innerhalb der Produktpalette, die Entwicklung neuer Kategorien von Produkten oder Dienstleistungen, die Weiterentwicklung des Geschäfts durch Erschließung neuer Kundengruppen, Märkte und verwandter Nutzungen.

Ecolab ist heute Weltmarktführer für Lösungen in der gewerblichen Reinigung (Umsatz 14 Milliarden US-Dollar). Das Unternehmen verzeichnete 25 Jahre lang (zwischen 1990 und 2014) Zuwachsraten von 11% pro Jahr bei einem TSR von jährlich 18% (vgl. Diagramme 2 und 3). Dieses Wachstum ist auf eine in mehreren Schritten erfolgte Erweiterung des ursprünglichen Bereichs der Geschäftstätigkeit zurückzuführen. Dabei nahm Ecolab zunächst eine Nischenposition ein und stellte Desinfektionsmittel für die Hotellerie und Gastronomie her. Nachfolgend wurde das Unternehmen zum Weltmarktführer für Reinigungslösungen in unterschiedlichsten Marktsegmenten. Hierfür entwickelte das Unternehmen nacheinander verschiedene Produktkategorien und Lösungen, erschloss unterschiedliche Arten von Märkten und Anwendungsbereichen sowie Regionen und positionierte sich an mehreren Punkten der Wertschöpfungskette. So konnte das Unternehmen den Bereich seiner Geschäftstätigkeit jeweils im Fünf- bis Zehn-Jahres-Rhythmus deutlich erweitern.

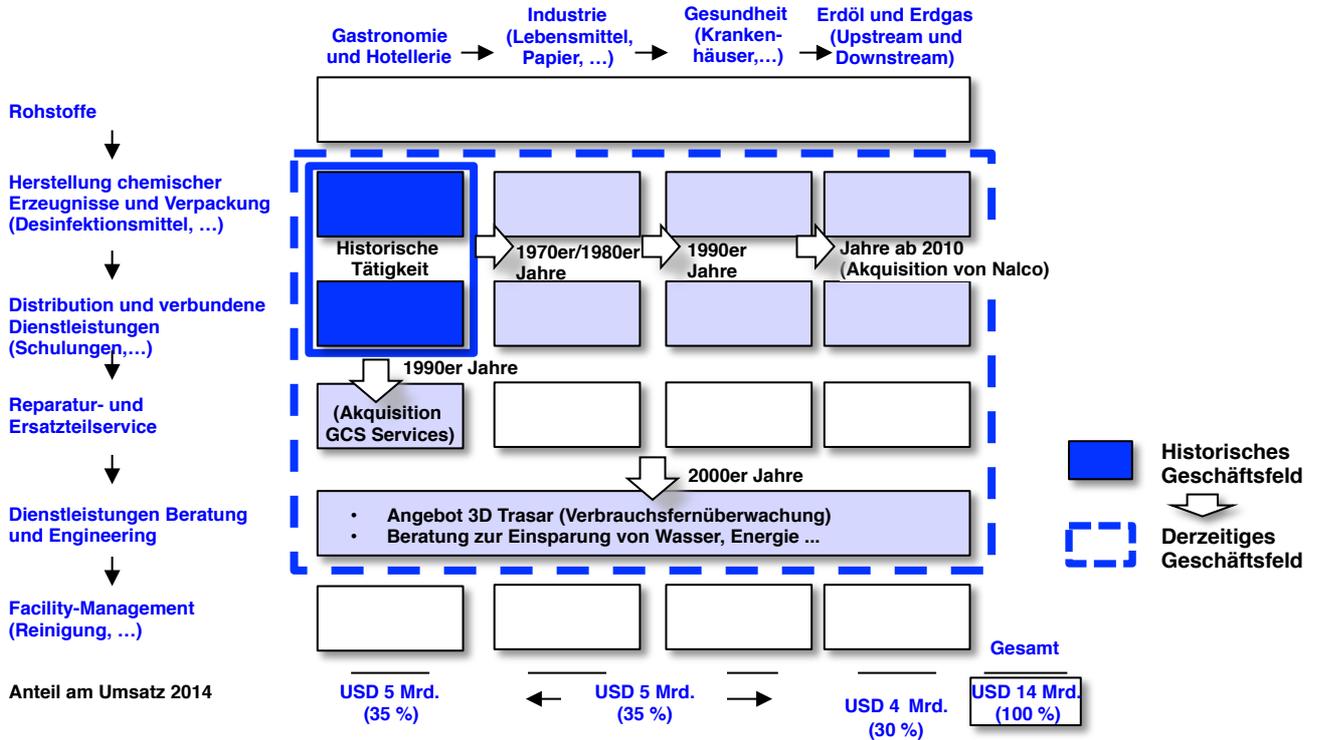
Auch Apple steigerte dank sukzessiver Erweiterung seines Geschäfts den Umsatz im Zeitraum von 2000 bis 2014 von 8 auf 183 Milliarden US-Dollar (25% Wachstum pro Jahr). Das Unternehmen erweiterte seine Angebotspalette von stationären Computern und Notebooks (rund 85% des Umsatzes im Jahr 2001) zunächst um den iPod, dann 2003 um sein Online-Musikangebot, nachfolgend 2007 um das iPhone und 2010 um das iPad. Dabei integrierte Apple diese Produkte schrittweise in seine Distributionskanäle (30% des Umsatzes im Jahr 2014). Innerhalb von 15 Jahren durchlief das Unternehmen fünf Erweiterungen seines Geschäftsfeldes, also im Durchschnitt alle drei Jahre eine Erweiterung. Im Jahr 2014 machten Computer weniger als 15% des Umsatzes von Apple aus.

Zahlreichen großen Konzernen gelingt es, über mehrere Jahrzehnte Wachstumsraten von mehr als 8 bis 12% pro Jahr aufrechtzuerhalten, indem sie im Zuge einer logischen

- Diagramm 2 -

Ecolab 1970-2015

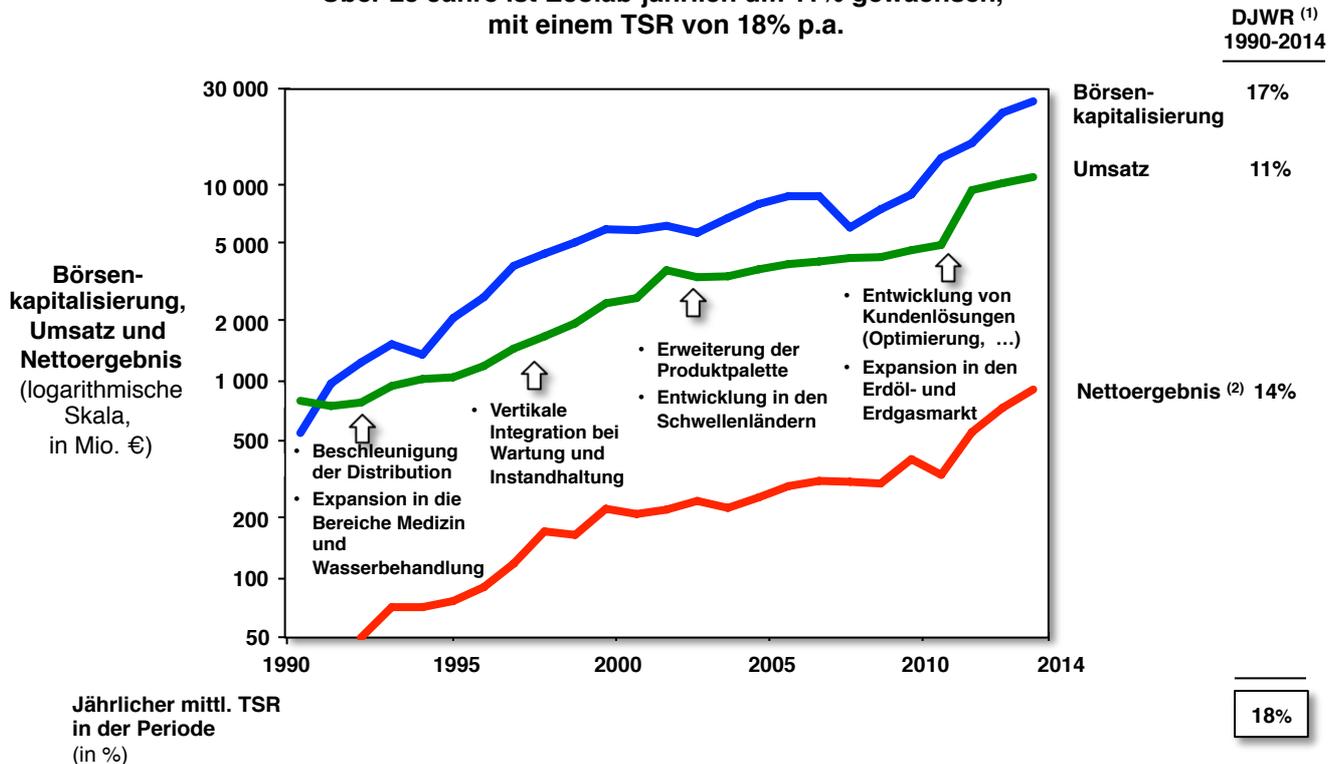
Vom US-amerikanischen Hersteller von Desinfektionsmitteln für die Gastronomie zum Weltmarktführer für Reinigungslösungen für alle Märkte



Quellen: Geschäftsberichte, Estin & Co Analysen

- Diagramm 3 -

Über 25 Jahre ist Ecolab jährlich um 11% gewachsen, mit einem TSR von 18% p.a.



(1) Durchschn. jährl. Wachstumsrate; (2) Nettoergebnis vor 1993 unter USD 50 Mio.
Quellen: Bloomberg, Estin & Co Analysen

Weiterentwicklung auf Grundlage ihrer Kompetenzen, Kundenstruktur, Reputation usw. den Bereich ihrer Geschäftstätigkeit neu definieren.

Historisch betrachtet findet in jeder Branche eine Segmentierung statt, die Ergebnis vorhandener technologischer, industrieller, kommerzieller, geografischer oder anderer Barrieren ist – und der Strategien und vorhandenen Finanzmittel der Marktteilnehmer. Eine solche Segmentierung besteht nicht ewig fort, da sich auch die zwischen den Segmenten bestehenden ökonomischen und industriellen Barrieren wandeln. Auch ändern sich die Zielrichtungen und verfügbaren Mittel der Marktteilnehmer. Die Neusegmentierung einer Branche ist eine Quelle des Wachstums.

Essenziell ist hier die Überlegung, das Geschäft auf benachbarte Felder auszuweiten: mit höherem organischem Wachstum, einem Potenzial der Konsolidierung und einer damit verbundenen Wertsteigerung (Skaleneffekte usw.), Aufteilung der Kosten und Erlöse zwischen den Segmenten.

Über die einfache Analyse hinaus *ist ein Wechsel der Perspektive von entscheidender Bedeutung*: Lösungen statt Produkte, Kunden anstelle von Märkten, nach- oder vorgelagerte Positionierung entlang der Wertschöpfungskette ... Diese Veränderungen ermöglichen nicht nur ein weiteres Wachstum, sondern auch die Erkennung von werthaltigeren Nischen.

Diversifizieren und auf den Wellen des Wachstums surfen

Die dritte Möglichkeit besteht in der Umsetzung der Schlussfolgerungen aus der einleitend genannten Beobachtung: Ohne langfristiges profitables Wachstum gibt es keine Wertschöpfung, und bei einem langfristigen Verharren in ein und derselben Branche ohne Neudefinition des Geschäftsfeldes ist auch kein langfristiges Wachstum möglich.

Die langfristige Sicherung der Zukunft eines Unternehmens beruht daher entweder auf einer Weiterentwicklung, oder gar einer regelmäßigen Neudefinition der Branchen, in denen das Unternehmen tätig ist, oder auf einer Diversifizierung des Geschäfts. Eine solche Diversifikation führt letztlich innerhalb ein und desselben Konzerns zu einer Koexistenz mehrerer Geschäftsfelder, die sich an unterschiedlichen Punkten ihres Lebenszyklus befinden. Dabei generieren die bereits weit entwickelten Segmente die Erträge zur Finanzierung der neuen, zukunfts-trächtigen Bereiche. Vorzugsweise sollte es so weit wie möglich zu einer Weitergabe von Spitzentechnologien, Know-how, Unternehmenskulturen usw. zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern kommen. Dies ist jedoch kein entscheidender Faktor. Worauf es wirklich ankommt, ist die Suche nach echten neuen Quellen eines langfristigen, profitablen Wachstums statt nach „unechten“ Synergien, die kein Wachstum generieren.

Diversifikation hat einen schlechten Ruf. Dennoch ist sie als Strategie nicht falsch, sofern die Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit und die Arten der Wertschöpfung für jedes einzelne Geschäftsfeld klar herausgearbeitet und beherrscht werden. Eine ganze Reihe von diversifizierten Groß- oder Mischkonzernen fährt auf lange Sicht besser als die „Pure Players“ und erzielt seit 15 Jahren TSR-Werte von über 15% pro Jahr (Hyundai, Keppel, Danaher, Jardine Matheson, ...). Diese Unternehmen definieren sich nicht mehr über die Beherrschung eines – auch erweiterten – Geschäftsfeldes, sondern über die Beherrschung einer bestimmten Art der Wertschöpfung (langfristiges, konkurrenzfähiges Wachstum, regelmäßige Rotation des Portfolios, Turnarounds, Aufstockungen, Leveraged Buyouts ...).

Das von General Electric unter Jack Welch erzielte Wachstum (9% pro Jahr zwischen 1980 und 2000) beruhte im Wesentlichen auf der Entwicklung des Finanzdienstleistungsgeschäfts (einer Branche, die zur damaligen Zeit in den USA stark wuchs) und weniger auf der Weiterentwicklung des Geschäfts in den ursprünglichen industriellen Bereichen. Zwischen 1980 und 2000 stieg der Anteil des Bereichs Finanzdienstleistungen am Gesamtumsatz des Konzerns von 12 auf 50%. 2014 war General Electric der zehntgrößte US-amerikanische Finanzdienstleister (in Bezug auf den Umsatz). Im genannten Zeitraum trugen die Finanzdienstleistungen mit mehr als 60 % zur Gesamtwertschöpfung von General Electric bei.

Dass das Unternehmen heute aus dem nicht mehr wachstumsträchtigen Finanzdienstleistungssektor ausscheiden möchte, ist kein Zufall.

Auch Roche hat über einen Zeitraum von 25 Jahren einen jährlichen TSR von 13% erzielt – dank einer Verlagerung seines „Geschäftsmix“ in Wachstumsfelder und einer aktiven Steuerung seines Geschäftsportfolios. Das Unternehmen tätigte mehrere Akquisitionen, um im Bereich der medizinischen Biotechnologien zum Weltmarktführer aufzusteigen. Diese machen heute 50% des Konzernumsatzes aus (in Märkten, die pro Jahr um 10% wachsen). Gleichzeitig nahm der Anteil des ursprünglichen traditionellen Pharmageschäfts am Umsatz von Roche zwischen 1998 und 2014 von 50 auf 23% ab. Die Sparten Aroma- und Duftstoffe sowie Vitamine und Feinchemie wurden aufgegeben.

Auf der anderen Seite leiden diversifizierte Konzerne, deren Portfolio keine wesentlichen Wachstumsquellen aufweist, unter allen Nachteilen einer solchen Strategie, ohne sich dabei die wichtigsten Vorteile zunutze machen zu können.

Paradigmenwechsel

Die Welt des Managements wurde in den vergangenen 30 Jahren von zwei miteinander verbundenen Paradigmen dominiert: dem Streben nach Branchenführerschaft – seitens des Managements von Großkonzernen – und der Wertschätzung der „Pure Players“ – seitens der Finanzmärkte. Diese beiden Paradigmen hatten in einer vom Wachstum geprägten Welt⁴ ihre Berechtigung und garantierten hier ein gewinnbringendes Wachstum. In einer solchen Welt kommt es tatsächlich darauf an eine Führungsposition zu erlangen und die vorhandenen Ressourcen zu bündeln, wenn man konkurrenzfähig und profitabel wirtschaften und dabei schneller als seine Wettbewerber wachsen will.

In den entwickelten, heute nicht mehr wachsenden Volkswirtschaften des Westens kommt es dagegen vor allem darauf an, nach neuen Quellen des Wachstums und der Wertschöpfung zu suchen. Die ausschließliche Fokussierung auf die Führungsposition ist kontraproduktiv. Dadurch legt sich das Management großer Konzerne selbst Fesseln an und wird zum Gefangenen des eigenen, eng umrissenen Geschäftsfeldes. Was ist eine führende Position überhaupt wert, wenn sie nicht mit Wachstum verbunden ist? Wenn der Markt nicht mehr wächst und der Konzentrationsprozess der Branche abgeschlossen ist, gibt es für einen profitablen Branchenführer keine weiteren Wertschöpfungsquellen, wenn er nicht bereit ist, auf ein neues Geschäftsfeld umzustellen oder den Umfang desselben zu verändern.

Das Unternehmen CGE (Alcatel/Alstom) war vor 20 Jahren der führende französische Industriekonzern, was auf eine weitreichende Diversifizierung seiner Geschäftsfelder zurückzuführen war. Alcatel war dann ein „Pure Player“ ohne Wachstum. Die im Jahr 1998 erfolgte erneute vollständige Fokussierung auf den Telekommunikationssektor war wahrscheinlich bereits zum damaligen Zeitpunkt kurzsichtig, da diese Branche zwar noch wuchs, aber sich in den westlichen Industrieländern bereits dem Höhepunkt ihrer Entwicklung näherte. Auch fesselte sich das Unternehmen praktisch selbst, weil attraktive Wachstumsfelder nicht entwickelt wurden.

Wenn das Geschäftsfeld, in dem man tätig ist, kein Wachstum mehr ermöglicht, dann muss man es entweder neu definieren oder verlassen. Die Neudefinition des Umfangs der Geschäftstätigkeit stellt heute eine große Herausforderung dar.

⁴ In den USA wuchs das BIP zwischen 1970 und 2000 jährlich um 3,3 % (ohne Inflation) bzw. um 7,8 % (mit Inflation). Im selben Zeitraum stieg das BIP in Frankreich um 2,8 % (ohne Inflation) bzw. um 8,5 % (mit Inflation).

Fazit

Für „Pure Players“ in westlichen Ländern, die in ihrem bisherigen Geschäftsfeld verharren, gibt es keine langfristige Zukunft (also keine Möglichkeit des Wachstums und der Wertschöpfung).

Langfristiges Wachstum erfordert in regelmäßigen Abständen eine Neudefinition der Geschäftstätigkeit – ausgehend von den etablierten Bereichen oder auch in völlig neuen Feldern. Dieser Schritt ist mit dem Eingehen von Risiken verbunden. Ohne dieses Gegenstück ist Wertschöpfung jedoch nicht möglich.

Jean Estin

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.