

DAS BOSTON CONSULTING GROUP STRATEGIE-BUCH

Die wichtigsten Managementkonzepte für den Praktiker

Herausgegeben von Bolko v. Oetinger

Econ

Der Econ Verlag ist ein Unternehmen
der Econ Ullstein List Verlag GmbH & Co. KG, München

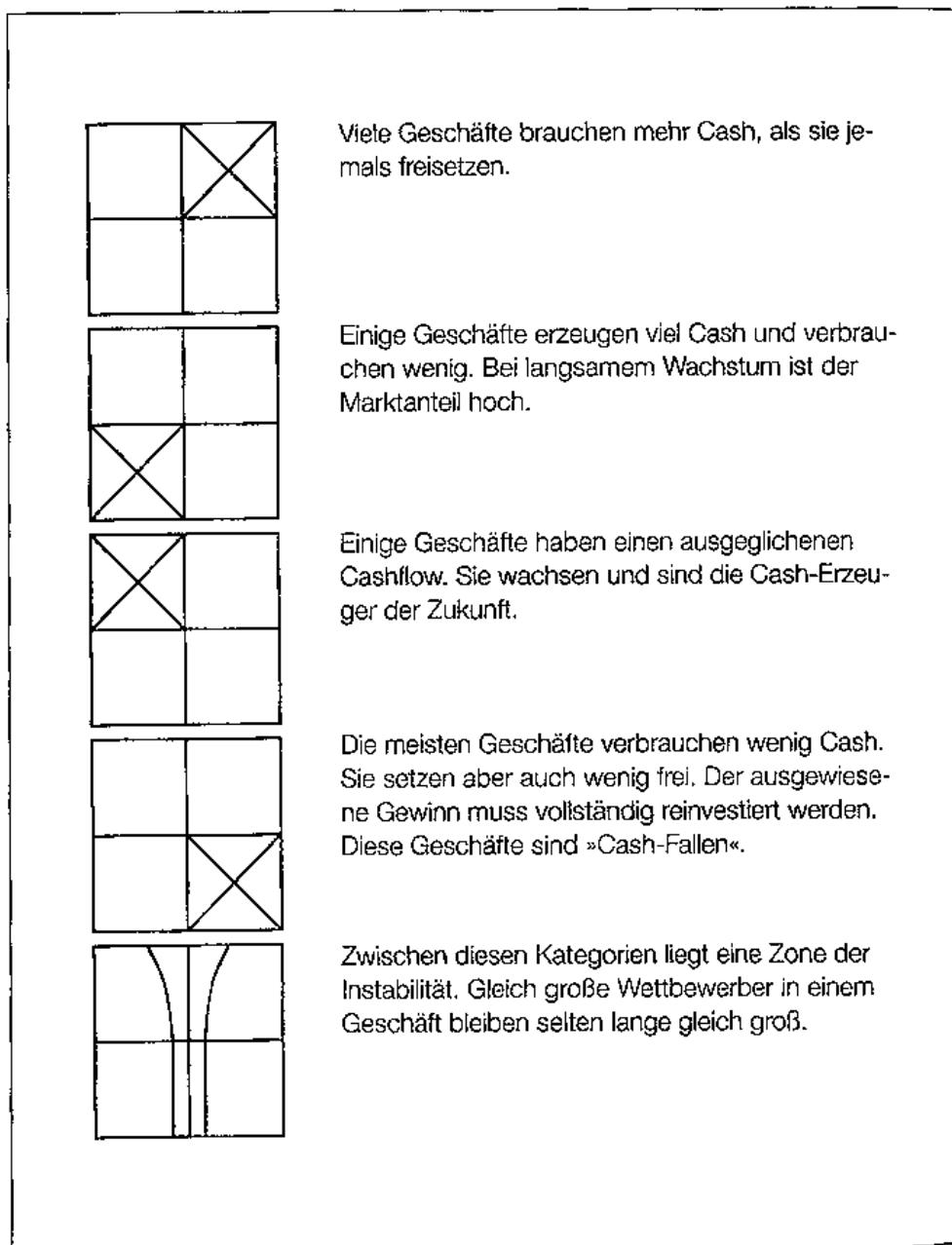
7., völlig überarbeitete und aktualisierte Auflage 2000

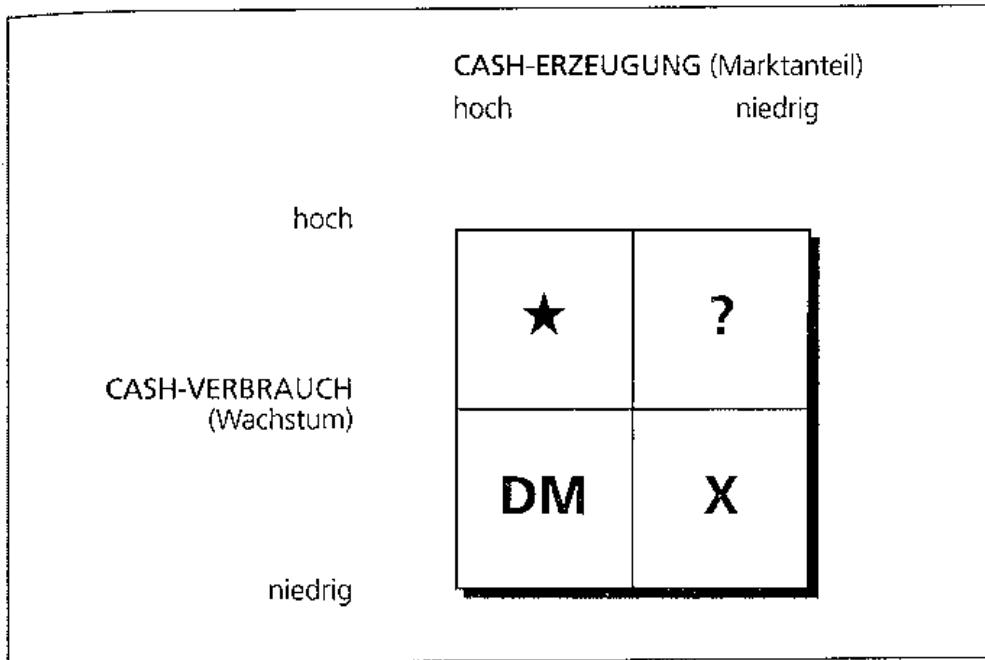
ISBN 3-430-11489-8

© 1993 by Econ Verlag GmbH, Düsseldorf
Alle Rechte vorbehalten, Printed in Germany
Gesetzt aus der 11/13,5 Punkt Optima bei Fotosatz Völkli, Puchheim
Druck und Bindearbeiten: Bercker, Kevelaer

Das Portfolio (1972)

Bruce D. Henderson





Der Cash-Verbrauch eines Geschäfts wird von seinem Wachstum bestimmt. Die Cash-Freisetzung ist eine Funktion des Marktanteils. Das beruht auf dem Erfahrungskurveneffekt.

Stars liegen im oberen linken Quadranten. Sie wachsen schnell und verbrauchen viel Cash. Da sie Marktführer sind, setzen sie auch viel Cash frei. Normalerweise haben solche Geschäfte einen ausgeglichenen Netto-Cashflow. Im Laufe der Zeit verlangsamt sich das Wachstum. Wenn die Marktführerschaft gehalten wird, werden *Stars* zu *Cash-Kühen*. Gelingt dies nicht, werden sie zu *Sorgenkindern*.

Cash-Kühe befinden sich im unteren linken Quadranten. Das Wachstum ist langsam und der Cash-Verbrauch niedrig. Der Marktanteil ist jedoch hoch und die Cash-Erzeugung bedeutend. *Cash-Kühe* zahlen die Dividenden und die Zinsen auf das Fremdkapital. Sie decken die zentralen Gemeinkosten.

Sorgenkinder befinden sich im unteren rechten Quadranten. Wachstum und Marktanteil sind niedrig. *Sorgenkinder* weisen oft Gewinne aus, obwohl sie Netto-Cash-Verbraucher sind. Sie sind im Grunde wertlos. Sie sind Cash-Fallen.

Fragezeichen liegen im oberen rechten Quadranten. Sie können gefährliche Cash-Fallen sein. Sie bieten zugleich große Chancen. Ihr

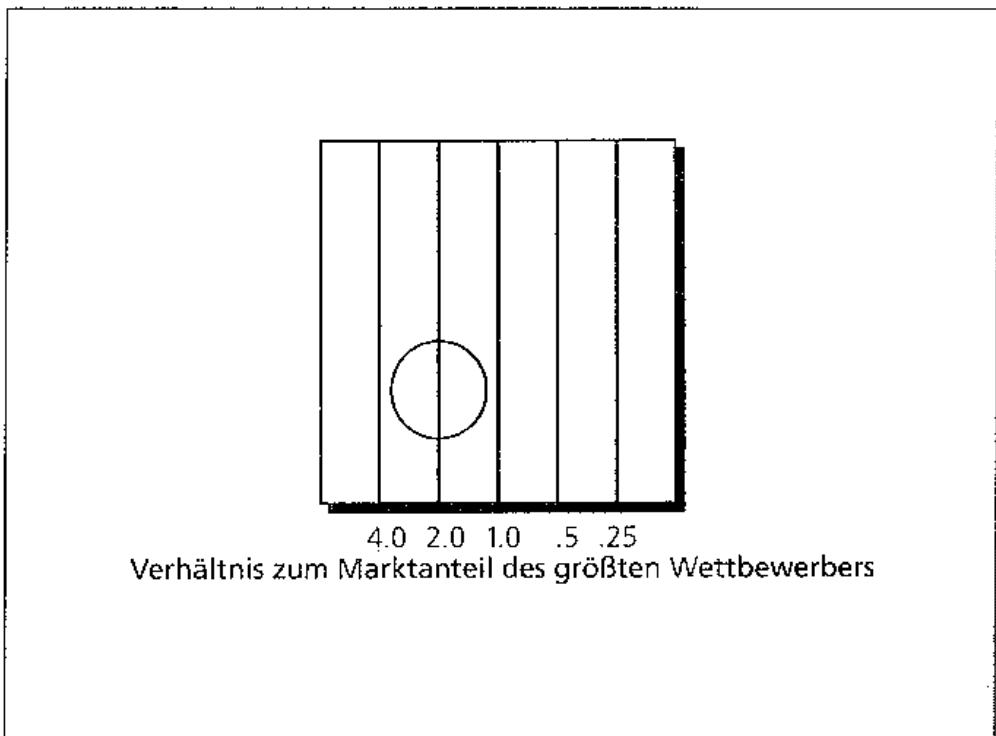
Cash-Bedarf ist hoch, da sie schnell wachsen. Ihre Cash-Erzeugung ist sehr klein, da sie einen niedrigen Marktanteil haben.

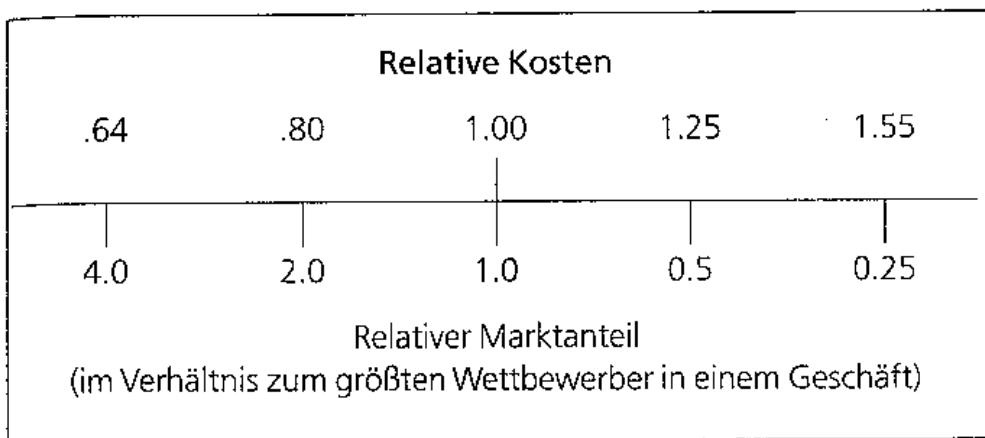
Allein gelassen sind *Fragezeichen* sichere Verlierer. Sie können jahrelang sehr viel Cash verschlingen. Wenn sie keine dominante Marktstellung erreichen, bevor das Wachstum nachlässt, entwickeln sie sich zu großen *Sorgenkindern*.

Es ist schwierig, *Fragezeichen* zu *Stars* zu machen. Die Erhöhung von Marktanteilen kostet sehr viel Geld. *Fragezeichen* können große Gewinner werden, wenn sie vorbehaltlos unterstützt werden. Die meisten *Fragezeichen* bleiben jedoch große Verlierer.

Das Portfoliokonzept ist direkt von der Erfahrungskurve abgeleitet. Die Erfahrungskurve misst Kostendifferenziale zwischen Wettbewerbern. Ein doppelt so großer Marktanteil sollte ein Kostendifferenzial von mindestens 20 Prozent oder mehr auf Wertschöpfung ausmachen. Das entspricht je nach Vermögensumschlag und Wertschöpfungsanteil einem Renditeunterschied von 5 bis 25 Prozent.

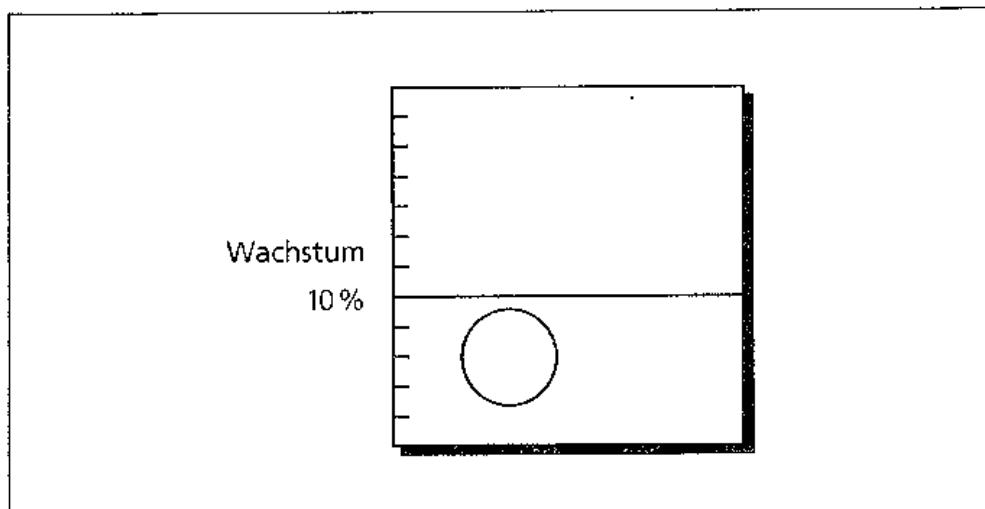
Das Cashflow-Verhalten hängt vom größten Wettbewerber ab. Im Portfolio wird der relative Marktanteil wie folgt dargestellt:

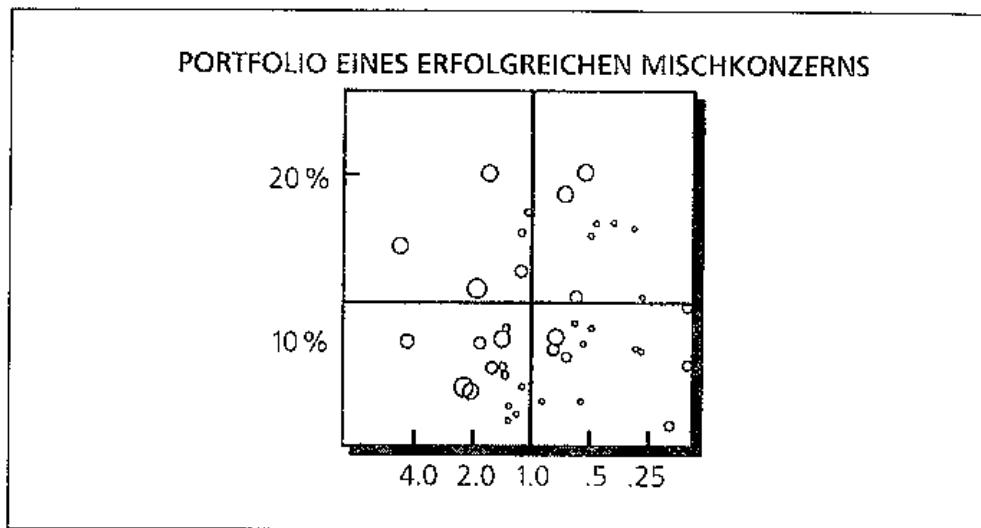




Nur ein einziger Wettbewerber kann sich links von 1.0 befinden. Alle anderen müssen definitionsgemäß einen kleineren relativen Anteil haben. Die Erfahrungskurve sollte die oben dargestellten Kostenrelationen zum größten Wettbewerber aufweisen. Diese Kostendifferenziale können jedoch zu einem bestimmten Zeitpunkt aufgrund des Erfahrungstransfers zwischen Wettbewerbern niedriger sein. Geringere Kostenunterschiede lassen sich auch auf unzureichende Investition oder schlechtes Management zurückführen. Manchmal ist das Geschäft nicht richtig definiert, sodass sich der gemessene Marktanteil nicht auf den relevanten Markt bezieht.

Wachstum kann man in Form alternativer Kapitaleinsatzmöglichkeiten darstellen.

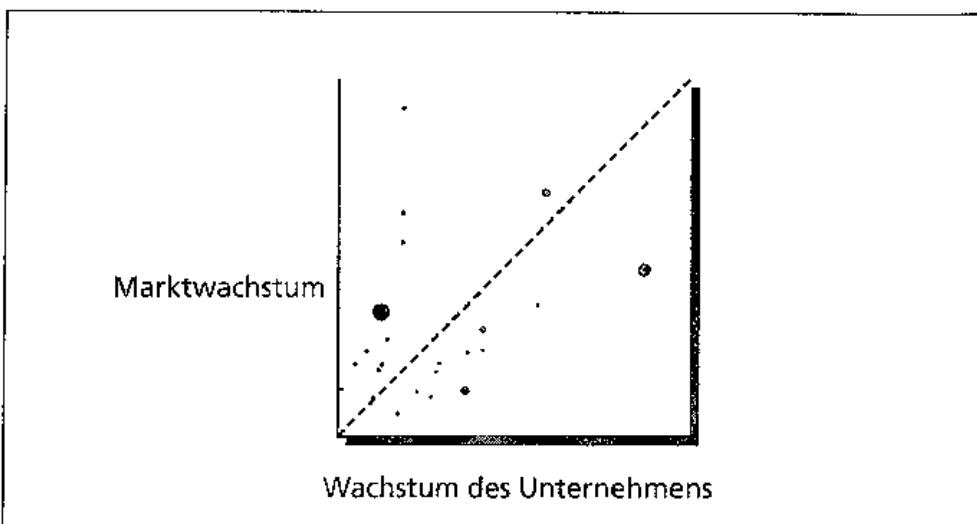




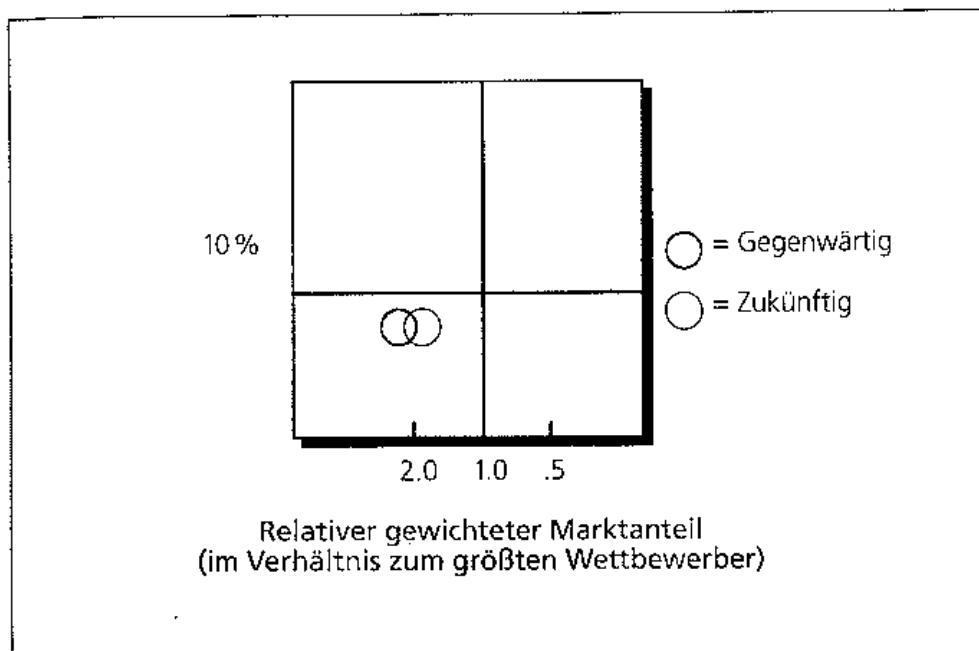
Liegt das Wachstum unter dem Schwellenwert der Investitionsverzinsung, dann hat die gegenwärtige Cash-Erzeugung einen höheren Barwert als die zukünftige und umgekehrt.

Alle Geschäfte einer Firma lassen sich im Portfolio darstellen (siehe oben). Jedes Geschäft kann mit Hilfe seiner Wachstums- und Marktanteilskoordinaten eingetragen werden. Die Kreisgröße entspricht der Größe des investierten Kapitals.

Diese Darstellung lässt sich mit einem Schaubild verbinden, das die Marktanteilsentwicklung aufzeigt.



Oberhalb der Diagonalen sollten sich keine Geschäfte befinden. Es ist das »Tal des Todes«. Entweder sollte man so viel Cash wie möglich freisetzen und das Geschäft aufgeben oder Marktanteile gewinnen. Die meisten Geschäfte haben weniger Marktanteile als der Marktführer. Dennoch ist der gewichtete Marktanteil der meisten Unternehmen größer als 1.0.



Solch ein einziges Schaubild mit einer auf fünf Jahre projizierten Position ist allein schon ausreichend, um Aussagen über Rentabilität, Verschuldungskapazität, Wachstums- und Dividendenpotenzial sowie Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens zu machen.

Jedoch muss die Produkt-/Marktsegmentierung sorgfältig durchgeführt werden, um ein Portfolio zu entwickeln. Es ist für ein Unternehmen durchaus möglich, innerhalb einer Branche der größte Wettbewerber und dennoch in keinem Geschäft der Marktführer zu sein.

Das Portfolio ist ein wertvolles Instrument der Strategieentwicklung.

Anatomie der Cash-Kuh (1976)

Bruce D. Henderson

Vorrangiges Ziel der Unternehmensstrategie ist die Sicherung der Cash-Erzeuger. In nahezu allen Unternehmen erwirtschaftet eine kleine Zahl von Produkten den Großteil des Netto-Cash. Das sind die Cash-Kühe. Cash-Kühe finanzieren ihr eigenes Wachstum. Sie bezahlen die Dividende und die Gemeinkosten der Zentrale. Sie decken die Zinsen des Unternehmens. Sie stellen die Gelder für Forschung und Entwicklung bereit. Sie liefern die Investitionsmittel für andere Produkte. Sie bestimmen die Verschuldungskapazität des gesamten Unternehmens. Deshalb müssen sie geschützt werden.

Cash-Kühe sind Geschäfte, deren Kapitalrendite die Wachstumsrate übersteigt. Nur in diesem Fall erwirtschaften Geschäfte mehr Cash, als sie verbrauchen.

Hohe Kapitalrendite und geringes Wachstum sind für hohe Cash-Erzeugung notwendig. Eine Cash-Kuh hat fast immer einen höheren Marktanteil als die nachfolgenden Konkurrenten. Das beruht auf dem Erfahrungskurveneffekt.

Jede Cash-Kuh hat eine hohe Verschuldungskapazität. Ihre Netto-Cash-Erzeugung sichert hohe Zinsdeckung und risikoarme Tilgung. Eine Marktanteilssteigerung der Cash-Kuh erhöht die Verschuldungskapazität viel stärker als das zu investierende Kapital. Dies ermöglicht einen Leverage des Eigenkapitals, der entweder zu höherer Eigenkapitalrendite oder zum Ausbau von Marktanteilen durch Preissenkungen genutzt werden kann. Leverage kann aber auch zu zusätzlicher Cash-Freisetzung benutzt werden, um Geld für andere Geschäfte zu erhalten.

Die Ausweitung des Marktanteils einer Cash-Kuh hat ihre Grenzen. Die Kosten für den Kauf weiterer Marktanteilspunkte steigen mit zunehmendem Anteil, da die Gewinnspannen des Gesamtvolumens berührt werden. Je kleiner der verbleibende Marktanteil, desto geringer sein Wert. Wenn der Marktanteil den des nächstgrößeren Wettbewerbers um das Doppelte übersteigt und viermal so groß ist wie der des drittgrößten, besteht kaum noch ein Anreiz, zusätzliche Anteile zu gewinnen.

Andererseits lassen sich Marktanteile einer Cash-Kuh kurzfristig in

Cash verwandeln. Hochpreispolitik setzt den höheren Preis direkt in höheren Cashflow und Gewinn um. Konkurrenten können jedoch unter dem Schutz dieses Preisschirms schneller wachsen. Das Resultat ist ein kontinuierlicher Verlust des Volumens und der relativ günstigeren Kostenposition. Schließlich verringert die erhöhte Leistungsfähigkeit der Konkurrenz den Wert des verbleibenden Marktanteils so stark, dass die Ertragsquelle der Cash-Kuh versiegt.

Der Marktanteil der Cash-Kuh ist fast ausnahmslos mehr wert als der jedes anderen Konkurrenten. Ein höherer Marktanteil sollte und wird bei gleichem Kapitaleinsatz zu niedrigeren Kosten führen.

Wenn die Cash-Kuh ihren Finanzleverage bis zur Angleichung ihres Risikos an das des kleineren Wettbewerbers nutzt, kann sie viel Cash und eine gute Eigenkapitalrendite erwirtschaften. Die Entscheidung, in den Marktanteil einer Cash-Kuh zu investieren oder sich daraus zurückzuziehen, hängt jedoch von alternativen Investitionsmöglichkeiten im Unternehmensportfolio ab.

Der echte Wert einer Cash-Kuh entspricht dem diskontierten Barwert des künftig zu erwirtschaftenden Cash. Ein hoher Zinssatz gibt unweigerlich der Liquidation den Vorzug, weil der Cash der frühen Jahre stark zu Buche schlägt. In einem langsam wachsenden Geschäft entsprechen sich in der Regel ausgewiesener Gewinn und Netto-Cashflow. Folglich werden viele Cash-Kühe ungewollt liquidiert, um kurzfristige Gewinne zu erzielen, obgleich alternative Anlagemöglichkeiten mit einer ähnlich guten Kapitalrendite fehlen.

Der wirkliche Wert einer Cash-Kuh ist ihre Eigenkapitalrendite unter der Annahme, dass das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital so hoch ist, dass die Kosten in Prozent vom Umsatz genauso hoch sind wie die des nächsten Wettbewerbers. Daher muss auch der Wettbewerber zu seiner Höchstverschuldungskapazität belastet werden.

Dieser Test wird im Allgemeinen zeigen, dass beide Konkurrenten ein beträchtliches Ertragspotenzial des Eigenkapitals aufweisen. Bei schrittweiser Fortführung zum jeweilig nächstkleineren Anbieter stößt man schließlich auf denjenigen, dessen Kapitalrendite das Wachstum des Bruttonzialprodukts einschließlich Inflation nicht übersteigt. So lässt sich eine echte Rendite jedes Wettbewerbers ermitteln. Bei stabilen Wettbewerbsverhältnissen werden selten mehr als drei oder vier Hersteller langfristig erfolgreich sein.

Der Grenzanbieter, dessen Netto-Cashflow die zur Erhaltung seiner Marktposition erforderlichen Investitionen gerade deckt, ist – abgesehen von Liquidationserlösen – wertlos. Er ist in einem solchen Vergleich der letzte Bezugspunkt. Alle Konkurrenten mit besseren Kostenpositionen und höheren Margen können die Margendifferenzen in einen Cash-Überschuss umwandeln. So kann die Rendite einer Cash-Kuh bestimmt werden.

Der Wert der Cash-Kuh wird durch die Kapitalrendite alternativer Investitionsmöglichkeiten im Unternehmensportfolio bestimmt. Sie ist der Zinssatz zur Bestimmung des Barwerts der Cash-Kuh.

Wollen Sie Marktanteil für Ihre Cash-Kuh kaufen oder verkaufen? Woher nehmen Sie die Mittel, wenn Sie Anteile kaufen wollen? In welche Geschäfte investieren Sie die Mittel, wenn Sie verkaufen wollen?

Der Star im Portfolio (1979)

Bruce D. Henderson

Der Marktführer in einem schnell wachsenden Markt ist ein Star. Er zeigt ausgezeichnete Gewinne. Aber allein Cash zählt. Gewinn ist nur ein Versprechen. Der Star des Portfolios muss den doppelten Marktanteil des nächstgrößten Konkurrenten halten, oder seine Leistung täuscht.

Cash-Erzeugung ist eine Funktion der Kostenunterschiede zwischen Wettbewerbern. Kostendifferenziale sind eine Funktion des Marktanteils. Kostenunterschiede können mithilfe des Erfahrungskurveneffekts in den Veredelungskosten abgeschätzt werden. Ein hoher relativer Marktanteil bedeutet hohe relative Cash-Erzeugung. Jedoch erfordert starkes Wachstum entsprechend hohe Investitionen. Übersteigt das Finanzwachstum die Rendite des investierten Kapitals, kann sich der Star nicht mehr selbst finanzieren.

Wachstum verlangt mehr Aktivitäten, insbesondere mehr Kapital. Zusätzliche Vermögensgüter bedeuten zusätzliche Cash-Ausgaben. Soll sich der Star selbst finanzieren, muss – nach Steuerabzug – seine Rendite auf das investierte Kapital dem Wachstum der Vermögensgüter einschließlich Inflation entsprechen. Hohes Wachstum und Geldentwertung verlangen eine hohe Rendite. Sie ist so hoch, dass viele Wettbewerber sich mit weniger Gewinn zufrieden geben, wenn sie das erforderliche Wachstum aus anderen Quellen finanzieren können. Sogar der Kreditrahmen anderer Geschäfte wird zur Finanzierung herangezogen, solange sich damit der ausgewiesene Gewinn erhöhen lässt.

Ausgewiesener Gewinn ist kein Netto-Cash und wird es vielleicht nie sein. Jedoch ist der ausgewiesene Gewinn das Entscheidungskriterium vieler Wettbewerber. Daher kann der schnell wachsende, marktbeherrschende Star des Portfolios selten gleichzeitig Marktanteil halten und sich selbst finanzieren. Stars sind keine Cash-Erzeuger.

Wer einen Star angreifen will, muss große Summen einsetzen. Ein Marktanteilsverhältnis von zwei zu eins bewirkt einen fünf- bis achtprozentigen Kostenvorteil in der Wertschöpfung. Dieser Wert multipliziert mit dem Kapitalumschlag entspricht dem Cash, den der kleinere Mitbewerber zusätzlich zur Wachstumsfinanzierung aufbringen muss,

um ebenso schnell wie der Star zu wachsen. Viele sind bereit, dies zu bezahlen. Wachstum und ausgewiesene Gewinne ziehen viele Wettbewerber an. Sie gewinnen jedoch den eingesetzten Cash nie zurück, geschweige denn den abgezinsten Barwert.

Im Lauf der Zeit geht das Wachstum des Stars zurück. Überdurchschnittliches Wachstum hält nicht unbegrenzt an. Auch die Cash-Zuführung nimmt mit nachlassendem Wachstum ab. Die Cash-Erzeugung ändert sich nicht, solange Kostenunterschiede zwischen den Wettbewerbern unverändert bleiben. Im freien Wettbewerb nimmt die Zahl der Anbieter ab, weil Unternehmen mit höheren Kosten und weniger Cash zurückfallen. Die Verbleibenden teilen diese Marktanteile unter sich auf. Der Marktführer kann relativen Marktanteil verlieren, auch wenn sein absoluter Anteil gleich bleibt.

Der eigentliche Wert jedes Produkts oder jeder Dienstleistung misst sich am Barwert der Cash-Rückflüsse abzüglich der Reinvestitionen. Für den Star liegen diese Cash-Rückflüsse in der Zukunft, manchmal sogar in weiter Zukunft. Um den echten Wert zu ermitteln, müssen diese Rückflüsse mit dem Zinssatz alternativer Anlagemöglichkeiten abgezinst werden. Beim Star zählt nur der künftige Cash-Rückfluss und nicht der gegenwärtig ausgewiesene Gewinn.

Wenn sich das Warten und die Kosten in Zukunft bezahlt machen sollen, müssen die Marktanteilsvorteile verteidigt werden. Der Star im Portfolio, der seinen Marktanteilsvorsprung verliert, ist eine kostspielige Investition, die sich nicht auszahlt – selbst wenn sie zwischenzeitlich Gewinn ausweist.

Fragezeichen (1979)

Bruce D. Henderson

In schnell wachsenden Märkten wird jedes Geschäft des Portfolios als Fragezeichen bezeichnet, das einem oder mehreren Konkurrenten unterlegen ist. Hohe Investitionen sind bereits erforderlich, damit das Geschäft mit dem Markt wachsen kann. Sie fließen nur dann zurück, wenn eine führende Marktposition erreicht ist, ehe das Wachstum nachlässt. Zu diesem Zweck muss das Unternehmen noch stärker investieren, um den Marktführer einzuholen, oder es muss sich endgültig aus diesem Markt zurückziehen. Strategien zum Erwerb von Marktanteilen sind immer äußerst risikoreich, können aber manchmal sogar ohne bedeutenden Mittelaufwand erfolgreich sein. Strategien zur allmählichen Liquidierung des Geschäfts bergen ein weitaus geringeres Risiko und lassen oft das eingesetzte Kapital zurückfließen. Am ungünstigsten ist es, die ursprüngliche Wettbewerbsposition nicht zu verändern. Dort werden fortgesetzt Mittel gebunden, die niemals zurückfließen werden.

Ausgewiesene Gewinne sind irreführend. In rasch wachsenden Märkten können sie bisweilen sehr hoch sein und dadurch neue Wettbewerber anlocken. In Wirklichkeit machen sie jedoch nur einen geringen Teil der Mittel aus, die das Geschäft benötigt, um mit dem Markt zu wachsen. Es hat sich gezeigt, dass nur der Wettbewerber, der zu Beginn der Reifephase Marktführer ist, mit dem Rückfluss seines eingesetzten Kapitals rechnen kann.

Zwischen Cash-Erzeugung und Wettbewerbsposition besteht ein direkter Zusammenhang. Ein Fragezeichen-Geschäft hat meist geringere Gewinnspannen als der Marktführer. Dennoch muss es bereits stark investieren, um nur mit dem Marktwachstum Schritt zu halten. Schon ein Fragezeichen in einer unveränderten Position zu halten ist sehr teuer: Der Cashflow ist stark negativ. Mehr noch: Die Investitionen können völlig verloren sein, wenn es nicht gelingt, das Geschäft bis zum Zeitpunkt der Marktreife in eine Führungsposition zu bringen. Der mit langsamem Wachstum verbundene Rückgang der Gewinnspannen und die im Vergleich zum Marktführer höheren Kosten erlauben es

nicht, das Geschäft ohne Verlust der ursprünglichen Ressourcen aufzugeben. Behält ein Unternehmen ein solches Fragezeichen unverändert bei, schafft es sich eine Cash-Falle.

Daher muss sich das Unternehmen aus einem Fragezeichen-Geschäft so früh wie möglich zurückziehen oder versuchen, Marktanteile zu gewinnen, solange der Markt noch stark expandiert: Dies ist möglich, indem das Unternehmen einen Großteil des neu entstehenden Volumens erobert, ohne dabei kurzfristig Märkte zu bedrohen, die bereits von Konkurrenten besetzt sind. Dies setzt jedoch voraus, dass der Marktführer keine Gegenmaßnahmen ergreift. Eine solche Strategie ist daher mit einem hohen Risiko behaftet und sollte sorgfältig durchdacht werden.

Die Höhe der langfristig benötigten Investitionen hängt vom Vorsprung des Marktführers ab. Auf jeden Fall muss das Unternehmen in Kapazitätserweiterungen investieren, um den neu gewonnenen Markt bedienen zu können. Gleichzeitig muss es diesen Markt erst einmal erobern. Ob dies durch Preissenkungen oder durch Verbesserungen von Qualität, Dienstleistungen oder Garantie geschieht – immer ist ein solcher Schritt mit Gewinneinbußen verbunden, die Cash verbrauchen und eine zusätzliche Belastung darstellen, da die Kosten ohnehin höher sind als die des Marktführers.

In bestimmten Bereichen mit starkem Wachstum und häufig wechselnden Technologien arbeitet oft jeder Wettbewerber mit einer eigenen Technologie. Dort ist schwer zu erkennen, wer der eigentliche Marktführer ist. Diese Situation zwingt alle Wettbewerber zu hohen Investitionen, um nicht überholt zu werden, während die Marktanteile ständig in Bewegung sind. Somit hat kein Wettbewerber gegenüber den anderen einen grundlegenden strategischen Nachteil.

Doch in allen Fällen muss aggressiv investiert werden. Daher muss ein Unternehmen sicher sein, dass es die Mittel für diese Strategie so intensiv und so lange wie nötig aufbringen kann.

Eine aggressive Strategie zum Gewinn von Marktanteilen kann kaum ein Fragezeichen-Geschäft selbst finanzieren. Das Unternehmen muss auf Mittel zurückgreifen, die von Cash-Kühen freigesetzt werden, d. h. von langsam wachsenden Geschäften in einer Führungsposition. Zu diesen Mitteln zählt neben dem positiven Cashflow auch die Verschuldungskapazität aufgrund hoher Gewinne. Die verfügbaren Mittel rei-

chen aber oft nicht aus, um ein Fragezeichen in eine Führungsposition zu bringen; so beispielsweise, wenn ein Unternehmen keine Cash-Kuh besitzt oder wenn andere Fragezeichen bereits besser positioniert sind und daher Vorrang genießen. Muss man sich in solchen Fällen zwangsläufig aus dem Geschäft zurückziehen?

Wenn ein Geschäft sehr schnell wächst, muss häufig der Markt neu definiert werden, und es entstehen Teilsegmente, in denen spezialisierte Wettbewerber ihren Vorteil gegenüber dem Marktführer des gesamten Bereichs behaupten können. So kann ein rasches Absinken der Herstellkosten zur Regionalisierung eines ursprünglich am Weltmarkt orientierten Geschäfts führen, da jetzt der Transport zum kritischen Kostenfaktor wird. Eine bisher einheitliche Nachfrage kann sich plötzlich nach Produktpalette und/oder nach Kunden (große/kleine, Endabnehmer/Weiterverarbeitung usw.) differenzieren. Oft vermag der Marktführer die Folgen einer solchen Entwicklung nicht richtig abzuschätzen. Daher kann ein Fragezeichen mitunter durch radikale Spezialisierung und ohne großen Aufwand in ein ertragreiches Geschäft verwandelt werden.

In der Regel ist es jedoch ratsamer, sich aus einem solchen Fragezeichen-Geschäft zurückzuziehen, wenn

- die Ressourcen des Unternehmens für eine langfristig aggressive Strategie nicht ausreichen;
- der Marktführer seinen Marktanteil verteidigt und sein Portfolio die notwendigen Mittel freisetzt;
- Spezialisierung nicht möglich ist.

Meist besitzt ein Unternehmen mehrere Fragezeichen und nicht genügend Kapital, um alle in eine Führungsposition zu bringen. Hier muss es wählen und seine Mittel auf eine begrenzte Anzahl von Geschäften, oft nur auf ein einziges, konzentrieren. Die Zukunft des Unternehmens hängt davon ab, ob es das oder die Fragezeichen wählt, mit denen sich eine Führungsposition erreichen lässt. Die restlichen Fragezeichen sollten aufgegeben werden. Die schlechteste Lösung besteht darin, die Mittel zu streuen. In diesem Fall läuft man Gefahr, die investierten Ressourcen endgültig zu verlieren und sich langfristig Cash-Fallen zu schaffen.

Entscheidungen über Fragezeichen gehören zu den schwierigsten und risikoreichsten Aufgaben eines Unternehmens. Die Unternehmensle-

tung muss zwischen mehreren Möglichkeiten vergleichen, wobei ihr nur lückenhafte Informationen zur Verfügung stehen und die Segmentation rasch wechseln kann. Auch müssen die Ressourcen der Wettbewerber abgeschätzt und ihre möglichen Reaktionen auf eine aggressive Strategie vorhergesehen werden.

Schnelle Entscheidungen sind wichtig.

Cash-Fallen (1972)

Bruce D. Henderson

In vielen Unternehmen sind die meisten Produkte Cash-Fallen. Sie verbrauchen mehr Cash, als sie erwirtschaften, auch wenn sie Buchgewinne ausweisen. Investitionen in diese Produkte führen meist zu weiteren Cash-Verlusten. Um dieser Falle zu entkommen, sind radikale Maßnahmen erforderlich: entweder Einstellen aller weiteren Investitionen und Maximierung des Cashflow oder so hohe Investitionen, dass das Produkt die Marktführung erreicht.

In nahezu allen Unternehmen sind die ausgewiesenen Gewinne höher als die Auszahlungen an die Eigentümer. Ein Großteil der Gewinne muss reinvestiert werden, nur um die Marktstellung zu halten und Investitionsverluste auszugleichen. Übersteigt der Investitionsbedarf einschließlich der Zunahme des Nettoumlauvermögens die Summe aus ausgewiesenen Gewinn und Zunahme der langfristigen Verschuldungskapazität, handelt es sich um eine Cash-Falle. Investitionen in Cash-Fallen machen sich nur selten bezahlt, es sei denn, es wird ein überlegener Marktanteil erreicht und damit die relative Wettbewerbsposition entscheidend verbessert.

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass ein klassisches Unternehmen der verarbeitenden Industrie bei durchschnittlichem Wachstum und Kapitalumschlag eine Umsatzrendite von etwa sieben Prozent vor Steuern erzielen muss, sonst wird das gesamte Unternehmen zur Cash-Falle. Wirtschaftsbereiche mit hohem Wachstum oder hoher Kapitalintensität erfordern sogar noch höhere Renditen. Ist die durchschnittliche Rendite geringer, übersteigt der Investitionsbedarf zur Erhöhung des betriebsnotwendigen Kapitals den ausgewiesenen Gewinn. Eine Finanzierung ist dann nur über eine entsprechende Ausweitung der Verschuldung oder über anhaltende Kapitalerhöhungen möglich.

Echte Cash-Fallen sind wertlos, da die Eigentümer nie Cash erhalten, sondern ständig nachschließen müssen. Ausgewiesene Gewinne sind keine Ausschüttungen. Selbst wenn man einer Cash-Falle schließlich entrinnt, sind Verluste zu verbuchen. Je länger es dauert, der Cash-Falle zu entkommen, desto größer ist der verlorene Gegenwartswert der Investitionen.

In nahezu allen Geschäften erwirtschaftet eine kleine Zahl von Geschäften den Großteil des Netto-Cash. Es handelt sich dabei zwangsläufig um Geschäfte in marktbeherrschenden Positionen.

Schon Pareto entdeckte diese Verteilung, als er zu erklären versuchte, weshalb der größte Teil des Volksvermögens in den Händen weniger Familien konzentriert war. Der Gedanke ist vertraut: Etwa 20 Prozent aller Geschäfte erbringen ungefähr 80 Prozent des Gewinns. Zieht man vom Gewinn eines jeden Geschäfts den erforderlichen Investitionsbedarf ab, dann erwirtschaften diese 20 Prozent in der Regel 120 Prozent oder mehr des tatsächlichen Netto-Cash.

Schon die Theorie von Pareto erklärt, weshalb der Großteil des Netto-Cash von einer kleinen Zahl von Geschäften herrührt. Der Erfahrungskurveneffekt verstärkt diese Beziehung und erklärt zusätzlich den Zusammenhang von Cash-Erzeugung und Marktanteil. Die Erfahrungskurve besagt, dass mit jeder Verdoppelung des relativen Marktanteils die relativen Kosten um 20 bis 25 Prozent sinken. Umsatz und Gewinn erhöhen sich mit zunehmendem Marktanteil. Aber auch das Gegenteil trifft zu. Das ist der Grund für die Existenz so vieler Cash-Fallen. Meist haben sie einen geringen Marktanteil.

Für die Aktionäre sind ausgewiesene Gewinne praktisch wertlos. Das Einzige, was sie jemals erhalten, ist Cash: entweder in Form von Dividenden oder von Liquidationserlösen. Das ist auch alles, was ein Unternehmen erreichen kann: Cash-Überschüsse oder Liquidationserlöse. Unabhängig von der Höhe des ausgewiesenen Gewinns ist daher ein Unternehmen oder Geschäft wertlos, wenn die investierten Barmittel nicht verzinst und damit wieder freigesetzt werden.

In einer dynamischen Wirtschaft müssen praktisch alle, auch die langsam wachsenden Unternehmen, einen beträchtlichen Teil der ausgewiesenen Gewinne reinvestieren. Allein die Inflation erfordert eine Zunahme der Finanzmittel, um die Preissteigerungen bei den Ersatzinvestitionen, Vorräten usw. zu finanzieren. Zusätzliche Investitionen sind erforderlich, wenn die Position in einem wachsenden Markt gehalten werden soll. Solange ein Unternehmen nicht liquidiert wird, kann nur ein Teil der ausgewiesenen Gewinne ausgeschüttet werden. Bei der Liquidation zeigt sich häufig, dass sich viele Vermögensgüter nicht zu ihrem Buchgewinn veräußern lassen.

Wenn die Gewinnspannen niedrig sind, übersteigen die erforderlichen

Investitionen oft die ausgewiesenen Gewinne – sogar in reifen Märkten. Wird dagegen nichts unternommen, wird ein solches Geschäft für immer zur Cash-Falle. Je später es liquidiert wird, umso größer ist der Verlust. Wird nur ein Teil des Buchwerts erzielt, wurde der bis dahin ausgewiesene Gewinn überbewertet. Ist die von dem Unternehmen benötigte Mindestrendite für Investitionen höher als die nach unten bereinigte Gewinnspanne, stellt die Differenz die jährlichen Opportunitätskosten des Unternehmens dar.

Schnell wachsende Geschäfte können gefährlicher sein als langsam wachsende, denn Wachstum erfordert Cash. Doch Wachstum allein verbessert weder die relative Kostenposition noch den relativen Gewinn. Cash lässt sich erst dann aus einem Geschäft zurückgewinnen, wenn eine überlegene Kostenposition gegenüber den Wettbewerbern erreicht wird, deren Gewinnmargen gerade ausreichen, um die Erhaltung ihrer Marktstellung zu finanzieren. Niedrigere Kosten und höhere Spannen werden aber selten ohne überlegenen Marktanteil erreicht. Wachstum erhöht daher nur den Cash-Abfluss, sofern keine marktbeherrschende Position erreicht wird.

Der Vorteil schnell wachsender Geschäfte besteht in der Chance, der Konkurrenz durch überproportionales Wachstum zuvorkommen. Der Nachteil ist darin zu sehen, dass bereits die Verteidigung der Marktposition viel Cash verbraucht. Wenn eine führende Marktstellung nicht vor der Reifephase erreicht ist, sind Cash-Erträge kaum noch zu erwarten.

Der kritische Schwellenwert scheint ein Marktanteil zu sein, der doppelt so groß ist wie der des nächstgrößten Konkurrenten. Von da an wächst nämlich die Verschuldungskapazität in Abhängigkeit vom Marktanteil schneller als der Investitionsbedarf. Das erreichbare Kosteniveau erlaubt die Aufnahme von Fremdkapital in Höhe des eingesetzten Nettovermögens, selbst wenn die Konkurrenz zu Selbstkosten oder mit Verlust verkauft. Der gesamte ausgewiesene Gewinn oder mehr kann dann entnommen und entweder in andere Geschäfte investiert oder ausgezahlt werden. Das ist eine äußerst erstrebenswerte Position. Daraus ergibt sich als Faustregel für den Wettbewerb:

- In jedem Geschäft sollte man mindestens doppelt so schnell wachsen wie der nächstgrößte Konkurrent. Lässt sich das nicht verwirklichen, sollten die investierten Mittel so schnell wie möglich freigesetzt werden.

Nur die jeweils zwei oder drei größten Konkurrenten können mit einiger Berechtigung erwarten, dass ihr Geschäft nicht zur Cash-Falle wird. Häufig gibt es aber viel mehr Wettbewerber. Demnach müssen die meisten Geschäfte vieler Firmen Cash-Fallen sein. Das bedeutet, dass die Mehrzahl der Geschäfte vieler Unternehmen nicht nur wertlos ist, sondern auch einen dauernden Aderlass an verfügbarem Kapital darstellt.

Die Verkaufspreise könnten niedriger und die Gewinne höher sein, wenn alle Wettbewerber ihre Cash-Fallen erkennen würden und aufhören, Geld an sie zu verschwenden. Immer wenn mehr als zwei oder drei aktive Anbieter in einem Geschäft auftreten, macht jemand einen Fehler. Entweder betreibt der Marktführer keinen ernsthaften Wettbewerb und schirmt so die mit höheren Kosten operierenden Konkurrenten zu seinem eigenen Nachteil ab, oder einige Wettbewerber sind in Cash-Fallen gefangen. Im einen wie im anderen Fall bleiben günstige Gelegenheiten ungenutzt.

Das Unternehmensportfolio (1977)

Bruce D. Henderson

Für ein diversifiziertes Unternehmen ist das Portfolio das wichtigste Steuerungsinstrument, um Investitionen ihrem produktivsten Einsatz zuzuführen. Alle diversifizierten Unternehmen – im Unterschied zu Holdinggesellschaften – gleichen sich in einem Punkt: Sie können intern Finanzressourcen kontrollieren und zuteilen. In einer Holding muss jedes Geschäft sich selbst tragen und unabhängig sein. In einem diversifizierten Unternehmen können dagegen Cash und Investitionen von einem Geschäft zum anderen transferiert werden. Das ist der entscheidende Vorteil.

Erst ein diversifiziertes Unternehmensportfolio ermöglicht es einem Unternehmen, den Prozess des Lebenszyklus in seiner eigentlichen Komplexität zu sehen und zu steuern. Das Unternehmen kann dann anstelle einer Familie verwandter Produkte eine Familie unterschiedlicher Geschäfte entwickeln.

Alle Produkte durchlaufen einen Lebenszyklus. Am Anfang verbrauchen sie mehr Cash, als sie erzeugen. Sobald sie erfolgreich sind, setzen sie mehr Cash frei, als ertragbringend in sie reinvestiert werden kann. Aufeinander folgende, sich zeitlich überlappende Produktgenerationen können den Cashflow etwas verstetigen, aber selbst diese Produktfamilien unterliegen dem gleichen Lebenszyklus. Bis sie erfolgreich sind, verbrauchen sie Cash. Einmal erfolgreich, setzen sie Cash frei, den sie selbst nicht wieder benötigen. Dies veranlasst viele Unternehmen, in eine Familie von Geschäften und nicht nur in Produkte zu diversifizieren.

Aber Geschäfte als Ganzes durchlaufen den gleichen Lebenszyklus. Sie sind unrentabel, wenn sie neu sind, profitabel, aber unterkapitalisiert, wenn sie am stärksten wachsen, und schließlich Cash-Erzeuger, wenn sie erfolgreich und reif geworden sind und nur noch langsam wachsen. Die Probleme wandeln sich mit der Reifephase. Junge, schnell wachsende Geschäfte brauchen Kapital, um das potenzielle Wachstum und die Marktchancen voll zu nutzen. Bei reifen Geschäften ist es dagegen schwer, für die freigesetzten Mittel geeignete Investitionsmöglichkeiten zu finden.

Ein Unternehmen mit einem breit gestreuten Portfolio unterschiedlicher Geschäfte kann Investitionen in die produktivsten Bereiche lenken. Es kann dies weit schneller und besser als der Kapitalmarkt.

Die Unternehmensleitung selbst stark diversifizierter Unternehmen kann Potenzial und Eigenschaften eines wachsenden Geschäfts besser abschätzen, als Außenstehende dies können. Solche Unternehmen können über ihre Stabsabteilungen Analysen durchführen und Daten erheben, die selbst ausführliche Prospekte nicht enthalten können.

Den Cashflow eines reifen Geschäfts in andere Geschäfte lenken und reinvestieren zu können ist eine außerordentlich wichtige Fähigkeit, um neue Investitionsmöglichkeiten zu nutzen. Es gibt keinen Grund, Gewinne in das gleiche Geschäft zu reinvestieren, nur weil es in der Vergangenheit erfolgreich war.

Jedes Unternehmen, das seine Aufwendungen für ein wachsendes Geschäft gegen Gewinne aus anderen Geschäften verrechnen kann, hat günstigere Kapitalkosten, insbesondere bei stark wachsenden und risikoreichen Geschäften. Das diversifizierte Unternehmen, das mit einem Portfolio geführt wird, hat die Chance, Kapital zu niedrigsten Kosten zu erhalten und es am produktivsten anzulegen. Fraglich ist, ob dies auch geschieht.

Jedes Unternehmen, das seine Bereiche oder Abteilungen als völlig getrennte und unabhängige Geschäfte sieht, nutzt seine eigene Stärke nicht. Die herkömmliche Profit-Center-Konzeption hat einen schweren Mangel. Sie konzentriert die Aufmerksamkeit auf die kurzfristig ausgewiesenen Gewinne und nicht auf das Investitionspotenzial. Deshalb bestehen so viele erfolgreiche diversifizierte Unternehmen auch aus reifen Geschäften. Bei der Entwicklung neuer Geschäfte sind sie dagegen wenig erfolgreich. Ein Unternehmen muss wie ein Investor und nicht wie ein Verwalter handeln, wenn es sein Potenzial ausschöpfen will.

Die Erfahrungskurve zeigt deutlich, wie groß das Potenzial tatsächlich ist. Sie verdeutlicht, dass die Kosten eine direkte Funktion des kumulierten Marktanteils sind. Sie sagt weiter, dass Investitionen in Marktanteile während der Wachstumsphase eines Produkts später zu hohen Erträgen führen können. Die heutigen Verluste können daher äußerst rentable Investitionen sein, wenn sie den Marktanteil verteidigen bzw. vergrößern. Dies ist selbst bei hohen Kapitalkosten richtig, wenn die Wachstumsrate überdurchschnittlich ist.

Daraus folgt für den Wettbewerb, dass die Einführungspreise neuer Produkte niedrig sein sollten. Sie sollten so niedrig sein, dass sie abschreckend wirken. Sie sollten außerdem stabil sein. Dies führt so lange zu einem negativen Cashflow, bis die Kosten unter den niedrigen Einführungspreis sinken. Darauf folgt ein immer größerer positiver Cashflow, da die Kosten weiter ab- und die Produktionsmengen zunehmen. Dies ist der Ertrag der Investition.

Das diversifizierte Unternehmen ist für diese Art des Portfoliomanagements sehr gut geeignet. Nur das diversifizierte Unternehmen kann negative mit positiven Cashflows ausgleichen. Nur das diversifizierte Unternehmen kann die steuerlichen Vorteile der »Ausgabeninvestition« nutzen. Nur das diversifizierte Unternehmen kann die Informationen sammeln und analysieren, die für eine kluge Investition mit anfänglich negativem Cashflow erforderlich sind. Alles spricht für das diversifizierte Unternehmen: Steuergesetze, Kapitalkosten, Finanzquellen, Investitionsmöglichkeiten. Der Vorteil liegt in seiner Fähigkeit, verschiedene Portfolioalternativen gegeneinander abzuwägen. Wird diese Flexibilität nicht genutzt, haben diversifizierte Unternehmen Nachteile. Das einzelne Geschäft hat für sich allein keinen Vorteil außer einer unsicheren Finanzunterstützung. Die Gemeinkostenstruktur des Unternehmens kann eine echte Last sein, die durch keinen Vorteil ausgeglichen wird. Es gibt daher eine Reihe diversifizierter Unternehmen ohne Erfolg. Das muss aber nicht sein, wenn das Unternehmen als Portfolio geführt wird.

Ein diversifiziertes Unternehmen, das sein Potenzial nutzen will, muss für seine Investitionen und Strategien weit mehr Geschick an den Tag legen als ein Unternehmen mit nur einem Geschäft. Einige Unternehmen verfügen darüber. Sie haben gute Chancen, die Marktführer der Zukunft zu sein. Sie werden ihre Portfolios so gestalten, dass sie den Barwert künftiger Cashflows ständig erhöhen.