



Marktführerschaft

MARKTFÜHRERSCHAFT

Hervorragende Unternehmen zeichnen sich durch eine ganze Reihe an Qualitätsattributen aus. Dies umfasst beispielsweise die in einer unserer letzten Studien¹ beschriebene Qualität der Unternehmensführung, eine konservative Finanzierung, attraktive langfristige Wachstumsaussichten oder eine hohe Gewinnstabilität – allesamt entscheidende Aspekte bei unserer Beurteilung der Investitionswürdigkeit eines Unternehmens. Ein weiteres zentrales Merkmal exzellenter Firmen ist eine starke Marktführerschaft. Diese trägt, wie im Nachfolgenden beschrieben wird, entscheidend zur Wertschöpfung eines Unternehmens bei.

Wertschaffende Unternehmen

Ein fundamentales, betriebswirtschaftliches Konzept besagt, dass ein Unternehmen ökonomischen Wert schafft, sofern seine erwirtschaftete Kapitalrendite über den Kapitalkosten liegt. Besonders wertvoll ist dabei die Kombination aus einer dauerhaft hohen Kapitalrendite und Wachstumsmöglichkeiten, um zusätzliches Kapital wertschaffend zu investieren. Hervorragende Unternehmen zeichnen sich u. a. durch diese Kombination von hoher Kapitalrendite mit attraktiven Wachstumsmöglichkeiten aus. Warren Buffett hat dies in einem seiner lesenswerten Aktionärsbriefe bereits vor ziemlich genau 30 Jahren treffend zum Ausdruck gebracht:

«Abgesehen von der Frage des Preises ist es am besten, ein Unternehmen zu besitzen, das über einen längeren Zeitraum hinweg grosse Mengen an zusätzlichem Kapital zu sehr hohen Renditen einsetzen kann.» – Warren Buffett

Dabei besteht mittlerweile auch empirische Evidenz, dass langfristiges Umsatzwachstum – insbesondere organisches Umsatzwachstum – der wichtigste Renditetreiber von Unternehmen mit hohen Kapitalrenditen ist.² Vorsicht ist hingegen bei anorganischem Wachstum geboten. Bei Akquisitionen muss oftmals eine hohe Übernahmeprämie bezahlt werden, was die Kapitalrendite schmälert. Nicht

zuletzt deswegen führen insbesondere Grossakquisitionen in unseren Entscheidungsgremien regelmässig zu intensiven Diskussionen.

Die Erwirtschaftung einer dauerhaft hohen Kapitalrendite bedingt allerdings, dass ein Unternehmen über einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil verfügt. Ansonsten würden andere Unternehmen, angelockt von der attraktiven Kapitalrendite, in den Markt eintreten und das Renditeniveau mit der Zeit bis auf die Kapitalkosten drücken. Nachhaltige Wettbewerbsvorteile sind daher die Grundvoraussetzung für die Erwirtschaftung einer anhaltend hohen Kapitalrendite.

Festzustellen, ob ein Unternehmen über einen Wettbewerbsvorteil verfügt, zu identifizieren was diesen begründet und schliesslich dessen Dauerhaftigkeit zu beurteilen, sind zentrale Aspekte bei der Beurteilung der Qualität eines Unternehmens. Erwirtschaftet eine Firma für längere Zeit eine Kapitalrendite, die deutlich über den Kapitalkosten liegt, deutet dies, wie gesagt, auf die Existenz eines Wettbewerbsvorteils hin. Ein weiteres Indiz sind relativ stabile Marktanteile, die darauf hindeuten, dass einerseits hohe Markteintrittsbarrieren vorhanden sind und andererseits die bestehenden Marktteilnehmer nicht übermässig aggressiv um Marktanteile konkurrieren.

Verschiedene Arten von Wettbewerbsvorteilen

Es bestehen zwei grundlegende Wege, einen Wettbewerbsvorteil zu erlangen. Ein Unternehmen kann entweder dauerhaft tiefere Kosten als seine Wettbewerber aufweisen (Kostenführerschaft) oder seine Produkte auf irgendeine Weise von der Konkurrenz abheben, die es ihm erlaubt, einen höheren Preis am Markt durchzusetzen (Differenzierung).³

Bei einer erfolgreichen Differenzierungsstrategie ist ein Unternehmen in der Lage, seine Produkte oder Dienstleistungen in Bezug auf gewisse Leistungsdimensionen von denen der Wettbewerber

¹ Exzellentes Management, Albin Kistler Reflexion, 2023, abrufbar unter www.albinkistler.ch/dokumente.

² How to Choose between Growth and ROIC, McKinsey on Finance no.25 (2007).

³ Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, Michael E. Porter (1985).

abzuheben. Werden diese einzigartigen Leistungsparameter von den Kunden genügend geschätzt, erlaubt dies dem Unternehmen einen höheren Preis durchzusetzen. Sofern diese vielzitierte Preissetzungsmacht zu vertretbaren Kosten erreicht wird, kann eine überdurchschnittliche Profitabilität erzielt werden.

Bei einer erfolgreichen Kostenführerschaftsstrategie hingegen ist ein Unternehmen in der Lage, ein Produkt oder eine Dienstleistung zu tieferen Kosten oder mit geringerem Kapitaleinsatz als seine Wettbewerber zu erbringen. Sofern am Markt zumindest ein vergleichbarer Preis erlangt werden kann, resultiert die Kostenführerschaft ebenfalls in einer überdurchschnittlichen Kapitalrendite.

Auf Basis der zwei beschriebenen grundlegenden Kategorien von Wettbewerbsvorteilen gibt es eine ganze Reihe von Quellen, die einen Wettbewerbsvorteil begründen können. Eine keinesfalls abschliessende Auswahl soll im Folgenden anhand konkreter Beispiele in ihren Grundzügen skizziert werden.

Netzwerkeffekte – Mastercard

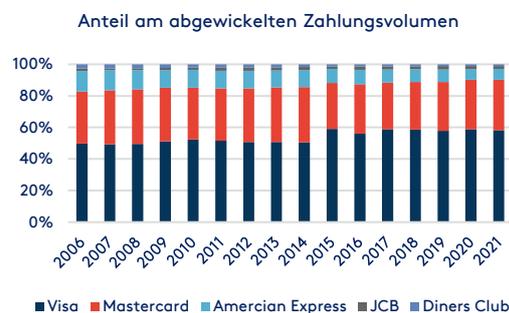
Mastercard betreibt das weltweit zweitgrösste Zahlungsnetzwerk, welches in einem komplexen Vier-Parteien-System die Abwicklung von Transaktionen in mehr als 210 Ländern ermöglicht. Dies beinhaltet v. a. die Zahlungsautorisierung, den Austausch von Finanz- und Transaktionsdaten («Clearing») sowie die Zahlungsabwicklung («Settlement»).

Als Intermediär stellt Mastercard Regeln zur Teilnahme an diesem Netzwerk auf und schafft so die Möglichkeit der effizienten Geschäftsabwicklung zwischen Käufer und Verkäufer. Ende 2022 waren weltweit über 2,7 Milliarden Karten unter der Mastercard-Marke ausstehend, die von über 80 Millionen Händlern weltweit akzeptiert werden.

Für den einzelnen Karteninhaber steigt der Nutzen der Teilnahme an diesem Netzwerk, je mehr Händler sich ebenfalls dem Netzwerk angeschlossen haben, da dies die Anzahl Akzeptanzstellen erhöht. Ähnliches gilt für den einzelnen Geschäftsinhaber, der sein Geschäftsvolumen steigern kann, je mehr

seiner Kunden über eine entsprechende Karte verfügen. Der Nutzen des Systems steigt entsprechend mit der Anzahl Teilnehmer.

Dieser Netzwerkeffekt stellt einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil von Mastercard dar, begründet eine kaum zu überwindende Markteintrittsbarriere und führt zu stetigen Marktanteilsgewinnen zu Lasten kleinerer Netzwerke mit geringerer Akzeptanz. Entsprechend hoch sind mittlerweile die Marktanteile des Duopols bestehend aus Visa und Mastercard, die ihren hohen kombinierten Marktanteil seit Jahren erfolgreich verteidigen und sogar noch ausbauen konnten.



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Daten aus Nilsen Reports.

Reputation – Moody's

Moody's erstellt seit über 100 Jahren Kreditratings. Diese Ratings vereinfachen den Emittenten den Kapitalzugang und senken den Risikoaufschlag, was sich in günstigeren Finanzierungskosten niederschlägt. Für Fremdkapitalgeber erhöhen die Ratings die Transparenz aufgrund der Verringerung der Informationsasymmetrie zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer und stärken so das Vertrauen in den Emittenten.

Dabei profitiert Moody's davon, dass sowohl die Emittenten als auch die Fremdkapitalgeber ein hohes Interesse daran haben, dass das Kreditrating von einer namhaften Agentur erstellt wird. Die über Jahrzehnte aufgebaute Reputation signalisiert eine hohe Qualität und schafft das notwendige Vertrauen. Da im Markt ein Kreditrating einer oder üblicherweise sogar mehrerer namhafter Ratingagenturen geradezu eine Grundvoraussetzung darstellt, um zu attraktiven Konditionen Fremdkapital aufnehmen zu können, sind die Markteintrittsbarrieren sehr hoch.

Die grossen Ratingagenturen sind daher mittlerweile fest im Markt verankert. So unterliegen beispielsweise Anlagefonds oder Pensionskassen oftmals Vorschriften in Bezug auf das Mindestrating einer anerkannten Agentur. Auch bei der Bestimmung der Kapitalerfordernisse der Banken fliessen die Kreditratings mit ein. Schliesslich zementieren ironischerweise auch die Regulierungsbehörden (in den USA z. B. die SEC) das bestehende Marktgefüge, indem sie eine Liste mit staatlich zugelassenen Ratingagenturen führen, was den Markteintritt für alternative Anbieter zusätzlich erschwert.

Wenig überraschend wird daher der Markt für Kreditratings seit Jahrzehnten von den drei grossen Agenturen S&P Global, Moody's und Fitch dominiert. Diese kommen seit der Zeit vor der globalen Finanzkrise auf einen kombinierten Marktanteil von fast 95%. Die hohe operative Marge im Ratinggeschäft (>50%) ist zudem ein klares Indiz dafür, dass die Agenturen über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen.

Wechselkosten - Microsoft

Mit einem Umsatz von über \$200 Mrd. und mehr als 220'000 Angestellten ist Microsoft im Jahr 2022 das mit Abstand grösste Softwareunternehmen der Welt. Zum Konzern gehören eine Vielzahl von Produktkategorien wie z. B. MS Office, das Windows-Betriebssystem, Azure (Cloud-Computing), Gaming oder das soziale Netzwerk LinkedIn.

In vielen dieser Kategorien hat sich Microsoft über die Jahre eine beneidenswerte Marktposition aufgebaut und profitiert dabei nicht zuletzt von den hohen Wechselkosten ihrer Kunden. Insbesondere die MS Office-Produkte und das Windows-Betriebssystem sind, v. a. im professionellen Kontext, stark in der Betriebsumgebung und den Arbeitsabläufen verankert. Kompatibilitätsanforderungen und allfällige Migrationskosten hindern viele Unternehmenskunden daran, ernsthaft über einen Wechsel nachzudenken.

Schliesslich zöge ein Wechsel auf ein anderes Betriebssystem oder auf andere Produktivitätssoftware einen nicht zu unterschätzenden Trainingsaufwand nach sich. Wer über Jahre in der Microsoft-Umgebung gearbeitet hat, hat sich einiges an anwendungsspezifischem Wissen angeeignet,

welches sich nicht einfach auf eine neue Softwareumgebung übertragen lässt. Diese zusätzlichen, nicht-monetären Wechselkosten halten oftmals auch Privatpersonen von einem Wechsel ab. Wenig überraschend ist die Preissetzungsmacht von Microsoft entsprechend hoch.

Markenloyalität - LVMH

Die LVMH-Gruppe, der weltweit grösste Luxusgüterkonzern, entstand 1987 aus der Fusion von Moët Hennessy und Louis Vuitton. Mittlerweile besteht der Konzern, der sich nach wie vor mehrheitlich in Familienbesitz befindet, aus 75 überwiegend dezentral geführten «Maisons» in den Kategorien Mode & Lederwaren, Uhren & Schmuck, Weine & Spirituosen, Parfüms & Kosmetik und selektiver Einzelhandel.

Das Markenportfolio, das nebst Louis Vuitton auch Christian Dior, Tiffany's, TAG Heuer, Hublot, Moët & Chandon, Veuve Clicquot, Dom Pérignon und viele weitere weltbekannte Marken mit langer Historie umfasst, verfügt über eine beneidenswerte Anziehungskraft.

Diese weltbekannten Luxusmarken wecken so starke Begehrlichkeiten, dass ihre Preissetzungsmacht nahezu unerreichbar ist. Eine Eigenheit des Luxusgütermarktes ist dabei die Besonderheit, dass die Nachfrage bei Preiserhöhungen nicht nur unelastisch reagiert, sondern in gewissen Fällen sogar noch zunimmt. Dieser nach dem amerikanischen Ökonomen Thorstein Veblen benannte Effekt ergibt sich aus der Tatsache, dass der Luxusgütermarkt zu einem wesentlichen Teil auf Exklusivität beruht. Nur wenn der Kreis derer, die sich ein Luxusprodukt leisten können, überschaubar bleibt, besteht diese Exklusivität fort. Auch aus diesem Grund findet man beispielsweise Louis Vuitton-Produkte niemals im Ausverkauf - der negative Effekt auf die Marke wäre viel zu gross. Wie wichtig diese Begehrlichkeit der Marke für die Preissetzungsmacht - die ein klares Indiz eines Wettbewerbsvorteils darstellt - ist, hat der CFO des Konzerns im Jahr 2022 treffend zum Ausdruck gebracht:

«Die Realität ist, dass die Preissetzungsmacht von der Attraktivität der Marke abhängig ist. Attraktive Marken können die Preise erhöhen,

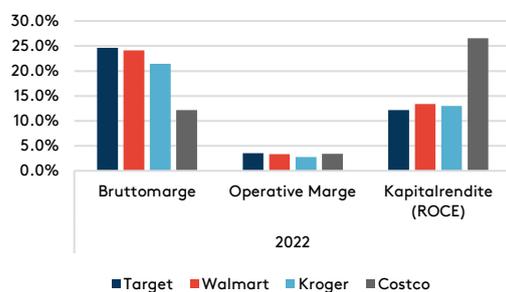
*wenig attraktive nicht. So einfach ist das.» –
Jean-Jacques Guiony, CFO, LVMH*

Skalenvorteil – Costco Wholesale

Mit nahezu 600 Geschäftsstellen in den USA gehört Costco Wholesale («Costco») zu den grössten Cash-and-Carry-Ketten des Landes. In den Warenhäusern werden Lebensmittel, Haushaltswaren, Elektronikgeräte, Bekleidung und vieles mehr zu wesentlich niedrigeren Preisen als im herkömmlichen Gross- und Einzelhandel angeboten.

Das Unternehmen ist in der Lage niedrigere Preise anzubieten, indem es einen messerscharfen Fokus auf Kostenkontrolle legt und versucht, einen Grossteil der Kosten, die traditionell im Gross- und Einzelhandel anfallen, zu eliminieren. Dieser Kostenfokus zieht sich durch die gesamte Organisation und beinhaltet u. a. den Verzicht auf schick eingerichtete Verkaufsgeschäfte, weniger Verkaufspersonal, die Beschränkung auf Grossmengen sowie schlanke Unterstützungsfunktionen. Darüber hinaus verfügt Costco, insbesondere dank des äusserst schlanken Sortiments, über eine beträchtliche Einkaufsmacht bei seinen Lieferanten.

Dadurch gelingt es Costco ebenfalls, nebst den tieferen Warenkosten, seine Fixkosten so gering wie möglich zu halten und dadurch die Durchschnittskosten zu senken. Die Einsparungen können den Kunden anschliessend in Form von tieferen Preisen weitergegeben werden und sichern dem Unternehmen dadurch die Kostenführerschaft. Der Erfolg dieser Strategie zeigt sich in einem Direktvergleich mit einigen Konkurrenten.



Quelle: Eigene Berechnung basierend auf Bloomberg Daten.

Trotz der deutlich tieferen Bruttomarge ist Costco in der Lage, dank der geringen Gemeinkosten eine vergleichbare operative Marge zu erzielen. In Bezug auf die Kapitalrendite sticht allerdings Costco

infolge der deutlich höheren Kapitaleffizienz (Kapitalumschlag) klar hervor.

Das Mitgliedschaftsmodell hilft Costco, die Dauerhaftigkeit dieses Wettbewerbsvorteils zu schützen. Um in einem Costco-Warenhaus einkaufen zu können, muss eine Mitgliedschaft erworben werden, die jährlich zwischen \$60-120 kostet. Dadurch wird die Kundenbindung gefördert, was wiederum entscheidend dazu beiträgt, den Grössenvorteil des Unternehmens und dadurch die Kostenführerschaft zu sichern. Die hohe Kundenloyalität – die Erneuerungsraten der Mitgliedschaften liegen bei über 90% – zeugt vom Erfolg dieses Modells.

Fazit

Eine wesentliche Grundvoraussetzung für die nachhaltige Erwirtschaftung von Aktionärswert ist das Bestehen eines dauerhaften Wettbewerbsvorteils. Nur so kann sichergestellt werden, dass die erwirtschaftete Kapitalrendite langfristig über den Kapitalkosten liegt und dadurch ökonomischer Wert geschaffen wird.

Bei der Selektion qualitativ hervorragender Unternehmen muss entsprechend ein hohes Augenmerk auf den Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens gelegt werden. Zentral ist vorderhand zu verstehen, ob überhaupt ein Wettbewerbsvorteil besteht und falls ja, zu identifizieren, was genau diesen begründet. Schliesslich muss darüber hinaus eine Einschätzung über die Dauerhaftigkeit des Wettbewerbsvorteils erlangt werden. Dabei ist insbesondere bei denjenigen Unternehmen Vorsicht geboten, die in Märkten tätig sind, welche einem schnellen technologischen Wandel unterliegen oder sich verändernden Konsumentenpräferenzen ausgesetzt sind.

Im Idealfall weist ein Unternehmen eine Kombination von Wettbewerbsvorteilen aus mehreren Quellen auf, die zusammen einen unüberwindbaren «Burggraben» schaffen. Kann während einer langen Zeitdauer zusätzliches Kapital innerhalb dieses «Burggrabens» (d. h. zu einer hohen Kapitalrendite) eingesetzt werden, führt der Zinseszinsseffekt zu einem bemerkenswerten Gewinnwachstum:

	ROCE (Ø FY17-22)	CAGR FY06-22	
		Umsatz	EPS
Mastercard	60,6%	12,6%	23,6%
Moody's	34,6%	6,4%	7,8%
Microsoft	26,4%	9,8%	13,1%
LVMH	18,4%	10,8%	12,9%
Costco	23,8%	8,7%	11,7%

ROCE: «Return on Capital Employed» (Kapitalrendite)
Quelle: Eigene Berechnung basierend auf Bloomberg Daten.

Qualität hat allerdings bekanntlich ihren Preis. Für qualitativ herausragende Unternehmen muss daher oftmals ein entsprechender Preis bezahlt werden. Dennoch sind wir überzeugt, dass hervorragende Unternehmen langfristig die attraktivste Anlagemöglichkeit bieten. Denn über die Jahre haben wir die Erfahrung gemacht, dass das langfristige Wertschöpfungspotenzial solcher Firmen, und somit auch das Aktienkurspotenzial, von vielen Marktteilnehmern unterschätzt wird.

Andreas Buner

Analyst Banken/Finanzdienstleister & Informationstechnologie

Moritz Baumann

Leiter Research

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung:
www.albinkistler.ch