

TIM RÖDIGER



**DIE
BURGGRABEN
STRATEGIE**

BAUEN SIE IHREN
WETTBEWERBSVORTEIL AUF –
UND VERTEIDIGEN SIE
IHN ERFOLGREICH!

campus

Die Burggraben-Strategie

Tim Rödiger verantwortete den Bereich Unternehmensentwicklung beim AOK-Bundesverband in Berlin und war als Keynote Speaker in der Gesundheitsbranche tätig, bevor er die Lieblingsköder GmbH mitgründete, in der er heute als geschäftsführender Gesellschafter tätig ist.

Tim Rödiger

Die Burggraben- Strategie

Bauen Sie Ihren Wettbewerbsvorteil auf –
und verteidigen Sie ihn erfolgreich!

Campus Verlag
Frankfurt/New York

ISBN 978-3-593-50593-0 Print
ISBN 978-3-593-43585-5 E-Book (PDF)
ISBN 978-3-593-43605-0 E-Book (EPUB)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt
insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen
und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.
Copyright © 2017 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main
Umschlaggestaltung: total italic, Thierry Wijnberg, Amsterdam/Berlin
Umschlagmotiv: Shutterstock/Aleksey Butenkov
Satz: Publikations Atelier, Dreieich
Gesetzt aus der Sabon und der Neuen Helvetica
Druck und Bindung: Beltz Bad Langensalza
Printed in Germany

www.campus.de

Inhalt

| | |
|---|-----------|
| Einleitung | 7 |
| Teil I | |
| Darum sind Burggräben wichtig | 17 |
| Wirtschaftliche Burggräben | 19 |
| Profit | 27 |
| Wettbewerb | 37 |
| Strategie | 43 |
| Ein Wettbewerbsvorteil ist messbar | 63 |
| Teil II | |
| Das sind Burggräben | 69 |
| Quellen für Burggräben | 71 |
| Immaterielle Vermögenswerte | 75 |
| Strukturelle Kostenvorteile | 83 |
| Wechselkosten | 91 |
| Skalennische | 93 |
| Netzwerkeffekt | 95 |
| Teil III | |
| Burggräben bauen | 99 |
| Burggräben bauen | 101 |
| Strategie Apple | 105 |
| Strategie BlackBerry | 131 |
| Eine eigene Burggraben-Strategie entwickeln | 139 |

| | |
|---|-----|
| Teil IV | |
| Burggräben in einer digitalisierten Welt | 143 |
| Kritik an Wettbewerbsvorteilen | 145 |
| Digitalisierung und Wettbewerb | 147 |
| Zerstöre oder werde zerstört | 151 |
| Handle agil, nicht strategisch | 155 |
| Burggräben im digitalen Zeitalter | 161 |
| Schlusswort | 163 |
| | |
| Danksagung | 165 |
| Anmerkungen | 167 |
| Register | 171 |

Einleitung

Erfolg ist gefährlich

Nehmen wir an, Sie haben eine geniale Geschäftsidee, etwas Startkapital und genügend Mut. Sie gründen ein Unternehmen. Ihr Unternehmen gewinnt die ersten Kunden. Schnell kommen neue hinzu. Die Kunden lieben Ihre Produkte, und der Umsatz schnell in die Höhe. Was passiert als nächstes? Sie reden mit Geschäftspartnern und beraten sich mit Freunden, entwickeln neue Ideen und schmieden ehrgeizige Wachstumspläne. Wichtige Entscheidungen stehen an: neue Märkte erobern, die Produktpalette erweitern, weitere Mitarbeiter einstellen, größere Büroräume suchen. Ihre Wachstumspläne nehmen immer mehr Gestalt an. Ihr Terminkalender füllt sich wie von selbst. Das alles macht Ihnen Spaß, Ihr Erfolg treibt Sie an. Sie fühlen sich gut.

Was wird noch passieren? Während sich der Terminkalender füllt, leert sich Ihr Konto. Die Kosten steigen schneller als die Zahlungseingänge. Damit Sie weiter wachsen können, müssen Sie investieren. Dafür müssen Sie möglichst schnell Geld auftreiben, entweder Investoren finden oder Kredite aufnehmen. Beides kostet Geld und wertvolle Zeit.

Wenn Sie ein wirklich gutes Produkt haben, sind in der Zwischenzeit bereits andere Unternehmen auf Ihren Erfolg aufmerksam geworden. Diese Unternehmen werden versuchen, Ihr Produkt zu kopieren, besser zu machen oder günstiger anzubieten. Ihr Kundenbestand wird zur Zielscheibe der Konkurrenz. Vielleicht säen Ihre Konkurrenten auch Zweifel. Zweifel darüber, ob Sie die Lieferfähigkeit sicherstellen, dauerhaft gute Qualität bieten oder auch größere Mengen herstellen können. Und die Wettbewerber können Ihnen noch mehr schaden. Sie können Vertriebskanäle besetzen, das Marketingbudget erhöhen und so Werbepplätze blocken, Mitarbeiter abwerben oder Sie in anwaltliche Auseinandersetzungen zwingen. Es gibt zahlreiche Angriffsflächen – und Ihr junges Unternehmen ist noch sehr verwundbar.

Bei vielen Gründern kommt in dieser Phase Existenzangst auf, weil es gleich an mehreren Stellen brennt. Wie wild rennen sie hin und her, um die Feuer wieder zu löschen. Sie arbeiten bis tief in die Nacht, doch auch das scheint nicht zu reichen. Aber nicht nur Gründer kennen dieses Gefühl, auch Füh-

rungskräfte von Mittelständlern und Großunternehmen. Für alle gilt: Je größer der Erfolg, desto mehr Nachahmer wollen ein Stück von diesem Erfolg abbekommen.

Und der Konkurrenz fällt es immer leichter, Sie anzugreifen. Die Hindernisse dafür sinken mit der Digitalisierung. Keine Branche scheint vor dieser Entwicklung geschützt, egal ob Automobilindustrie, Banken, Gesundheitsbranche oder Agrarwirtschaft. Immer schneller tauchen neue Produkte, Wettbewerber, Technologien oder Trends auf, die bestehende Geschäftsmodelle bedrohen. Die Folge sind sinkende Renditen. Eine Langzeitanalyse der Rendite auf das eingesetzte Kapital seit dem Beginn des Informationszeitalters bestätigt das Gefühl des steigenden Wettbewerbsdrucks vieler Führungskräfte. Lag die Rendite auf das eingesetzte Kapital von Unternehmen in den sechziger Jahren durchschnittlich noch bei über 6 Prozent, sank sie kontinuierlich bis auf 1,3 Prozent im Jahr 2009.¹ Für den Durchschnitt der Unternehmen verzinst sich das eingesetzte Kapital durch den steigenden Wettbewerbsdruck immer weniger. Davon betroffen sind zunächst einmal alle Unternehmen, seien es Start-ups, die noch ihr passendes Geschäftsmodell suchen, junge Unternehmen in der Wachstumsphase oder etablierte Größen verschiedenster Branchen.

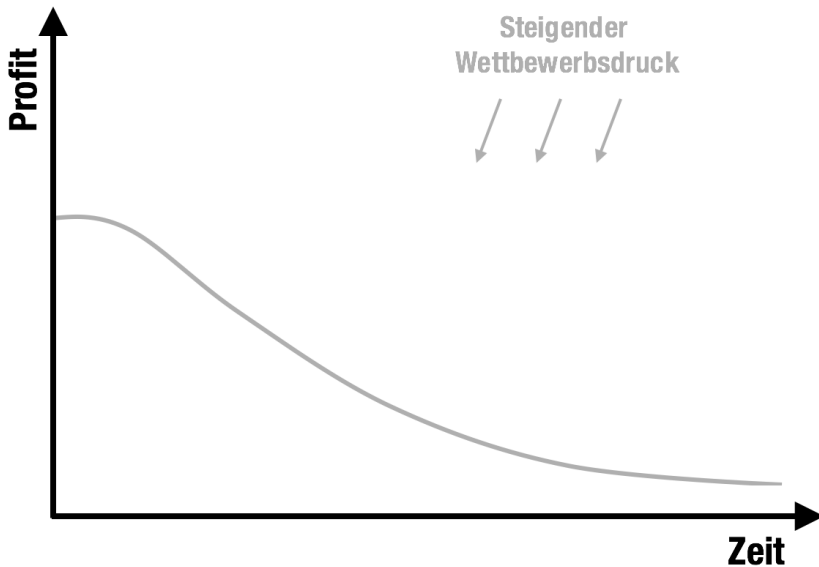


Abbildung 1: Steigender Wettbewerbsdruck senkt den Profit

Die Schere geht auseinander

Der Wettbewerbsdruck nimmt zu. Aber wirkt er auch gleichermaßen auf die Unternehmen? Die Antwort lautet: Nein. Der weltweite Trend zunehmender Ungleichheit gilt nicht nur für Privatpersonen, er gilt auch für Unternehmen. Während immer mehr Firmen Schwierigkeiten haben, überhaupt profitabel zu wirtschaften, konzentrieren sich die Profite bei einigen wenigen Gewinner-Unternehmen. So erwirtschaftet das obere Fünftel der profitabelsten amerikanischen Unternehmen zusammengenommen 70-mal mehr Profite als die unteren 60 Prozent, wie aus einer Datenbank von McKinsey hervorgeht.² Zu ähnlichen Ergebnissen kommt eine Analyse der Boston Consulting Group. Während das obere Viertel amerikanischer Unternehmen seine Gewinnmarge vor Steuern und Zinsen in den letzten 60 Jahren von 20 auf über 30 Prozent steigern konnte, rutschte das untere Viertel von 8 auf -5 Prozent ab. Seit 1995 liegen die unteren 25 Prozent der Unternehmen im Minus.³ Die Gewinner-Unternehmen arbeiten seit Jahren hochprofitabel. Sie haben einen stabilen Wettbewerbsvorteil und bauen ihn weiter aus. Die Verlierer-Unternehmen strampeln sich ab, werden aufgekauft oder gehen unter.

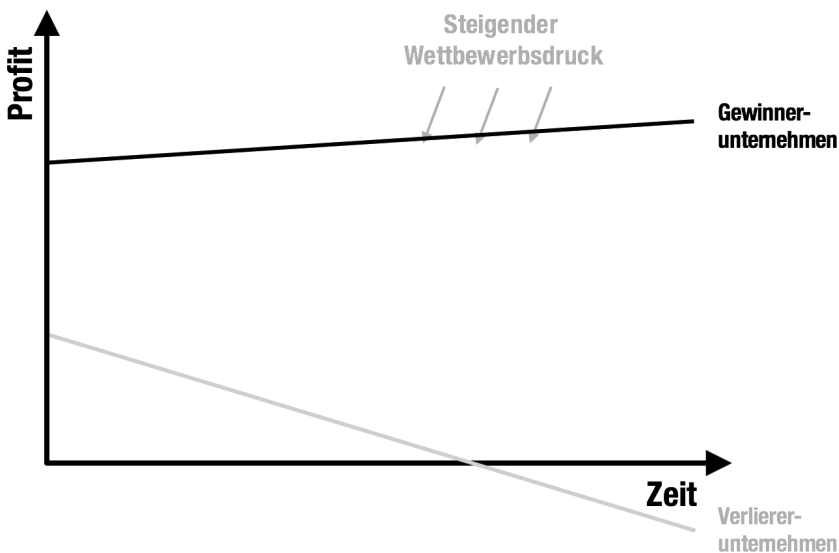


Abbildung 2: Der Wettbewerbsdruck wirkt unterschiedlich

Wie Sie zu den Gewinner-Unternehmen gehören können, erfahren Sie in diesem Buch. Die Burggraben-Strategie® erklärt, wie Unternehmen systematisch einen stabilen Wettbewerbsvorteil aufbauen, ausbauen und verteidigen.

Das Konzept des Wettbewerbsvorteils wird oft missverstanden. Ein stabiler Wettbewerbsvorteil ist etwas anderes als ein Feature oder ein Alleinstellungsmerkmal. Ein stabiler Wettbewerbsvorteil besteht aus mehreren aufeinander abgestimmten Tätigkeiten über die gesamte Wertschöpfung eines Unternehmens hinweg. Ein solcher Vorteil sorgt für Souveränität und Dominanz im Markt. Und er sorgt dafür, dass Sie langfristig zu den Gewinner-Unternehmen gehören.

Das heißt nicht, dass Sie dann nichts mehr zu tun haben. Es ist sehr aufwendig, diesen Vorteil aufzubauen und zu verteidigen. Aber der Aufwand lohnt sich. Nicht nur wegen der überdurchschnittlichen Gewinne, auch wegen der damit verbundenen unternehmerischen Möglichkeiten und der sich einstellenden Souveränität in einer aufregenden Zeit.

Warren Buffett und die Sache mit den Burggräben

Für den Aufbau von Wettbewerbsvorteilen nutzt das Buch eine Metapher, die eigentlich aus dem Investmentbereich stammt, genauer gesagt aus dem Value-Investing. Der erfolgreichste Value-Investor aller Zeiten heißt Warren Buffett. Auf die Frage, wonach er bei seinen Investments achtet, antwortete Buffett einmal:

»In business, I look for economic castles protected by unbreachable moats.«

Der Begriff Burggräben (*moats*) ist eine Metapher für einen stabilen Wettbewerbsvorteil, der Unternehmen vor Wettbewerb schützt. Warum sind solche Burggräben wichtig? Erzielt ein Unternehmen hohe Profite, zieht es in der Regel Konkurrenten an. Auch Lieferanten, Kunden oder Start-ups wollen ein Stück vom Kuchen. Das Ergebnis steigenden Wettbewerbs: Die einstigen Wettbewerbsvorteile gehen verloren, die Profite brechen ein, der Wert des Unternehmens sinkt. Deswegen bewertet Buffett Unternehmen danach, ob sie die Angriffe auf den Profit mithilfe breiter Burggräben abwehren können. Dann bleiben die Profite über eine längere Zeit stabil. Weil sie länger Profite abwerfen, haben solche Unternehmen für Buffett einen hohen Wert.

Buffett verfügt aktuell über ein Vermögen von 72,7 Milliarden Dollar und ist damit der drittreichste Mensch der Welt. Vor ihm rangieren nur noch zwei. Einer davon ist Bill Gates, Mitbegründer von Microsoft. Microsoft ist ein Beispiel dafür, dass breite Burggräben sogar schlechtes Management mehr als ausgleichen können. Insbesondere der frühere Vorstandschef Steve Ballmer steht für zahlreiche teure, aber wenig erfolgreiche Ideen. Das Wirtschaftsmagazin *Forbes* wählte ihn 2012 zum schlechtesten Vorstandsvorsitzenden der

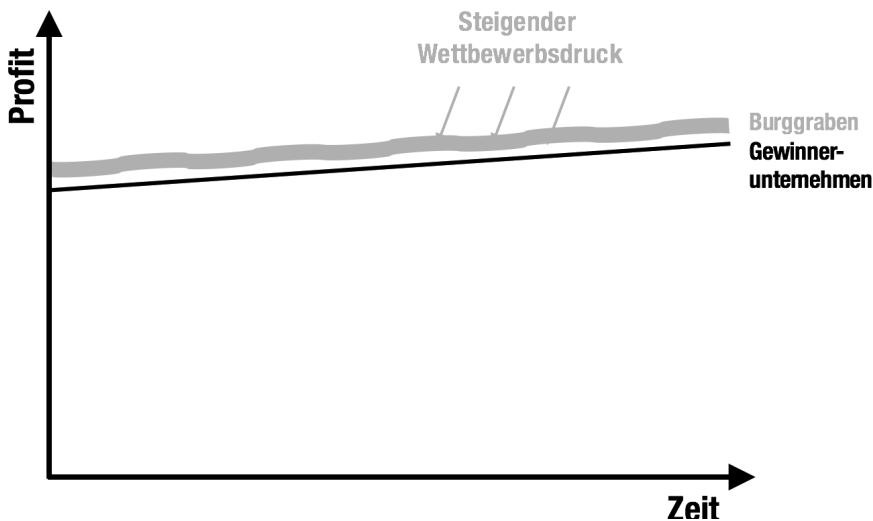


Abbildung 3: Ein Burggraben schützt den Profit

börsennotierten Unternehmen in den USA. Allein der von Ballmer eingefädelt Kauf von Nokia führte zu einer Abschreibung in Höhe von 7,6 Milliarden Dollar. Microsoft hat die Amtszeit nicht wegen, sondern trotz Ballmer höchst profitabel überstanden. Warum? Weil das zugrundeliegende Geschäftsmodell einen breiten Burggraben aufweist.

Der zweite Mensch, der in der Reichen-Rangliste vor Buffett steht, heißt Amancio Ortega Gaona, kommt aus Spanien und gründete mit Inditex den inzwischen größten Textilkonzern der Welt. Bekannteste Handelsmarke des Konzerns ist Zara. Beide Unternehmen, Microsoft und Inditex, erwirtschaften genau das, wonach der Investor Warren Buffett mit seinen Burggräben sucht: überdurchschnittlich hohe Profite, Jahr für Jahr.

Die Liste der reichsten Menschen der Welt ist der beeindruckendste Beweis für den Erfolg der Burggraben-Strategie. Die von ihnen gegründeten Unternehmen wie Microsoft, Inditex, Berkshire Hathaway oder Ikea weisen eine Gemeinsamkeit auf: eine lange Phase überdurchschnittlich hoher Gewinne aufgrund breiter Burggräben.

Burggräben sind strukturelle Barrieren zum Schutz der eigenen Wettbewerbsposition. Unternehmen vermindern mit Burggräben den Wettbewerbsdruck, der auf sie wirkt. Durch diese Fähigkeit steigern sich der Profit und ihr Wert. Die Burggraben-Idee hilft Warren Buffett dabei, wertvolle Unternehmen zu finden. Und wenn die Burggraben-Idee dabei hilft, wertvolle Unternehmen zu finden, hilft sie vielleicht auch dabei, wertvolle Unternehmen aufzubauen. Das ist die einfache Idee, die diesem Buch zugrunde liegt. Im Mittelpunkt steht

deshalb nicht die Frage, wie Sie als Investor Unternehmen mit breiten Burggräben finden. Im Mittelpunkt steht die Frage, wie Sie Unternehmen mit einem breiten Burggraben *aufbauen*.

Der Bauplan

Möchten Sie einen eigenen Burggraben aufbauen, dann ist Einiges zu tun. Zunächst muss das umliegende Gelände erkundet werden. So wissen Sie, woher die größte Gefahr droht. Und so wissen Sie auch, wo der Burggraben platziert werden muss. Nun brauchen Sie die richtigen Werkzeuge für den Bau des Burggrabens. Dann können Sie loslegen. Bleibt noch die Frage, ob der Burggraben für das vor uns liegende digitale Zeitalter gerüstet ist. Auch darüber wird Ihnen dieses Buch Auskunft geben. Es besteht deswegen aus vier Teilen.

Teil I klärt grundsätzliche Begriffe wie Wert, Profit, Wettbewerb, Strategie und Wettbewerbsvorteil. Die Begriffe werden aus der Perspektive eines Value-Investors betrachtet, der nach wertvollen Unternehmen sucht. Für die Bewertung eines Unternehmens müssen wir dessen Wettbewerbsposition verstehen. Das wiederum erfordert ein Verständnis der Wettbewerbskräfte, die auf die Position des Unternehmens wirken, sowie der Funktionen von Profit, Strategien und Wettbewerbsvorteilen. Diese Begriffe werden oft missverstanden oder in einem falschen Zusammenhang verwendet. Ein richtiges Verständnis dieser zentralen Begriffe bildet die Grundvoraussetzung für breite Burggräben.

In *Teil II* lernen wir die unterschiedlichen Quellen für Burggräben kennen. Dabei stützen wir uns auf die jahrelange Rechercharbeit des Analysehauses Morningstar, das den Burggraben-Ansatz von Warren Buffett mit empirischer Analyse unterlegt und fünf verschiedene Burggraben-Quellen identifiziert hat. Zu den Quellen zählen geistige Vermögenswerte wie zum Beispiel Marken, Patente und eigene Technologien. Hinzu kommen weitere Quellen wie Wechselkosten, Netzwerkeffekte, strukturelle Kostenvorteile und die Skalennische. Wenn Sie die unterschiedlichen Quellen für Burggräben kennen, können Sie nicht nur verstehen, wie erfolgreiche Firmen von Burggräben profitieren. Sie können auch besser den passenden Burggraben für Ihr eigenes Unternehmen aufbauen.

In *Teil III* lernen Sie die Entstehung von Burggräben kennen. Welche Burggraben-Quellen passen zum eigenen Unternehmen? Wo sollen sie am besten platziert werden? Wie können sie zu einer Burggraben-Anlage zusammengeführt werden? Idealerweise ergänzen sich die Quellen und wachsen zu einem breiten Burggraben zusammen. Genau hier liegt die Stärke von Unternehmen

wie Apple. Sie haben über Jahrzehnte ein Wertschöpfungssystem entwickelt, das in seiner heutigen Form von keinem Wettbewerber eins zu eins kopiert werden kann. Auf jeder Wertschöpfungsstufe, vom Design über die Fertigung bis hin zu den Ladenflächen, wurde das Geschäftsmodell immer weiter optimiert und führt in der Summe zu einem stabilen Wettbewerbsvorteil. Oder wie Warren Buffett es nennen würde, zu einem breiten Burggraben. Uns interessieren aber nicht nur die Burggraben-Anlagen anderer Unternehmen. Im dritten Teil erfahren Sie auch, mit welchen Schritten Sie Ihren eigenen Burggraben aufbauen können.

Teil IV diskutiert die Burggraben-Strategie vor dem Hintergrund der Digitalisierung. Bei der Diskussion um die Auswirkung der Digitalisierung auf Unternehmen wird immer öfter die Frage gestellt, ob stabile Wettbewerbsvorteile heutzutage überhaupt noch möglich sind. So vertreten Teile der Start-up-Szene die Auffassung, stabile Wettbewerbsvorteile seien eine Vorstellung der *old economy* und stammten aus einer längst vergangenen Zeit. Heute sorgten flexible und agile Unternehmen dafür, dass bestehende Geschäftsmodelle, getrieben durch die digitale Transformation, immer schneller zerstört würden. Die Argumente klingen einleuchtend. Bleibt die Frage, ob sie stimmen.

Drei Werkzeuge für Ihren Burggraben

Die Idee des Buches liegt in der Übertragung der Burggraben-Idee von Warren Buffett auf die Strategieentwicklung Ihres Unternehmens. Dafür stelle ich Ihnen drei Werkzeuge zur Verfügung: die Strategischen Fünf, den Burggraben-Test und die MoatMap®. Mit den Strategischen Fünf finden Sie heraus, ob Ihre Strategie zu einem Wettbewerbsvorteil führt. Der Burggraben-Test zeigt Ihnen, ob der Wettbewerbsvorteil wirksam verteidigt werden kann. Die MoatMap hilft Ihnen, strategischen Verbesserungsbedarf zu identifizieren. Die Werkzeuge verbinden die Burggraben-Idee von Warren Buffett mit den klassischen Strategieinstrumenten von Michael Porter.

Porter war der Erste, der mit der Branchenstrukturanalyse, der Wertkette und der Idee des stabilen Wettbewerbsvorteils ein fundiertes Konzept für die Entwicklung von Wettbewerbsstrategien vorlegte. Er gilt als der meistzitierte Wirtschaftsprofessor aller Zeiten. Während viele Management-Konzepte genauso schnell verschwinden wie sie auftauchen, haben die Ideen von Porter den Test der Zeit bestanden.

Aber so herausragend die Leistung von Porter für die Entwicklung von Unternehmensstrategien auch ist, für Praktiker bleibt er oft irrelevant oder wird missverstanden. Umfragen zeigen immer wieder, dass Führungskräfte sich

schwer damit tun, mithilfe von Strategien einen Wettbewerbsvorteil aufzubauen.

Führungskräfte scheitern nicht nur an der Umsetzung von Strategien, sie scheitern schon an deren Entwicklung. Eine Umfrage der Strategieberatung Strategy& ergab, dass 83 Prozent der Führungskräfte glauben, ihre Strategie werde von der eigenen Organisation nicht verstanden. Das ist eine sehr selbstkritische Einschätzung. Für die betroffenen Unternehmen ist sie in Zeiten steigenden Wettbewerbsdrucks fatal. Wenn Mitarbeiter die Strategie eines Unternehmens nicht verstehen, wie sollen sie diese dann umsetzen? Das Problem beginnt oft schon beim Strategieverständnis der Führungskräfte selbst.

Viele Unternehmer und Manager haben wegen ihrer zahlreichen Anforderungen weder die Zeit noch die Geduld, sich vertiefend mit der komplexen Strategielehre zu beschäftigen. Hinzu kommt, dass der Zugang zum Thema durch ein hohes Abstraktionsniveau zusätzlich erschwert wird. Wer schon einmal ein mehrstündiges Strategiemeeting eines Großunternehmens erlebt hat, weiß das. Da wird viel von Strategien, Visionen, Leitbildern, Potenzialen, Chancen und Risiken gesprochen, und am Ende weiß keiner mehr so genau, was jetzt eigentlich zu tun ist. Bis heute verstehen nur die Wenigsten, was Stabsstellen oder Unternehmensbereiche mit Bezeichnungen wie Corporate Strategy Development, Unternehmensplanung oder Strategische Geschäftsfeldentwicklung den ganzen Tag treiben. Insbesondere praktisch veranlagte Unternehmer und Manager können mit dem Strategiegerede deswegen nicht sonderlich viel anfangen. Sie stempeln es gerne als lehrbuchhaft oder praxisfern ab. Einige sind sogar schon dazu übergegangen, das Wort Strategie in ihrem Unternehmen gänzlich zu verbieten, weil alles Mögliche als Strategie bezeichnet wird.

Diese Reaktion ist verständlich, weil mit dem Strategiebegriff leider sehr viel Schindluder getrieben wird. Der Nutzen bleibt oft genug unklar. Wird Strategie aber als zu theoretisch oder abstrakt abgehakt, kann das fatale Folgen für das eigene Unternehmen haben. Ein verkürztes Wettbewerbsverständnis, die Verwechslung von Strategien mit Visionen, Missionen, Plänen, Zielen und Maßnahmen, der Glaube an die Unique Selling Proposition oder das Hoffen auf das Killer-Feature trüben den Blick für das Wesentliche und gefährden die Wettbewerbsposition. Fehlt ein grundlegendes Strategieverständnis, kann man sich schnell verzetteln und das Gefühl bekommen, man bewege sich in einem Hamsterrad, während die Welt jeden Tag komplizierter, schneller, dynamischer erscheint.

In Verbindung mit der Burggraben-Idee von Warren Buffett kann die komplexe Strategielehre von Porter veranschaulicht werden. Die Burggräben dienen dabei als Metapher für das abstrakte Konzept des Wettbewerbsvorteils. *Die Burggraben-Strategie* soll Ihnen nicht nur als Türöffner, sondern auch als

Reiseleiter durch die abstrakte Strategiewelt dienen, damit der Nutzen einer guten Strategie wirklich in Ihrem Unternehmen ankommt – in Form eines stabilen und messbaren Wettbewerbsvorteils anhand hoher Profite über eine möglichst lange Zeit. Gelingt Ihnen das, haben Sie eine Burggraben-Strategie und gehören zu den Gewinner-Unternehmen.

Teil I

**Darum sind Burggräben
wichtig**

Wirtschaftliche Burggräben

Wirtschaftliche Burggräben (*economic moats*) sind eine Metapher für einen stabilen Wettbewerbsvorteil, der ein Unternehmen vor Angriffen der Wettbewerber schützt. Das Konzept eines stabilen Wettbewerbsvorteils ist an sich nicht neu. Es geht zurück auf den Harvard-Professor Michael Porter, der mit seinen grundlegenden Werken *Wettbewerbsstrategie* und *Wettbewerbsvorteile* Ende der 70er und Anfang der 80er Jahre die akademische Grundlage für die moderne Strategielehre von Unternehmen legte.

Der Begriff der wirtschaftlichen Burggräben wurde von der Investorenlegende Warren Buffett populär gemacht. Buffett nutzte die Burggraben-Metapher, um das abstrakte und für viele schwer verständliche Konzept eines stabilen Wettbewerbsvorteils und seine Bedeutung für Investoren einfach zu erklären.

Buffett selbst investiert seit über 50 Jahren erfolgreich in Unternehmen. Er verwandelte Berkshire Hathaway, einen in den 60er Jahren strauchelnden Textilbetrieb aus New England, kontinuierlich in die erfolgreichste Beteiligungsgesellschaft der Welt. Wer 1969 einen Anteil an Berkshire Hathaway erwarb, bezahlte dafür 43 Dollar. Im August 2016 war dieser Anteilsschein mit einem Kurs von 218 010 US Dollar die teuerste Aktie der Welt.¹

Berkshire Hathaway steht wie keine andere Beteiligungsgesellschaft für das Value-Investing. Value-Investoren wollen ertragsstarke Unternehmen zu günstigen Preisen erwerben. Dabei sind die Beteiligungen von Berkshire Hathaway auf den ersten Blick wenig aufregend. Precision Castparts, ein Zulieferer aus dem Flugzeugbau, die Handelskette Walmart oder klassische Rückversicherer wie die Munich RE bilden einen Großteil der Beteiligungen. Dass sich Buffetts Investitionen trotzdem gelohnt haben, zeigt die langfristige Wertentwicklung von Berkshire Hathaway.

Buffett erklärt seine Investitionen gegenüber den Aktionären in einem jährlichen Brief. Der Brief ist so formuliert, wie Buffett selbst als Aktionär über die Geschäftstätigkeiten von Berkshire Hathaway informiert werden wollte. In einem Brief aus dem Jahr 1992 an seine Aktionäre erklärte er die vier Auswahlkriterien für Beteiligungen von Berkshire Hathaway:

1. Das Geschäftsmodell des Unternehmens ist verständlich.
2. Das Unternehmen hat eine langfristig gute Geschäftsaussicht.
3. Das Unternehmen wird von ehrlichen und kompetenten Leuten geführt.
4. Der Preis für den Erwerb des Unternehmens beziehungsweise seiner Anteile ist äußerst attraktiv.

Die Kunst besteht darin, nicht in die angesagten Unternehmen zu investieren, sondern in jene, die in Zukunft dauerhaft hohe Erträge erwirtschaften und gleichzeitig unterbewertet sind. Für einen Value-Investor lautet die entscheidende Frage dabei: Wie finde ich solche Unternehmen?

Ein guter Ausgangspunkt für stabile Erträge in der Zukunft ist die Vergangenheit. War ein Unternehmen über lange Zeit sehr profitabel, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass es über einen stabilen Wettbewerbsvorteil verfügt. Die nächste Frage lautet, ob sich die Ertragsstärke für die Zukunft fortschreiben lässt. Value-Investoren müssen die künftige Ertragsstärke von Unternehmen richtig bewerten. Buffett spricht in diesem Zusammenhang vom intrinsischen (inneren) Wert eines Unternehmens. Der innere Wert lässt sich laut Buffett wie folgt definieren: Es ist der inflationsbereinigte Wert der Barmittel, die dem Unternehmen künftig entnommen werden können.²

Das klingt erst einmal kompliziert, lässt sich aber mithilfe der Burggräben aufklären. Burggräben sind das Sinnbild eines stabilen Wettbewerbsvorteils von Unternehmen. Sie sichern künftige Profite und sind damit der entscheidende Faktor für deren inneren Wert. Nur wenn Unternehmen ausreichend hohe Profite erwirtschaften, können überhaupt Barmittel entnommen werden. Je breiter die Burggräben sind, desto stabiler ist der Wettbewerbsvorteil und desto länger kann ein Unternehmen hohe Profite erwirtschaften. Und je mehr Profite ein Unternehmen erwirtschaftet, desto höher ist der Betrag der Barmittel, die dem Unternehmen entnommen werden können. Deswegen sucht Warren Buffett nach Unternehmen mit breiten Burggräben. Sie haben für ihn einen hohen inneren Wert.

Und schon stehen wir vor der nächsten Frage: Wie misst man den inneren Wert oder – um in Buffetts Sprache zu bleiben – die Widerstandskraft des Burggrabens? Investoren benötigen dafür nicht nur Zahlen, Daten und Fakten zur aktuellen Lage des Unternehmens und zum wirtschaftlichen Umfeld. Es reicht auch nicht, die Stimmung an den weltweiten Aktienmärkten oder Prognosen zur konjunkturellen Lage der wichtigsten Volkswirtschaften zu kennen. Value-Investoren müssen mehr können, als makroökonomische Daten auszuwerten. Sie müssen aus Sicht des Unternehmers denken. Sie müssen verstehen, wie die Branche des Unternehmens funktioniert, wie das Geschäftsmodell des Unternehmens und seiner stärksten Wettbewerber aufgebaut ist: Wie attraktiv ist die Branche? Welchen Wert produziert sie? Wie hoch sind die Eintrittsbar-

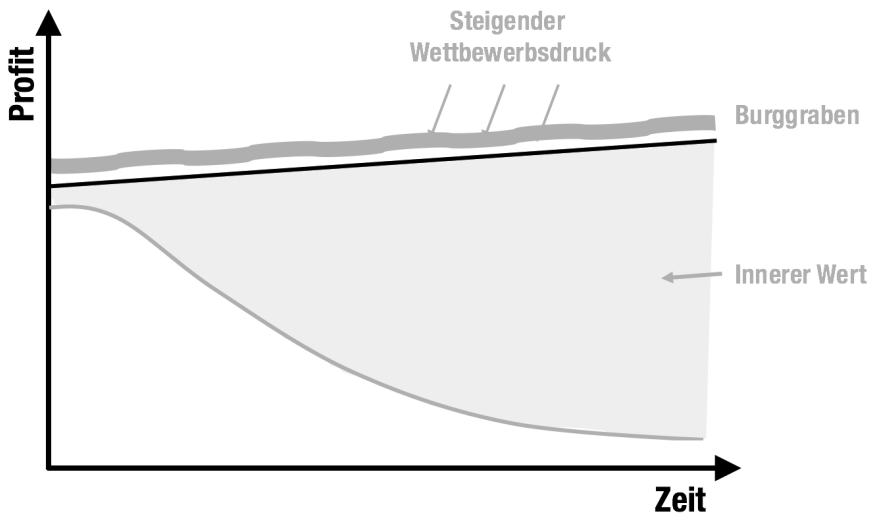


Abbildung 4: Ein Burggraben erhöht den inneren Wert von Unternehmen

rieren? Ändern sich die Umsatzwege oder die Kostenstrukturen? Verschieben sich die Grenzen der Geschäftsmodelle? Wie abhängig ist die Branche von technologischen Entwicklungen? Wer wird davon profitieren? Lieferanten? Konkurrenten? Entstehen dadurch neue Wettbewerber? Wie stark wird die Branche reguliert, und welche staatlichen Eingriffe drohen? Ohne ein tieferes Verständnis all dieser Faktoren kann der innere Wert eines Unternehmens kaum sinnvoll bestimmt werden. Und es sind genau die gleichen Fragen, die sich Unternehmer und Führungskräfte stellen müssen, wenn sie einen stabilen Wettbewerbsvorteil aufbauen, absichern und ausbauen wollen.

Wer breite Burggräben bauen will, sollte sich mit den zugrundeliegenden Begriffen und Konzepten auskennen. Genau dafür ist der erste Teil des Buches gedacht. Die folgenden Kapitel erklären die wichtigsten Begriffe. Dazu zählen Wert, Profit, Wettbewerb, Strategie und Wettbewerbsvorteil. Viele dieser Begriffe werden Ihnen bekannt vorkommen. Sie sollten sich trotzdem die Zeit nehmen, sich mit den Begriffen und ihren Definitionen auseinanderzusetzen. Denn im täglichen Sprachgebrauch werden die Begriffe oft missverständlich verwendet, nicht nur innerhalb von Unternehmen, auch von Unternehmensberatern, Coaches und Dozenten. Das erste Kapitel dient dazu, die Begriffe für unseren Zweck, den Aufbau von Burggräben, sinnvoll zu beschreiben.

Wert

»Der Preis ist, was du zahlst, der Wert, was du kriegst.«
Benjamin Graham

Der Wert von Unternehmen ist der erste Begriff, den wir zum Aufbau von Burggräben genauer betrachten wollen. Dabei hilft uns Warren Buffets einflussreicher Mentor: Einer seiner Professoren an der Columbia University war Benjamin Graham. Er gilt als der Erfinder des Value-Investing. Beim Börsencrash, dem Black Thursday vom 24. Oktober 1929, hatte Graham viel Lehrgeld zahlen müssen. Die Ereignisse hinterließen entsprechend tiefe Spuren und veränderten sein Denken: Graham entwickelte das Konzept der Sicherheitsmarge (*margin of safety*) und setzte dem kurzfristigen Handeln und Spekulieren mit Aktien die Idee des langfristigen Investierens entgegen.

Kurz gesagt liegt der Unterschied zwischen Spekulieren und Investieren darin, worauf der Anleger wettet. Beim Spekulieren wettet er darauf, dass der künftige Preis der Aktie höher (oder bei Optionen auch niedriger) liegt als der aktuelle Preis. Beim Value-Ansatz hingegen wettet der Anleger darauf, dass der Wert des Unternehmens höher liegt als der aktuelle Preis.

| | Spekulieren | Investieren |
|----------------|----------------|---------------|
| Verhältnis von | Preis zu Preis | Preis zu Wert |

Abbildung 5: Unterschied zwischen Spekulieren und Investieren

Beim Value-Ansatz entscheiden der Wert des Unternehmens sowie der Unterschied von Wert und Preis. Value-Investing besteht deswegen im Kern aus zwei Schritten:

1. Langfristig ertragsstarke Unternehmen finden;
2. Anteile an diesen Unternehmen erwerben, wenn die Preise dafür deutlich unter dem »inneren« Wert liegen.

Wie wir gesehen haben, leitet sich der »innere« Wert hauptsächlich davon ab, ob das Unternehmen langfristig überdurchschnittlich hohe Profite erwirtschaftet. Langfristige Ertragsstärke setzt voraus, dass ein Unternehmen am langfristigen Unternehmenserfolg orientiert ist, kontinuierlich an seiner Ertragsstärke arbeitet und in der Lage ist, die hohen Profite zu verteidigen. Eigentlich sollte jedes Unternehmen ein Interesse an solch einem Handeln haben.

Die Wirklichkeit zeigt leider, dass dem nicht so ist. So sind bei vielen amerikanischen Großunternehmen aktuell hohe Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe an der Tagesordnung, die aufgrund der niedrigen Zinsen größtenteils kreditfinanziert sind. Sowohl Dividendenausschüttung als auch Aktienrückkäufe dienen dazu, kurzfristig den Gewinn je Aktie zu steigern und damit den Aktienkurs zu stützen. Nach Angaben von Standard & Poors lag der Wert der Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe im dritten Quartal 2015 bei 246 Milliarden Dollar. Der Wert überstieg damit die von den Unternehmen erzielten Gewinne von 224 Milliarden Euro um 22 Milliarden Euro. Da die Unternehmen mehr Geld ausschütteten als sie Gewinne erwirtschaftet haben, ist die Quote der einbehaltenen Gewinne negativ. Sie beträgt -9,8 Prozent.³ Das Problem ist nicht allein das Vorgehen an sich, es ist das Ausmaß. Marc Andreessen, Mitbegründer des derzeit erfolgreichsten Venture-Capital-Investors a16z aus dem Silicon Valley, geht davon aus, dass im Jahr 2016 mehr als 1 Billion Dollar für Aktienrückkäufe ausgegeben wird.

Bilanziell führt dieses Vorgehen zunächst zu einem steigenden Wert des Unternehmens. Auf der Aktivseite steigt der Wert, weil die Aktien als Vermögenswerte bilanziert werden. Demgegenüber wächst auf der Passivseite der Wert für Verbindlichkeiten. Die Bilanz fällt höher aus, ist aber ausgeglichen.

Dieses kurzfristig angelegte Handeln wird inzwischen nicht nur von Andreessen oder Buffett, sondern auch von zahlreichen anderen Investoren kritisiert. Der ehemalige Weltbank-Direktor Steve Denning beziffert den jährlichen Wachstumsverlust, der aus dem aufgeblähten Finanzsektor resultiert, auf nicht weniger als 2 Prozentpunkte. Für eine Gesellschaft sei es desaströs, wenn immer mehr Firmen versuchten, aus Geld Geld zu machen. »Wahrer Wohlstand entsteht aus der Produktion von Waren und Dienstleistungen für echte Menschen«, so Denning. Schnelle Kursgewinne für Aktionäre schafften allenfalls eine Art potemkinschen Wohlstand für wenige, der nach einem Crash von heftigen Verlusten für die breite Allgemeinheit abgelöst würde.

Genau das droht auch bei kreditfinanzierten Aktienrückkäufen. Kommt es zu einem Crash an der Börse, müssen die eigenen Aktien auf der Aktivseite der Bilanz neu bewertet werden, und zwar erheblich niedriger. Dagegen bleiben die Verbindlichkeiten auf der Passivseite bestehen. Die Bilanz der Unternehmen gerät in Schiefelage. Das hat zwei negative Auswirkungen. Erstens gefährden die Unternehmen ihre eigene Existenz, weil ihre Abhängigkeit gegenüber den Gläubigern und den Finanzmärkten erhöht und ihre Investitionsfähigkeit gemindert wird. Zweitens kann die Schiefelage einzelner Großunternehmen die ganze Branche anstecken und so zu einer Belastung der Allgemeinheit werden, weil etwa Banken mit Steuergeldern gerettet werden müssen.

Diese Auswirkungen stehen im krassen Gegensatz zum eigentlichen Grundgedanken des Shareholder Value, des Wertschaffens für Investoren. Denn laut

seinem Begründer, dem US-Ökonomen Alfred Rappaport, sollen Manager zwar die Gewinne steigern, dies aber ausdrücklich in einer langfristigen Perspektive, indem sie die Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität dauerhaft und systematisch erhöhen.⁴ Ein stabiler Profit bewirkt genau das Gegenteil dessen, was kreditfinanzierte Aktienrückkäufe bewirken. Er steigert langfristig den Aktienkurs, statt ihn kurzfristig kreditfinanziert zu stützen. Denn stabiler Profit erhöht die Investitionsfähigkeit und die Unabhängigkeit von Unternehmen. So überstehen sie Krisenzeiten leichter und können Investitionschancen besser nutzen. Deswegen suchen Value-Investoren nach langfristig ertragsstarken Unternehmen.

Richtig erfolgreich sind Value-Investoren, wenn auch der zweite Punkt erfüllt ist: Der Preis der Unternehmen liegt deutlich unter ihrem Wert. Investoren wie Buffett warten manchmal Jahre, um den richtigen Zeitpunkt für den Einstieg in ein Unternehmen zu finden. Denn es gibt zwar mehrere ertragsstarke Unternehmen – aber nur äußerst wenige, die gleichzeitig unterbewertet sind. Die gute Nachricht: Punkt 2 ist nur für Investoren wichtig. Solange Sie Unternehmer oder Führungskraft sind, reicht es, Punkt 1 zu erfüllen. Mit einem entscheidenden Unterschied: Uns geht es nicht darum, langfristig ertragsstarke Unternehmen zu finden. Uns geht es darum, langfristig ertragsstarke Unternehmen *aufzubauen*.

Dafür braucht es einen verteidigungsfähigen, weil stabilen Wettbewerbsvorteil, nach dem Buffett mit seinen Burggräben sucht. Solch ein Wettbewerbsvorteil entsteht nicht durch kreditfinanzierte Aktienrückkäufe oder Dividendenausschüttungen. Auch kurzfristige Maßnahmen wie Preissenkungen und Rabatte oder die Einführung einzelner neuer Produkteigenschaften führen nicht zu einem stabilen Wettbewerbsvorteil. Ihnen fehlt die Verteidigungsfähigkeit. Preisnachlässe können von finanzstarken Wettbewerbern mitgegangen werden. Produkteigenschaften werden früher oder später kopiert.

So erging es zum Beispiel dem kanadischen Unternehmen Research in Motion (RIM), das inzwischen unter dem Namen seines einst erfolgreichsten Produktes BlackBerry firmiert. BlackBerry stellte als Erstes brauchbare Smartphones für Manager her. Sie konnten damit jederzeit E-Mails abrufen und versenden. BlackBerry wuchs innerhalb weniger Jahre zum Marktführer heran und war zunächst hochprofitabel. Der Umsatz steigerte sich von 85 Millionen US-Dollar im Jahr 2000 auf 20 Milliarden Dollar im Jahr 2011, bei einem Gewinn von 3,4 Milliarden Dollar.

Das schnelle Wachstum und die hohen Profite zogen Wettbewerber an, die von dem neu entstandenen Marktsegment profitieren wollten. Der boomende Mobilfunkmarkt führte dazu, dass Smartphones sich auch im Privatkundensegment schnell verbreiteten. Die Privatanwender bevorzugten dafür Geräte von Apple, Samsung und anderen Herstellern, die mehr konnten, als E-Mail-Konten abzurufen, und dazu noch einfacher zu bedienen waren.

Die Geräte waren stärker auf die private Nutzung ausgerichtet und boten so einen deutlichen Mehrwert für die breite Masse. Entwicklungen wie die Datenwolke, die dienstliche Nutzung privater Geräte und mobiles Arbeiten führten dazu, dass zahlreiche Unternehmen auf Wunsch ihrer Mitarbeiter nach und nach von BlackBerry-Geräten auf andere Hersteller umstellten. Nachdem BlackBerry mit dem Versuch scheiterte, im Privatkundenbereich Fuß zu fassen, sollten massive Rabatte im Geschäftskundenbereich den dortigen Marktanteil verteidigen. Die Kampfpreise aber belasteten den Profit. Und ohne Profit bleibt kein Unternehmen auf Dauer wettbewerbsfähig. Weil BlackBerry dem steigenden Wettbewerbsdruck nichts entgegensetzen konnte, brach der Gewinn ab 2012 ein. BlackBerry hatte keinen Burggraben.

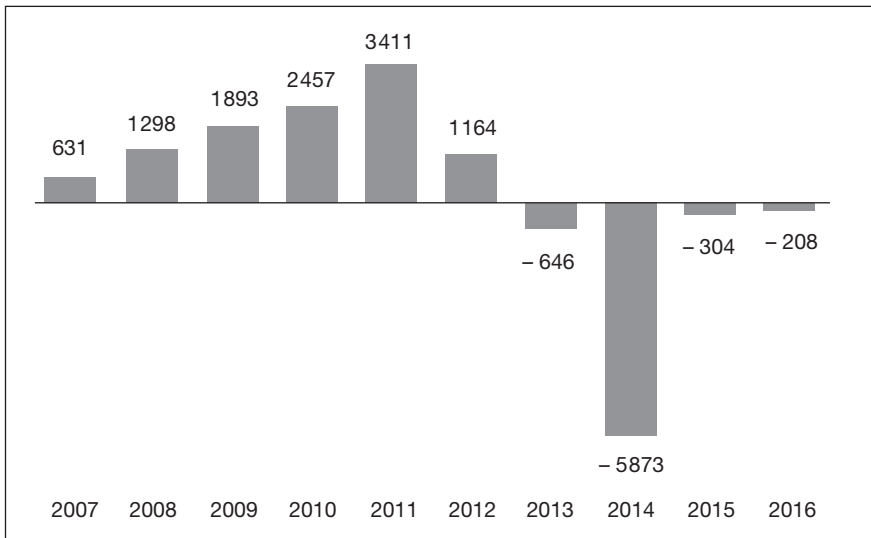


Abbildung 6: Gewinnentwicklung von BlackBerry in Millionen Dollar

Für die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes stellt sich nicht die Frage, wie der Marktanteil gerettet, das nächste Quartalsergebnis überlebt oder der Aktienkurs kurzfristig optimiert werden kann. Der langfristige Wert eines Unternehmens bemisst sich an der Fähigkeit, einen Wettbewerbsvorteil aufzubauen, abzusichern und zu verteidigen. Dieser Wettbewerbsvorteil sichert künftige Profite, die wiederum die Grundlage für den Wert eines Unternehmens sind.