

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION



Peter Shapiro, CFA®
Analyst und Portfoliomanager

„Immer wieder werde ich gefragt: ‚Was wird sich in den nächsten zehn Jahren ändern?‘ Tatsächlich ist das eine interessante und häufig gestellte Frage. Eher selten werde ich dagegen gefragt, was sich in den nächsten zehn Jahren nicht verändern wird. Letzteres halte ich jedoch für die wichtigere Frage: Denn eine Geschäftsstrategie kann man nur auf etwas gründen, das sich so schnell nicht ändert.“ – Jeff Bezos, CEO von Amazon¹

Seit Jahrtausenden drehen sich die Gedanken der Menschen um Veränderung, ohne die es beispielsweise die Modeindustrie gar nicht gäbe. Gute Vorsätze für das neue Jahr haben allein den Zweck, sich selbst zu verändern und ein „besserer Mensch“ zu werden. Auch das Konzept der „geplanten Obsoleszenz“ drängt Verbraucher zu Veränderungen – ob sie wollen oder nicht. Kein Wunder, dass zu diesem Thema schon Millionen von Seiten geschrieben wurden. Allein über 60.000 Treffer erhält, wer auf der Website von Amazon, dem von Jeff Bezos geführten Unternehmen, nach Veröffentlichungen zum Thema Veränderung sucht.

Allerdings sind Veränderungen bekanntlich schwer vorherzusagen. Schon seit den *Jetsons* und *Star Trek* warten wir auf fliegende Autos und das Beamen. Aber nichts davon gibt es auch nur im Ansatz. Auch dem mit Atomkraft betriebenen Staubsauger sind wir seit den 1950er Jahren keinen Millimeter näher gekommen.² Seit Menschen Prognosen erstellen, sind ihre Vorhersagen über den Wandel ein Desaster.

Für Anleger und Märkte sind sie jedoch extrem wichtig, spiegeln Aktienkurse doch Erwartungen zu künftigen Entwicklungen wider – abgezinst auf den heutigen Wert. Sind die Erwartungen unzutreffend, gilt das auch für die Aktienkurse. Wenn wir also die nächste große Erfolgsstory nicht vorhersagen können, wie wissen wir dann, in was wir investieren sollen?

Dieser schwierigen Frage kann man sich auch auf eine andere Art und Weise nähern, nämlich indem man sie umgekehrt stellt: Statt sich zu fragen, was sich ändern *wird*, könnten wir darüber nachdenken, was sich *nicht* ändert. Das haben vor uns schon andere getan. Warren Buffett etwa, der dazu Folgendes sagte: „Unser Ansatz besteht darin, von fehlender Veränderung statt von Veränderung zu profitieren. An Wrigleys Kaugummi fasziniert mich, dass es immer gleich bleibt. Ich glaube nicht, dass ihm das Inter-

¹ <https://www.goodreads.com/quotes/966699-i-very-frequently-get-the-question-what-s-going-to-change>

² Siehe den Artikel im Online-Magazin PCWorld: https://www.pcworld.com/article/155984/worst_tech_predictions.html

— Wer in die nächste große Erfolgsstory investiert, ist sich auf jeder Party einer Schar von Zuhörern gewiss. In Unternehmen anzulegen, die dem Wandel widerstehen, klingt dagegen für viele wenig spannend

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION

net etwas anhaben kann. Das ist genau die Art von Unternehmen, die ich mag.“³ Auch wir von Comgest finden Gefallen an solchen Firmen sowie daran, dass die meisten Anleger das offenbar anders sehen. Wer in die nächste große Erfolgsstory investiert, ist sich auf jeder Party einer Schar von Zuhörern gewiss. In Unternehmen anzulegen, die dem Wandel widerstehen, klingt dagegen für viele wenig spannend. Unsere Erfahrung zeigt, dass viele Anleger darauf fixiert sind, etwas Neues, Aufregendes vorherzusagen. Die anderen Chancen überlassen sie Leuten wie uns.⁴

„AMAZONISIEREN“ – EIN NEUES VERB

Im Jahr 2017 haben in den USA rund 7.000 Einzelhändler ihren Laden dichtgemacht. Das ist ein Rekord und übersteigt die Vergleichszahl aus 2016 um das Dreifache.⁵ Inzwischen gibt es für dieses Phänomen bereits ein neues Wort: Man spricht von der „Amazonisierung“ des traditionellen Einzelhandels. Immer mehr Produkte kaufen wir im Internet, sodass man immer weniger Läden für die Dinge des täglichen Bedarfs braucht. Was aber ist es, das Amazon und anderen E-Commerce-Anbietern in der heutigen Welt des Einzelhandels einen Vorteil verschafft?⁶

Bei dem einleitenden Zitat von Jeff Bezos geht es tatsächlich um Amazons Einzelhandelsgeschäft. Hier der Rest des Zitats:

„...[W]ir als Einzelhändler wissen, dass unsere Kunden niedrige Preise wollen, und ich weiß, dass das in zehn Jahren auch noch so sein wird. Die Verbraucher wollen eine schnelle Lieferung und große Auswahl. Kaum vorstellbar, dass in zehn Jahren ein Kunde zu mir kommt und sagt: ‚Jeff, ich liebe Amazon; ich wünschte nur, die Preise wären etwas höher.‘ [oder] ‚Ich liebe Amazon; ich wünschte nur, ihr würdet etwas langsamer liefern.‘ Undenkbar. Deshalb zahlt sich die Mühe aus, die wir in diese Dinge stecken, und unseren Kunden wird das auch in zehn Jahren noch zugutekommen. Wenn du etwas hast, von dem du weißt, dass es noch lange Bestand hat, kannst du es dir leisten, viel Zeit und Mühe zu investieren.“⁷

Kein Wunder also, dass sich bei Amazon alles darum dreht, Bezos Dreifaltigkeit aus Geschwindigkeit, Auswahl und Preis weiter zu optimieren.

³ Andrews, David. „The Oracle Speaks: Warren Buffett In His Own Words.“ S. 68

⁴ Um Missverständnissen vorzubeugen: Auch wir finden es aufregend, günstig bewertete Qualitätswachstumswerte, die ihre Branche auf den Kopf stellen, zu entdecken und in sie zu investieren. Anlegen in beides, also in Stabilität und Wandel, halten wir für eine gute Möglichkeit, unsere Portfolios zu diversifizieren und das Risiko zu mindern.

⁵ Siehe CNN-Artikel vom 27. Dezember 2017:

<http://money.cnn.com/2017/12/26/news/companies/retail-toughest-year-store-closings/index.html>

⁶ In Comgest Portfolios befanden sich zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Beitrags Aktien von Amazon.

⁷ <https://www.goodreads.com/quotes/966699-i-very-frequently-get-the-question-what-s-going-to-change>

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION

- Beim Amazon Prime Now Service werden die Auslieferzeiten für einige Artikel inzwischen in Minuten statt in Tagen oder Wochen gemessen.
- Amazon hat in seinen Lagern etwa zwölf Millionen Artikel vorrätig – verglichen mit weniger als 150.000 in einem typischen Walmart Supercenter. Mit Amazon Marketplace kann man jedoch über eine halbe Milliarde Artikel über die Website des Unternehmens ordern.⁸
- Amazon macht es seinen Kunden beim Einkaufsbummel in der realen Welt leicht zu vergleichen, wie viel derselbe Artikel bei Amazon kostet. Das Unternehmen weiß bestens über die Preise seiner Wettbewerber Bescheid und optimiert die eigene Preisstruktur entsprechend. Heute erwarten Verbraucher Preistransparenz beim Einkauf, während man früher über die Preise der Konkurrenz im Dunkeln tappte.

— **Kein Wunder, dass Einzelhändler, die in punkto Geschwindigkeit, Auswahl und Preis nicht mit Amazon mithalten können, auf der Strecke bleiben**

Daher überrascht kaum, dass Einzelhändler, die in punkto Geschwindigkeit, Auswahl und Preis nicht mit Amazon mithalten können, auf der Strecke bleiben. Anbieter mit hohen Fixkosten geraten schnell unter Druck, wenn der Absatz sinkt. Das mussten Kaufhäuser und andere stationäre Einzelhändler in den letzten Jahren schmerzlich erfahren. Unternehmen werden gnadenlos „amazonisiert“, wenn das ihren Kunden gebotene Leistungsversprechen mit der Entwicklung des E-Commerce an Bedeutung verliert.

— **Ist es immer noch möglich, mit Amazon zu konkurrieren? Wir glauben ja. Allerdings nur mit bestimmten Geschäftsmodellen**

Was aber, wenn sie ein Einzelhandelskonzept haben, das ebenfalls auf den Eckpfeilern Geschwindigkeit, Auswahl und Preis basiert? Ist es dann noch möglich, mit Amazon zu konkurrieren? Schließlich hat der Internethändler kein Monopol auf diese Elemente einer Geschäftsstrategie. Wir halten es durchaus für möglich. Allerdings nur für bestimmte Geschäftsmodelle und insbesondere für jene, die sich auf einen Teil der Dreifaltigkeit konzentrieren und diesen extrem gut machen. Ein Unternehmen, das wir angesichts der von Amazon ausgehenden Bedrohung für bestens positioniert halten, ist Costco. Die Einzelhandelskette ist vor allem in den USA, aber auch in Asien und Europa tätig und schon seit Langem in unseren Portfolios vertreten. Für die Uneingeweihten, die noch keinen Fuß in ein Costco-Geschäft gesetzt haben, sei erwähnt, dass sein Ladenkonzept ziemlich ungewöhnlich ist. In Verkaufsförderung investiert das Unternehmen so gut wie nichts: Die Artikel bleiben einfach auf der Palette, mitunter noch zum Teil in Folie verpackt. Zudem hat

⁸ Siehe den ScrapeHero-Artikel vom 10. Januar 2018:
<https://www.scrapehero.com/many-products-amazon-sell-january-2018/>

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION

Costco nur relativ wenige Artikel auf Lager: Im Durchschnitt sind es rund 3.700, verglichen mit weit über 100.000 bei Walmart oder Carrefour. Dafür aber besticht Costcos Angebot durch erstklassige Qualität und extrem niedrige Preise pro Maßeinheit (Liter, Gramm etc.). Seine Artikel vertreibt der Großhändler mit einem durchschnittlichen Bruttogewinn von gerade einmal 11 %, während in der Discounter-Branche sonst eher 25 % üblich sind. Costco kann daher deutlich niedrigere Preise bieten als die Konkurrenz, was es durch einen jährlichen Mitgliedsbeitrag kompensiert. Bei nur 3.700 Artikeln im Angebot bringt Costco von jedem große Mengen an den Mann bzw. die Frau. Das verschafft ihm erhebliche Preismacht bei allen seinen Lieferanten, selbst bei großen multinationalen Konzernen wie Unilever oder Procter & Gamble. Und die Qualität lässt keine Wünsche offen: frisches Fleisch, Fisch und andere Lebensmittel, Haushaltswaren und Bekleidung, Bier, Wein und Spirituosen – alles Spitzenklasse. Der einzige Haken abgesehen vom Mitgliedsbeitrag: In der Regel müssen die Kunden große Mengen abnehmen. Man braucht also ein bisschen Stauraum, um all die Nudeln und anderen Waren zu lagern. Aber nirgends sonst findet man diese Produkte zu einem besseren Preis.

— **Die Kunden wissen Costcos Preis-Leistungsverhältnis zu schätzen. Und in diesem Bereich fällt es E-Commerce-Anbietern naturgemäß schwer zu konkurrieren**

Costco versucht dabei weder, in Sachen Geschwindigkeit zu konkurrieren, ist es doch vor allem ein traditioneller Filialist und verfügt in dieser Hinsicht über keinerlei Vorteil gegenüber anderen herkömmlichen Einzelhändlern. Noch will es sich in Sachen Auswahl mit anderen messen. Costco verfolgt vielmehr die Strategie, nur wenige Produkte anzubieten und alle zum besten Preis. Seine Kunden wissen das gute Preis-Leistungsverhältnis zu schätzen. In diesem Bereich fällt es E-Commerce-Anbietern naturgemäß schwer zu konkurrieren, vor allem weil niedrige Bruttomargen kaum Spielraum für die Transportkosten lassen. Müsste Costco den Wettkampf um Geschwindigkeit und Auswahl aufnehmen, stünde es wohl auf verlorenem Posten. Aber bislang geht seine Strategie voll auf, denn noch immer gelingt es dem Grossisten, seinen Umsatz in den USA flächenbereinigt deutlich stärker zu steigern als die Konsumausgaben. Das liegt aus unserer Sicht vor allem daran, dass Costco nicht versucht, es allen recht zu machen oder sich mit starken Konkurrenten auf deren Kerngeschäftsfeldern zu messen. Vielmehr konzentriert sich die Einzelhandelskette auf einen Bereich, in dem sie wirklich gut ist, in dem es anderen schwerfällt, ihr das Wasser zu reichen und in dem sich die Präferenz der Kunden kaum ändern wird. Costcos Geschäftsmodell ist aus unserer Sicht ein Erfolgsrezept auf Jahre hinaus.

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE

STABILE GESCHÄFTSMODELLE
IM ZEITALTER DER DISRUPTION

GIBT ES AUCH IM TECHNOLOGIESEKTOR ETWAS, WAS SICH NICHT ÄNDERT?

All der Turbulenzen zum Trotz halten wir den Einzelhandel noch für einen relativ stabilen Industriezweig. Zumal verglichen mit der Informationstechnologiebranche, bei der der Wandel, wie häufig zu hören, die einzige Konstante ist. Exemplarisch dafür steht die Entwicklung des Handymarktes seit Einführung des iPhones von Apple vor etwas mehr als zehn Jahren: Das smarte Telefon hat nichts Geringeres als eine Revolution im PC-Bereich losgetreten. Hier wie im Einzelhandel suchen wir aber nicht nach bestimmten Produkten oder Technologien, die sich nicht verändern, sondern vielmehr nach Geschäftsmodellen oder Denkweisen, die seit Jahren Bestand haben. Im Technologiebereich sind das unter anderem:

- das Moorsche Gesetz, demzufolge sich die Leistung von Halbleiterchips alle zwei Jahre verdoppelt. Heiß diskutiert wird derzeit, ob diese Gesetzmäßigkeit ausgedient hat. Sie wird hier daher vor allem als Analogie erwähnt und nicht, um über die Dichte von Transistoren in integrierten Schaltungen zu spekulieren. Nicht ändern wird sich aus unserer Sicht jedoch der Trend zu *einer Kombination aus Hard- und Software, um zusammen immer leistungsfähiger und schneller zu werden* – und das in einer für Unternehmensentscheider sinnvollen Art und Weise. Aus diesem Grund sind wir auch überzeugt, dass selbstfahrende Autos und Roboterchirurgie möglich und wirtschaftlich sinnvoll sind.
- der Wunsch nach immer *besseren Produkten von immer weniger IT-Dienstleistern*. Maßgeschneiderte Lösungen wird es auch künftig geben. Wenn es jedoch gelingt, den IT-Mitarbeitern eines Unternehmens das Leben leichter zu machen und ihren Abteilungen Kosten zu sparen, dann ist das ein Pfund, mit dem sich wuchern lässt.
- Risikoscheu in IT-Abteilungen. Bei der Bewertung neuer Technologieprodukte sehen sich IT-Mitarbeiter mit einem asymmetrischen Risiko konfrontiert. Wählen sie etwas anderes als den Marktstandard und es funktioniert, sparen sie ihrem Unternehmen vielleicht ein paar Euro und erhalten zum Dank einen Händedruck. Geht es schief, hängt ihr Job am seidenen Faden. Angesichts dieser wenig reizvollen Aussicht überrascht es kaum, dass *die großen etablierten Anbieter, deren Produkte als „sichere“ Wahl gelten, über einen natürlichen Vorteil verfügen, wenn es darum geht, ihre Marktführung zu behaupten*.

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION

- Netzwerkeffekte, durch die ein Produkt oder eine Dienstleistung umso nützlicher wird, je mehr Menschen es/sie nutzen. Das Schöne am Netzwerkeffekt: Je mehr sich ein Produkt oder eine Dienstleistung durchsetzt, umso schwieriger wird es, auf es bzw. sie zu verzichten. Eine wirklich schöne positive Rückkopplungsschleife, sofern es so etwas überhaupt gibt. Wir glauben, dass *Netzwerkeffekte nicht an Bedeutung verlieren, sondern eher gewinnen werden*, da der Trend im Tech-Sektor offenbar immer mehr zu Märkten geht, auf denen der Sieger alles nimmt.

Aber zurück zur Frage, wie wir mithilfe dieser Überlegungen Unternehmen beurteilen und gute Anlageentscheidungen treffen können.

Auf der Suche nach einer Antwort blicken wir sechs Jahre zurück und schauen uns an, wie es dem Technologieriesen Microsoft, einem weiteren langjährigen Portfoliounternehmen, damals erging. Anleger hegten zunehmend Zweifel an der Nachhaltigkeit des außergewöhnlich profitablen Windows-Betriebssystems und der Office-Software-Suite, weshalb die Aktie mit weniger als dem Neunfachen des Gewinns gehandelt wurde. Angesichts sinkender Preise, immer kleinerer Geräte und einer stärkeren Fokussierung auf Mobilgeräte - bei denen Microsoft seit jeher eher schwach aufgestellt ist - war niemand mehr bereit, für Windows den gleichen Preis zu zahlen wie früher. Da zudem kostenlose oder wesentlich billigere Alternativen wie Google Apps auf dem besten Weg waren, Office den Rang abzulaufen, preisten Anleger zunehmend einen kontinuierlichen Rückgang des freien Cashflows ein: Die Microsoft-Aktie verlor daraufhin zunehmend an Boden.

Was dann geschah, war atemberaubend - und zwar sowohl hinsichtlich der grundlegenden Entwicklung des Unternehmens wie auch der Art und Weise, wie sie vom Markt honoriert wurde. Möglich war dies nur, weil Microsoft die Weichen dafür bereits gestellt hatte und die oben aufgeführten Faktoren im Technologiesektor, „die sich nicht ändern“, ineinander griffen. Zum einen bereiteten leistungsfähigere Computer und Verbesserungen in der Telekommunikation den Boden für den Aufstieg der Cloud. Zum anderen ist Microsoft wie kein anderes Unternehmen bestens positioniert, um vom Siegeszug der Cloud zu profitieren, besitzt es doch eine ganze Palette an dazu passenden Lösungen wie IaaS, PaaS und SaaS⁹ für öffentliche, private oder hybride Formate. IT-Leitern konnte man so Komplettlösungen aus einer Hand bieten. Ferner verfügte Microsoft bereits über die nötigen Geschäftsbeziehungen

⁹ Infrastruktur als Dienstleistung, Plattform als Dienstleistung, Software als Dienstleistung

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION

— Die jeweiligen Produkte mögen sich geändert haben, nicht aber Microsofts Fähigkeit, auf die Bedürfnisse seiner kommerziellen Nutzer zu reagieren

und die Infrastruktur, um Unternehmen seine Dienste bereitzustellen. Dass Google mit seinem Cloud-Geschäft weniger erfolgreich ist, führen viele auf dessen Vertriebsstruktur zurück, die nicht mit der von Microsoft mithalten kann. Und schließlich verschafften die Netzwerkeffekte von Office Microsoft die nötige Zeit, um bessere und vor allem Cloud-basierte Lösungen auf den Markt zu bringen. Deren Erfolg lässt sich an den steigenden durchschnittlichen Verkaufspreisen ablesen, denn immer mehr Kunden entscheiden sich für das Produkt mit reichhaltigeren Funktionen. Windows ist und bleibt ein Eckpfeiler der wirtschaftlichen Stärke des Softwareherstellers. Inzwischen misst sich dieser Erfolg aber nicht mehr an der Zahl der PCs und Server, auf denen seine Software installiert ist (eine ortsgebundene Sichtweise), sondern anhand der genutzten Cloud-Kapazität (eine Cloud-basierte Sichtweise). Und genau das ist der Knackpunkt: *Die jeweiligen Produkte mögen sich geändert haben, nicht aber Microsofts Fähigkeit, angemessen auf die Bedürfnisse seiner kommerziellen Nutzer zu reagieren.*

Damit kommen wir zu einem wichtigen Punkt: Ein Geschäftsmodell, das auf dem aufbaut, was sich nicht ändert, ist noch lange kein Grund, dass ein Unternehmen nicht in Forschung und Entwicklung investieren und Innovationen anstreben sollte. Microsoft ist auch hierfür das Paradebeispiel. Der Teil seines Geschäfts, „der sich nicht verändert“, sind nicht seine Produkte und Dienstleistungen; die entwickeln sich rasant, und die Softwareschmiede investiert Jahr für Jahr Milliarden, um sicherzustellen, dass sein Angebot zu dem innovativsten auf dem Markt gehört. Was sich nicht ändert, ist die Art und Weise, wie Microsoft sein Geschäft betreibt und mit umfangreichen Investitionen gewährleistet, dass dies auch so bleibt.

Das „Was sich nicht ändert“-Konzept lässt sich natürlich auch auf andere Unternehmen übertragen. So zum Beispiel auf L'Oréal, ebenfalls eines unserer langjährigen Portfoliounternehmen. In seinem Wertversprechen führt der französische Hersteller von Kosmetik- und Körperpflegeprodukten seinen Erfolg seit mehr als einem Jahrhundert darauf zurück, dass er sich „nur auf eins konzentriert - nämlich das Geschäft mit der Schönheit“.¹⁰ Zweifellos wollten die Menschen auch schon Anfang des 20. Jahrhunderts so gut wie möglich aussehen. Daran hat sich im neuen Jahrtausend nichts geändert. Aber die Schönheitsideale haben sich gewandelt und unterscheiden sich heute erheblich von denen vor hundert Jahren. Mit ihnen haben sich auch die Produkte verändert,

¹⁰ <https://www.loreal.com/group/who-we-are/our-values-and-ethical-principles>

nicht jedoch L'Oréals Fähigkeit, mit seinen Kosmetikartikeln seinen Kunden zu helfen, gut auszusehen. Oder um es etwas abgewandelt mit den Worten Jeff Bezos zu sagen: Kaum vorstellbar, dass in zehn Jahren ein Kunde zu mir kommt und sagt: Ich will nicht so gut wie möglich aussehen oder mein Äußeres ist mir nicht wichtig. Undenkbar.

DEN WETTBEWERBSVORTEIL VERLÄNGERN, DARAUF KOMMT ES AN

Machen wir nun einen kurzen Abstecher aus der Praxis in die Theorie, um zu verdeutlichen, warum der Fokus auf Beständigkeit für den Kurs einer Aktie entscheidend sein kann.

- **Die Dauer des Wettbewerbsvorteils ist auch der Zeitraum, in dem ein Unternehmen einen ökonomischen Gewinn oder wirtschaftlichen Mehrwert erzeugt**

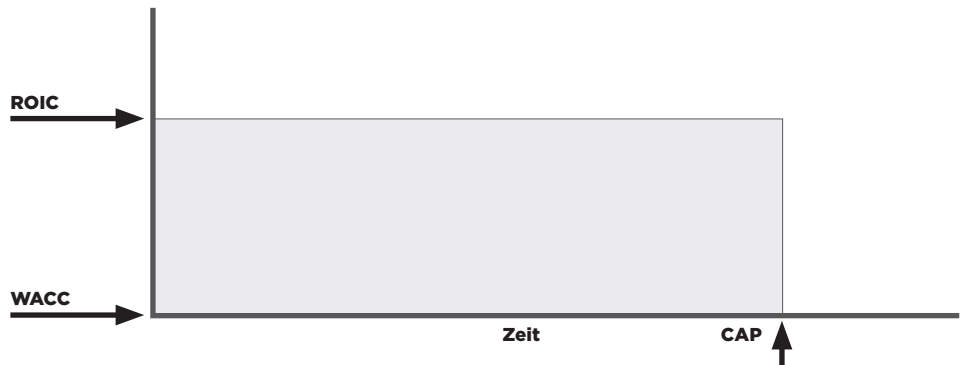
Die Dauer des Wettbewerbsvorteils, kurz CAP für Competitive Advantage Period,¹¹ ist die Phase, in der die Kapitalrendite eines Unternehmens seine Kapitalkosten übersteigt, bevor Wettbewerbskräfte sie in Richtung auf die Kapitalkosten sinken lassen. Folglich ist dies auch der Zeitraum, in dem ein Unternehmen einen ökonomischen Gewinn oder wirtschaftlichen Mehrwert erzeugt. In dieser Phase schafft es einen Unternehmenswert, der über der von seinen Kapitalkosten diktierten Rendite liegt. Bei sonst gleichen Bedingungen zahlt der Markt umso mehr für dieses Unternehmen, je mehr Unternehmenswert es in einem bestimmten Zeitraum schafft bzw. je länger die Phase der Schaffung von Unternehmenswert in einer bestimmten Höhe dauert. Dieses Konzept gefällt mir, lässt sich hieraus doch ein gutes Modell zur Bewertung einer Aktie durch den Markt ableiten.

¹¹ Siehe <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/cap.pdf> für nähere Erläuterungen zur CAP. Bitte beachten Sie hierzu auch unser Whitepaper: „Deconstructing the Comgest Quality Growth Approach“ mit einer Erörterung zur Berücksichtigung der CAP im Rahmen der Anlagephilosophie von Comgest, verfügbar auf unserer Website unter www.comgest.com.

PETER SHAPIRO, CFA®

**WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER
BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE**
STABILE GESCHÄFTSMODELLE
IM ZEITALTER DER DISRUPTION

Abbildung 1: Dauer des Wettbewerbsvorteils CAP (Competitive Advantage Period)



Quelle: Comgest

— Die Dauer des Wettbewerbsvorteils ist von Unternehmen zu Unternehmen sehr verschieden. Unter „normalen“ Bedingungen kann sie ein paar Jahre oder weniger und manchmal deutlich länger als ein Jahrzehnt betragen

Verdeutlichen lässt sich dies anhand eines Standardunternehmens, von dem man über einen bestimmten Zeitraum eine über den Kosten liegende Rendite auf das investierte Kapital erwartet. Grafisch können wir dies wie in Abbildung 1 darstellen, wobei null auf der y-Achse die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten WACC (Weighted Average Cost of Capital) repräsentiert, während die Renditen auf das investierte Kapital ROIC (Return On Invested Capital) des Unternehmens etwas darüber liegen. Die Zeit wiederum, über die das Unternehmen diesen ökonomischen Gewinn erzielen kann, wird auf der x-Achse abgetragen. Die Grenze rechts stellt das Ende der CAP dar. An diesem Punkt fällt die Rendite auf das investierte Kapital des Unternehmens auf die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten zurück, das heißt, das Unternehmen ist nicht länger in der Lage, einen ökonomischen Wert zu schaffen.¹² Die Dauer des Wettbewerbsvorteils ist von Unternehmen zu Unternehmen sehr verschieden und verändert sich im Laufe der Zeit. Unter „normalen“ Bedingungen kann sie ein paar Jahre oder weniger betragen, was häufig bei zyklischeren Unternehmen der Fall ist. Manchmal dauert sie aber auch deutlich länger als zehn Jahre.¹³

¹² Bei dieser und den folgenden Abbildungen habe ich zum Zwecke der Vereinfachung die Grenze als vertikale Linie dargestellt, was einen plötzlich auf null fallenden Wettbewerbsvorteil impliziert. In der Praxis ist diese Linie aber eher eine nach unten geneigte Kurve, da ein Wettbewerbsvorteil in der Regel allmählich schwindet. Rechte Winkel vereinfachen konzeptionelle Grafiken.

¹³ Für Unternehmen, die keinen wirtschaftlichen Gewinn generieren (d.h. $ROIC < WACC$), ist der hier dargestellte Rahmen wenig sinnvoll, denn hält diese Situation an, wird kein vernünftig denkender Anleger diese Aktie kaufen. Interessant wäre sie nur für Anleger, die mit einer Änderung der Fundamentaldaten des Unternehmens rechnen.

PETER SHAPIRO, CFA®

**WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER
BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE**
STABILE GESCHÄFTSMODELLE
IM ZEITALTER DER DISRUPTION

Abbildung 2: Erhöhen der Kosten-Ertragsspanne

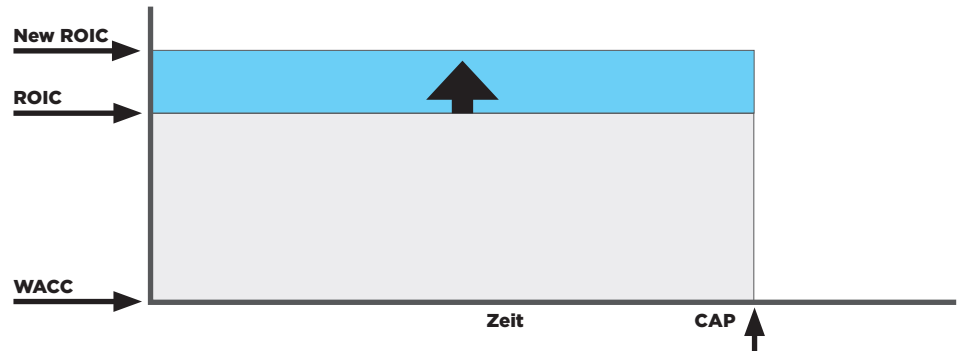


Abbildung 3: Verlängern der Kosten-Ertragsspanne



Quelle: Comgest

Der dem Unternehmen von der Börse zugeschriebene Mehrwert wird durch den schattierten Bereich dargestellt und entspricht der Überrendite multipliziert mit der Zeit, über die diese generiert wird. Damit der Unternehmenswert (d. h. der Marktwert) steigen kann, muss dieser dunkel schattierte Bereich größer werden. Es muss sich also entweder die Kosten-Ertragsspanne mithilfe einer höheren Wirtschaftlichkeit des Unternehmens (z. B. beschleunigtes Umsatzwachstum, steigende Margen, bessere Cash-Umwandlung etc.) erhöhen oder der Zeitraum verlängern, in dem diese Spanne generiert werden kann. Diese beiden Möglichkeiten sind oben grafisch dargestellt, wobei der graue Bereich entweder die Summe aus dem grauen und dem blauen oder aus dem grauen und dem grünen Bereich wird.

Hier zeigt sich nun die Stärke dieses Konzepts: Nach unserer Einschätzung konzentrieren sich die meisten Anleger auf die obere Grafik bzw. darauf, wie ein Unternehmen seine Finanzkennzahlen

— Wir gehören gerne zu dieser kleineren Gruppe von Anlegern, die versucht zu verstehen, wie ein Unternehmen seinen Wettbewerbsvorteil verlängern kann. Denn damit eröffnen sich uns interessante Anlagechancen

PETER SHAPIRO, CFA®

WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE STABILE GESCHÄFTSMODELLE IM ZEITALTER DER DISRUPTION

verbessern kann. Das wird deutlich an den Fragen, die üblicherweise bei Telefonkonferenzen gestellt werden: „Wie war der Umsatz mit dem neuen Produkt X?“ „Mit welcher Gesamtjahresmarge rechnen Sie?“ „Wie stark werden die Investitionen steigen?“ Nur wenige richten den Fokus auf die untere Grafik und die Frage, wie es ein Unternehmen schafft, seinen Wettbewerbsvorteil über einen längeren Zeitraum zu behaupten. Wir gehören gerne zu dieser kleineren Gruppe von Anlegern, die versucht zu verstehen, wie ein Unternehmen die Dauer seines Wettbewerbsvorteils verlängern kann. Denn daraus ergeben sich unseres Erachtens interessante Anlagechancen. Vor allem aber sind wir überzeugt, dass die zur „Was sich nicht ändert“-Kategorie gehörenden Unternehmen diejenigen sind, denen es am ehesten gelingt, ihren Wettbewerbsvorteil über längere Zeit zu behaupten.

Das hier erläuterte Konzept ist jedoch nicht auf Einzelhandels-, Technologie- oder Körperpflegeprodukte beschränkt. Vielmehr beschreibt es einen allgemeinen Ansatz, mit dem sich das langfristige Geschäftsmodell eines jeden Unternehmens bewerten lässt. Uns interessiert, ob ein Unternehmen schneller wachsen oder effizienter arbeiten und so den wirtschaftlichen Gewinn und damit seinen Marktwert steigern kann. Aber wir versuchen auch Erkenntnisse darüber zu gewinnen, wie ein Unternehmen die Dauer seines Wettbewerbsvorteils verlängern und uns damit überzeugen kann, dass der Markt dies längerfristig einpreisen wird. Dabei suchen wir nicht nur nach Firmen, für die der Markt eine kurze Dauer des Wettbewerbsvorteils antizipiert, wir hingegen eine längere. Interessant sind für uns auch Unternehmen, bei denen der Markt einen lang andauernden Wettbewerbsvorteil einpreist, der unseres Erachtens aber noch länger dauern könnte.

„MANCHES ÄNDERT SICH EBEN NIE“

Anfang 1999, als die Internetblase immer größer wurde, gab Jeff Bezos dem Wired Magazine ein Interview,¹⁴ in dem er sich zur Zukunft des Einzelhandels äußerte. Einige seiner Prognosen erwiesen sich als erschreckend zutreffend, aber Bezos verstieg sich auch zu folgender Prophezeiung:

„Die erfolgreichen ‚Shoptainer‘ der Zukunft, die Shopping und Entertainment verbinden, werden sein wie Gap mit seiner Musik- und Jugendkultur oder Nordstrom mit seinem klimpernden Pianisten und dem unverwechselbaren Face-to-Face-Service. Vielleicht bieten sie ihren Kunden auch noch mehr wie z. B. persönlichen Service und Showeinlagen, sodass

¹⁴ <https://www.wired.com/1999/03/bezos-3/>

PETER SHAPIRO, CFA®

**WAS SICH NICHT ÄNDERT ODER
BESTÄNDIGKEIT ALS ANLAGECHANCE**
STABILE GESCHÄFTSMODELLE
IM ZEITALTER DER DISRUPTION

jeder Einkaufsbummel zu einem Mega-Event wird. „Das ist es, was man bekommt, wenn man ins Kino geht und warum man sich nicht immer Filme ausleiht, oder?“, meint Bezos.“

Offenbar können auch jene, die nach eigener Aussage wenig von Vorhersagen halten, der Versuchung nicht widerstehen, einen Ausblick auf künftige Entwicklungen zu wagen. Das gilt auch für die Finanzmärkte, an denen auf hundert Auguren mit ihren Einschätzungen zu all dem, was sich künftig ändern wird, nur ein Prognostiker kommt, der schlicht und ergreifend sagt: „Das hat Bestand.“ Und weil dieses simple, dabei aber oft übersehene Verhalten tief in der menschlichen Psychologie verankert ist, halten wir es für eine beständige Quelle für Alpha und spannende Ideen für unsere Portfolios.



Peter Shapiro, CFA®
Analyst und Portfoliomanager

Peter Shapiro kam 2013 als Analyst und Portfoliomanager mit Schwerpunkt US-Aktien zu Comgest. Seine berufliche Laufbahn begann er als Analyst bei Legg Mason Capital Management in Baltimore, Maryland; anschließend war er in ähnlicher Position bei einer Asset-Management-Boutique in Paris tätig. Peter Shapiro hat einen Bachelor des Colby College in Physik, einen Master der Pennsylvania State University in Akustik sowie einen Master der Johns Hopkins University in Angewandter und Computermathematik. Er ist CFA®-Charterholder.

WICHTIGE INFORMATIONEN - NUR FÜR PROFESSIONELLE/QUALIFIZIERTE ANLEGER

Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben auf den 30. September 2018. Die hierin erwähnten Produktnamen, Firmennamen und Logos sind Handelsmarken oder eingetragene Marken ihrer jeweiligen Eigentümer. Dieses Dokument wurde ausschließlich für professionelle/qualifizierte Anleger erstellt und darf nur von diesen genutzt werden. Diese Ausarbeitung dient lediglich Informationszwecken.

Die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen sind keine „Finanzanalyse“ und werden gemäß MIFID II als „Marketing-Mitteilung“ klassifiziert. Diese Marketing-Mitteilung wurde demnach (a) nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt (b) nicht dem Verbot des Handels im Vorfeld der Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Anlageergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf zukünftige Anlageergebnisse. Der Wert aller Anlagen und die Erträge daraus können sowohl steigen als auch fallen. Alle Kapitalanlagen beinhalten Risiken einschließlich eines möglichen Kapitalverlusts.

Eine Erörterung oder Erwähnung bestimmter Unternehmen sollte nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder einer bestimmten Anlage angesehen werden. Die erörterten Unternehmen entsprechen nicht allen Anlagen, in die in der Vergangenheit investiert wurde. Es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass eine der erörterten Anlagen profitabel war oder sein wird oder dass Empfehlungen oder Entscheidungen, die in der Zukunft getroffen werden, profitabel sein werden.

Enthaltene Informationen und Meinungen stammen aus bzw. basieren auf Informationen aus Quellen, die als zuverlässig eingestuft werden; dennoch kann die Richtigkeit nicht garantiert werden. Comgest übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen. Die Informationen in diesem Dokument sind nicht erschöpfend und dienen ausschließlich Informationszwecken. Alle Meinungen und Schätzungen stellen unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Dokuments dar und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Zukunftsbezogene Aussagen, Daten oder Prognosen treten möglicherweise nicht ein bzw. werden nicht realisiert.

Comgest bietet seinen Kunden keine Steuer- oder Rechtsberatung; allen Anlegern wird dringend empfohlen, mit Blick auf potenzielle Anlagen ihre Steuer- oder Rechtsberater zurate zu ziehen. Anleger sollten vor jeder Anlage den Anlagehorizont sowie die Kategorie der Anlage / des Fonds im Hinblick auf ihre eigenen Ziele und Einschränkungen überprüfen.

Anlegern obliegt es, sich über die gesetzlichen, aufsichtsrechtlichen und berufsethischen Regelungen zur Bekämpfung von Geldwäsche sowie die einschlägigen Dokumente zu deren Anwendung auf dem Laufenden zu halten und diese in der jeweils aktuellen Fassung zu beachten.

Die in diesem Dokument erwähnten Anlageexperten sind Mitarbeiter von Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd., Comgest US L.L.C und Comgest Singapore Pte. Ltd.

Comgest S.A. untersteht der Autorité des Marchés Financiers (AMF, französische Finanzmarktaufsichtsbehörde). Comgest Far East Limited wird von der Hong Kong Securities and Futures Commission (Hongkonger Wertpapieraufsicht) beaufsichtigt. Comgest Asset Management International Limited untersteht der Aufsicht der Central Bank of Ireland (irische Notenbank) und ist bei der U.S. Securities and Exchange Commission (US-Börsenaufsicht) registriert. Comgest Asset Management Japan Ltd. untersteht der Aufsicht durch die Financial Service Agency of Japan (registriert bei Kanto Local Finance Bureau (Nr. Kinsho 1696)). Comgest US L.L.C. ist bei der U.S. Securities and Exchange Commission registriert. Comgest Singapore Pte Ltd hat den Status einer Licensed Fund Management Company & Exempt Financial Advisor (nur institutionelle und zugelassene Investoren) und untersteht der Monetary Authority of Singapore (Finanzaufsicht Singapur).

www.comgest.com**COMGEST S.A.**

17 square Edouard VII, 75009 Paris,
Frankreich
Tel.: (+33) 1 44 94 19 00
info@comgest.com

COMGEST ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL LIMITED**Dublin Office**

46 St. Stephen's Green, Dublin 2,
Irland
Tel: (+353) 1 631 0100
info.camil@comgest.com

UK Representative Office

Park House, 116 Park Street,
London, W1K 6SS
Vereinigtes Königreich
Tel.: (+44) 20 3871 4109
info.camil@comgest.com

COMGEST FAR EAST LIMITED

Level 10, 28 Hennessy Road,
Hongkong
Tel.: (+852) 3972 0200
info.asia@comgest.com

**COMGEST ASSET MANAGEMENT
JAPAN LTD.**

1-8-2 Marunouchi, Chiyoda-ku
Tokio 100-0005,
Japan
Tel: (+81) 3 4588 3640
info-jp@comgest.com

COMGEST SINGAPORE PTE. LTD.

8 Temasek Boulevard,
#20-01A Suntec Tower Three,
Singapur 038988
Tel.: (+65) 6672 7100
info.asia@comgest.com

COMGEST DEUTSCHLAND GMBH

Sky Office
Kennedydamm 24
40476 Düsseldorf
Deutschland
Tel.: (+49) 211 44 03 87 0
kontakt@comgest.com

COMGEST US LLC

101 Arch Street, 8th floor
Boston, MA 02110,
USA
Tel: (+1) 857 304 0135
info.us@comgest.com

COMGEST BENELUX B.V.

Gustav Mahlerplein 3-115
1082 MS, Amsterdam
Niederlande
Tel.: (+31) 6 229 20 612
contactnl@comgest.com

Comgest Deutschland GmbH
Sky Office
Kennedydamm 24
40476 Düsseldorf
Telefon: +49 211 44 03 87-0
Telefax: +49 211 44 03 87-23
www.comgest.com
kontakt@comgest.com

ANSPRECHPARTNER FÜR KUNDEN IN DEUTSCHLAND UND ÖSTERREICH



Thorben Pollitaras

Thorben Pollitaras, MBA
Geschäftsführer, Managing Director Deutschland
Telefon: +49 211 44 03 87 - 22
tpollitaras@comgest.com



Andreas Franz

Andreas Franz
Investor Relations Manager Deutschland
Telefon: +49 211 44 03 87-21
af Franz@comgest.com



Oliver Hausemann

Oliver Hausemann
Investor Relations Manager Deutschland
Telefon: +49 211 44 03 87-27
ohausemann@comgest.com



Dieter Wimmer

Dieter Wimmer
Leiter Sales Österreich
Telefon: +49 211 44 03 87-29
dwimmer@comgest.com



Christoph Rütting

Christoph Rütting
Business Support
Telefon: +49 211 44 03 87-14
cruetting@comgest.com

