

THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 05

9. OKTOBER 2026

6 MIN. LESEZEIT

Der Burggraben wandert



Warum Wettbewerbsvorteile erneuert und nicht nur verteidigt werden müssen

Ein Unternehmen kann über Jahrzehnte einen Wettbewerbsvorteil aufbauen, dessen Wert für die Kunden mit der Zeit schwindet. Die Marke bleibt bekannt, die Produktion effizient und die Produkte hochwertig. Doch die Zahlungsbereitschaft der Kunden nimmt ab.. Die Margen können hoch und die Kapitalrenditen attraktiv bleiben. Doch Technologie kann die Ökonomie einer Branche verändern, Wettbewerber können eine bessere Alternative bieten, oder die Kunden ändern schlicht, was ihnen wichtig ist.

Für Quality-Investoren ist Dauerhaftigkeit zentral für den Investment Case. Dauerhaftigkeit bedeutet nicht, dass etwas für immer unverändert Bestand hat. Wettbewerbsvorteile verschwinden selten über Nacht. Häufiger verlagert sich die Quelle des Vorteils – und die stärksten Unternehmen bewegen sich mit ihr.

Ein Burggraben definiert sich nicht über den Erfolg von gestern, sondern darüber, weshalb Kunden sich auch morgen für das Unternehmen entscheiden.

JEDER BURGGRAHEN IST AN BEDINGUNGEN GEKNÜPFT

Ein Wettbewerbsvorteil erlaubt es einem Unternehmen, trotz Konkurrenz Kunden zu halten und attraktive Renditen zu erzielen. Er kann auf Grösse, einer vertrauenswürdigen Marke, Netzwerkeffekten, proprietärer Technologie, Vertrieb oder Wechselkosten beruhen. Keiner dieser Faktoren wirkt jedoch isoliert.

Grösse zählt, solange sie Kosten senkt oder das Angebot für den Kunden verbessert. Eine Marke erzielt einen Aufpreis, solange Kunden schätzen, wofür sie steht. Wechselkosten schützen einen Anbieter, solange der Nutzen eines Wechsels kleiner bleibt als der Aufwand. Jeder Burggraben ist an Bedingungen geknüpft – und diese Bedingungen ändern sich.



INVESTMENT TAKEAWAY

Die entscheidende Frage ist daher nicht nur, ob ein Unternehmen einen Burggraben hat, sondern warum er existiert – und ob die Bedingungen, die ihn stützen, stärker oder schwächer werden.

DIE EROSION BEGINNT OFT, BEVOR DIE GEWINNE SINKEN

Ein etablierter Anbieter kann bestehende Kunden halten und zugleich die nächste Käufergeneration verlieren. Der Umsatz kann mit dem Markt weiterwachsen, während der Marktanteil sinkt. Die Margen können hoch bleiben, während

notwendige Investitionen aufgeschoben werden. Die ausgewiesene Profitabilität kann daher ein nachlaufender Indikator für die Stärke des Burggrabens sein.

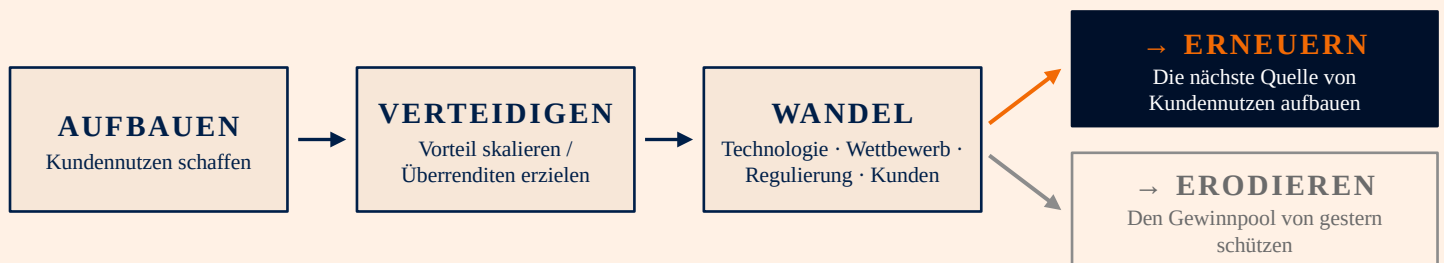
Ein hoher historischer ROIC (*Rendite auf das investierte Kapital*) belegt, dass ein Wettbewerbsvorteil bestanden hat. Er beweist nicht, dass er noch für einen Unternehmer zeigen sich die ersten Warnsignale oft direkt beim Kunden: Die Neukundengewinnung wird schwieriger, Rabatte nehmen zu, Marktanteile gehen verloren oder neue Investitionen erzielen tiefere Renditen. Das sind keine rein buchhalterischen Kennzahlen. Sie zeigen, dass die Bereitschaft der Kunden, für das Angebot zu bezahlen, nachlässt.

DER BURGGRABEN HINTER DEM BURGGRABEN

Die Forschung liefert einen wichtigen Hinweis. Phebo Wibbens analysierte Gewinnraten von mehr als 4'000 US-Unternehmen über 30 Jahre. Sein Modell schätzt die durchschnittliche Dauer eines Wettbewerbsvorteils auf rund 18 Jahre und hebt «Ressourcen höherer Ordnung» hervor: Fähigkeiten wie strategische Planung, M&A-Expertise und überlegene Prognosen, die Unternehmen helfen, sich über die Zeit wertvolle operative Ressourcen zu sichern.

Eine Marke, ein Patent oder eine starke Kundenbeziehung kann die heutigen Gewinne schützen. Fähigkeiten höherer Ordnung schaffen dagegen die Grundlage für die Wettbewerbsvorteile von morgen. Das stärkste Unternehmen ist deshalb nicht zwingend jenes mit dem eindrücklichsten Burggraben von heute, sondern jenes, das seinen Vorsprung immer wieder neu aufbauen kann.

DER DAUERHAFTESTE BURGGRABEN IST WOMÖGLICH DIE FÄHIGKEIT, DEN NÄCHSTEN ZU BAUEN.



QUELLE: WIBBENS [1]

MICROSOFT: DER BURGGRABEN BLIEB IN BEWEGUNG

Microsoft ist gerade deshalb ein gutes Beispiel, weil der Wettbewerbsvorteil nicht am selben Ort geblieben ist. Die Ökonomie des Unternehmens wurde einst vom PC-Ökosystem dominiert: Windows, Office und ein riesiges Netzwerk aus Nutzern, Entwicklern und Firmenkunden. Dann verlagerte sich die Computernutzung.

Das Internet verringerte die Rolle des Betriebssystems als einziges Tor zur Software. Neue Technologien wie das Mobiltelefon lenkte die Aufmerksamkeit der Kunden auf Geräte, die Microsoft nicht kontrollierte. Cloud Computing stellte klassische Softwarelizenzen und Server im eigenen Haus infrage. Die strategische Wahl war unbequem: den alten Burggraben schützen – oder dem Kunden folgen.

Unter Satya Nadella machte Microsoft diese Abwägung explizit. 2014 beschrieb sich das Unternehmen als «productivity and platform company for the mobile-first and cloud-first world». Office kam auf Geräte der Konkurrenz, während Azure und Cloud-Infrastruktur zu strategischen Prioritäten wurden. Microsoft meldete in jenem Jahr 35 Millionen Downloads von Office für das iPad.



QUELLE: MICROSOFT [2]

Die Produkte änderten sich. Die tiefere Fähigkeit bestand darin, sich dorthin neu auszurichten, wohin sich der Kundennutzen verlagerte.

WENN TECHNOLOGIE DEN BURGGRABEN VERSCHIEBT

Künstliche Intelligenz ist der sichtbarste Stresstest der Gegenwart. Die vereinfachte Schlussfolgerung lautet, KI zerstöre Burggräben, weil zuvor knappe Fähigkeiten breit verfügbar werden. Die Evidenz ist differenzierter.

2026 veröffentlichte OECD-Forschung sieht Chancen für kleinere Unternehmen ebenso wie Vorteile für Unternehmen mit stärkeren bestehenden Fähigkeiten. Die Arbeit zu KI-Märkten nennt zudem Daten-Feedbackschleifen, Grösse, Wechselkosten, Vertrieb und Integration als mögliche Quellen dauerhafter Vorteile. KI beseitigt Burggräben nicht. Sie verändert, wo sie liegen.

Wohin verlagert sich der Kundennutzen – und kann das Unternehmen zuerst dort sein?

KANNIBALISIEREN ODER KANNIBALISIERT WERDEN

Manchmal verlangt Erneuerung, die Ökonomie anzugreifen, welche die heutigen Gewinne geschaffen hat. Salesforce illustriert das Dilemma. KI-Agenten könnten die Zahl menschlicher Nutzer verringern, die für bestimmte Aufgaben nötig sind, und damit das klassische Lizenzmodell pro Arbeitsplatz infrage stellen. Salesforce reagiert, indem es Daten, Workflows, Berechtigungen und Geschäftslogik über Headless 360 direkt für autorisierte Agenten zugänglich macht und eine nutzungsbasierte KI-Ökonomie entwickelt. Die strategische Logik ist klar: relevant bleiben, auch wenn sich die Schnittstelle ändert. Ob das den Burggraben erneuert, muss sich erst zeigen.

Chegg illustriert das umgekehrte Risiko. Anfang 2023 blieb die Bindung bestehender Kunden relativ stark und die bereinigte EBITDA-Marge lag noch bei 31%, doch das Management sah bereits, dass ChatGPT das Neukundenwachstum beeinträchtigte. Die Warnung zeigte sich im Kundenverhalten, bevor der volle Schaden in den Gewinnen sichtbar wurde. Chegg hat KI in sein Angebot integriert, den ursprünglichen Vorteil hat das bisher aber nicht bewahrt.

Die disruptive Technologie zu übernehmen ist nicht dasselbe, wie den Burggraben neu zu bauen.

DEN BURGGRABEN NICHT NUR ERKENNEN. SEINE BEWEGUNG BEOBACHTEN.

Für langfristige Investoren genügt es nicht, einen Wettbewerbsvorteil zum Kaufzeitpunkt zu erkennen. Der Burggraben muss beobachtet werden, während sich das Unternehmen entwickelt – und die nützlichsten Indikatoren zeigen sich womöglich, bevor die Gewinne nachlassen.

SIGNAL	STÄRKER WERDEND	ERODIEREND
Kunden	Akquise und Kundenbindung stark	Kundenbindung überdeckt schwache Akquise
Preissetzung	Preis durch Kundennutzen gestützt	Rabatte nötig, um Volumen zu verteidigen
Marktanteil	Organische Gewinne	Verlust trotz Marktwachstum
Inkrementeller ROIC	Neues Kapital erzielt attraktive Renditen	Renditen auf neuem Kapital sinken
Innovation	Schafft neuen Kundennutzen	Schützt vor allem bestehende Umsätze
Investitionen	Bauen den nächsten Vorteil auf	Verteidigung des alten Burggrabens wird teurer

DIE PERSPEKTIVE DES UNTERNEHMERS

Ein Eigentümer kann nicht wählen, ob sich Technologie, Regulierung, Kundenpräferenzen oder Wettbewerb verändern. Die Wahl besteht darin, wohin das Kapital fliesst, während sie es tun.

Der Bau des Burggrabens von morgen kann die Finanzaufgaben von heute schlechter aussehen lassen. Die Investitionen steigen, bestehende Produkte werden womöglich kannibalisiert und die Margen können vorübergehend sinken. Mehr Investitionen sind aber nicht zwingend bessere Investitionen. Für den Eigentümer stellt sich damit eine einfache Frage: Stärkt jeder investierte Franken den Grund, weshalb Kunden das Unternehmen wählen, und erzielt er zugleich eine attraktive zusätzliche Rendite?

Schützt das Management die Gewinne von heute – oder finanziert es die Wettbewerbsposition von morgen?

WARUM DAS FÜR DIE BEWERTUNG ZÄHLT

Ein Burggraben schafft ökonomischen Wert, weil er einem Unternehmen erlaubt, Renditen über seinen Kapitalkosten zu erzielen. Der Wert hängt aber nicht nur von der Höhe der Überrenditen ab, sondern auch von ihrer Dauer. Die Competitive Advantage Period (CAP) von Mauboussin und Callahan stellt genau diese Frage nach dem «Wie lange»: Wie lange kann ein Unternehmen auf zusätzlichen Investitionen positive Wertschöpfung aufrechterhalten?

Daraus ergibt sich eine direkte Verbindung zwischen Quality und Bewertung. Verkürzt sich die erwartete Dauer des Burggrabens, kann der innere Wert sinken, obwohl die aktuellen Margen hervorragend bleiben. Umgekehrt kann erfolgreiche Erneuerung die Überrenditen über das hinaus verlängern, was der Markt erwartet hat. Der Burggraben kann sich bewegen, bevor es die Gewinne tun – und die Bewertung sollte sich mit ihm bewegen.

THE PULSE



QUALITY MUSS IMMER WIEDER NEU VERDIENT WERDEN.

Hohe Margen und hohe Kapitalrenditen zeigen, dass ein Vorteil bestanden hat. Sie beweisen nicht, dass er noch besteht. Die frühesten Anzeichen eines Wandels zeigen sich oft bei Neukundengewinnung, Marktanteil, Preissetzungsmacht und Renditen auf neuen Investitionen. Technologie kann eine alte Quelle der Differenzierung entwerfen und zugleich die Bedeutung von Daten, Vertrieb, Workflows, Grösse oder Vertrauen erhöhen.

Die stärksten Unternehmen tun mehr, als zu verteidigen, was sie erfolgreich gemacht hat. Sie passen es an, kannibalisieren es und geben es wenn nötig auf, um für die Kunden relevant zu bleiben. Quality ist kein Status, den ein Unternehmen erreicht. Es ist eine Position, die es sich immer wieder verdienen muss.

DER DAUERHAFTESTE WETTBEWERBSVORTEIL IST LETZTLICH WOMÖGLICH DIE FÄHIGKEIT, DEN NÄCHSTEN ZU BAUEN.

QUELLEN

1. Wibbens, P. D. (2019), «Performance persistence in the presence of higher-order resources», Strategic Management Journal 40(2), 181–202
2. Microsoft Corporation (2014), Annual Report 2014
3. OECD (2026), «Competition in the age of AI», 30. Juli 2026
4. OECD (2026), «Artificial Intelligence markets», 10. Juli 2026
5. Mauboussin, M. & Callahan, D. (2026), «Competitive Advantage Period: The Neglected Value Driver», Morgan Stanley
6. Salesforce, Unternehmensangaben
7. Chegg, Unternehmensangaben

DISCLAIMER:

This document has been prepared solely for information and advertising purposes and does not constitute a solicitation offer or recommendation to buy or sell any investment product or to engage in any other transactions