

A photograph of a large, multi-towered brick castle, likely a Dutch water castle, surrounded by a moat. The castle features several towers with conical roofs and a central tower with a weather vane. The moat is filled with water and lily pads. In the foreground, there is a red wooden fence and some greenery. The sky is clear and blue.

**Was ist ein
Burggraben?**

Wer sich auf der Suche nach Aktien mit Kennzahlen beschäftigt, wird schnell festgestellt haben, dass es sowohl bei Produkten als auch bei Unternehmen meist einen Lebenszyklus gibt. Unternehmen starten mit einem starken Wachstum, das sich Stück für Stück verlangsamt und pendelt sich dann, je nach Branche, bei einer durchschnittlichen Profitabilität ein. Allerdings gibt es auch Unternehmen, die es über Jahrzehnte schaffen profitabler als ihre Konkurrenz zu bleiben. Woran liegt das und was zeichnet Burggrabenaktien aus?

Was ist ein Burggraben?

Ein Burggraben schützt die Burg vor Angriffen von Außen, wenn wir nun also die außergewöhnliche Profitabilität eines Unternehmens als Burg und den Wettbewerb als Angreifer sehen, ist ein Burggraben eine Art Schutzschild vor Konkurrenten, die mit günstigeren Preisen oder besserer Qualität Kunden zu sich locken wollen.

Hat in einer Stadt nur eine Person die Möglichkeit T-Shirts zu produzieren, kann sie hohe Preise durchsetzen, weil sie ein natürliches Monopol innehat. Für Kosten von z.B. 3 € erhält sie von ihren Kunden, die schließlich keine Alternativen haben, 20 € pro T-shirt. Nun kommt das soziale in der Marktwirtschaft ins Spiel! Ich beobachte das Ganze und entschlief mich ebenfalls eine Maschine zu bauen, mit der ich T-Shirts produzieren kann, weil ich erkenne, dass der Monopolist gigantische Gewinne umsetzt. Damit seine Kunden zu mir kommen, verzichte ich auf ein Stück des möglichen Gewinns, da sie sonst ja weiter bei meinem Konkurrenten kaufen könnten. Die Profitabilität der T-Shirt-Produktion sinkt also enorm. Der Verbraucher ist der Gewinner des Wettbewerbs, die Unternehmer kämpfen um Marktanteile.

Wir erkennen:

1. Die Produktion von T-Shirts hat keinen besonderen Burggraben
2. Mit der Reproduzierbarkeit eines Geschäftsmodells sinken die potentiell erreichbaren Renditen

Nun stellt sich die Frage, wie man die Rentabilität eines Geschäftsmodells sichern kann, bzw. welche Eigenschaften und Effekte ein Unternehmen vor der Konkurrenz schützen.

Welche Burggräben gibt es?

Netzwerkeffekte lassen sich gerade bei den aktuell bekanntesten Unternehmen der Welt am besten beobachten. Kunden, die die Auswahl zwischen Google+, Facebook und StudiVZ haben, werden sich in der Regel für Facebook entscheiden, weil dieses soziale Netzwerk ihnen aufgrund der Vielzahl an Mitgliedern den größten Nutzen bringt. Das bedeutet, dass Facebook allein aufgrund seiner Größe einen Wettbewerbsvorteil gegenüber allen anderen Konkurrenten besitzt. Man kann sich selbst die Frage stellen, ob man ein E-Book eher bei Amazon oder einem Wettbewerber veröffentlichen würde und wird zu dem einzig richtigen Ergebnis kommen, dass der Netzwerkeffekt einen quasi dazu zwingt es bei Amazon zu veröffentlichen. Unternehmen, die über diesen Burggraben verfügen, können eigentlich nur weiter wachsen und sind schwer zu bekämpfen, da sie mit ihrer Marktmacht die Ideen und Vorteile kleinerer Wettbewerber kopieren können, wenn diese einen Mehrwert für ihre Kunden bieten. Die Zukunft wird zeigen, ob es zum Beispiel Snapchat gelingt nachhaltig einen Fuß in den Markt sozialer Netzwerke zu bekommen, da Facebook die wesentlichen Funktionen bereits ebenfalls anbietet. Die letzten Jahre konnte man meiner Meinung nach beobachten, die Google, Amazon und Facebook es geschafft haben, natürliche Monopole zu errichten, die quasi unangreifbar sind.

Wechselkosten sind besonders in der IT vorherrschend. Hat ein Unternehmen seine gesamten

Unternehmensabläufe mit SAP verschmolzen, ist es mit unglaublich großen Wechselkosten verbunden, auf eine Konkurrenzsoftware auszuweichen, weil unter anderem die Zeit der komplexen Implementierung und das Einarbeiten der Mitarbeiter jedes noch so günstige Angebot in den Schatten stellen. Microsoft hat mit seinem Office-Paket einen ähnlichen Effekt auf Unternehmen und alle mit dem Unternehmen in Geschäftsbeziehungen stehenden Stakeholder. Ärzte, die bei einem Patienten mit Produkten von Novo Nordisk gute Erfolge erzielt haben, werden diesem aufgrund geringfügig niedrigerer Kosten kein Konkurrenzprodukt verschreiben, da ein niedriges Risiko oberste Priorität hat. Versicherungen oder Stromanbieter profitieren auch von Wechselkosten, allerdings in einer so schwachen Form, dass es nicht nennenswert ist. Sobald ein Wechsel mit „Schmerzen“ verbunden ist, liegen hohe Wechselkosten vor, die das Burggrabenunternehmen schützen.

Kostenvorteile ergeben sich häufig aus Größenvorteilen, da beispielsweise die Beschaffung günstiger wird. Eine andere Möglichkeit wäre, dass effizienter produziert wird und damit entweder niedrigere Preise angeboten werden können oder die Marge bei gleichen Preisen höher ist. Ein Unternehmen, das diesen Punkt erfüllt ist Distribution Now oder auch Lidl oder Aldi. Lebensmitteldiscounter haben allein durch das Filialnetz was die Logistik angeht Vorteile, durch Fixkostendegression und auch Chipotle profitiert genau davon, da hier jährlich rund 200 Filialen hinzukommen und die Kosten pro Lieferung somit sinken (auch Netzwerkeffekte!).

Skalierbarkeit eines Geschäftsmodells bedeutet, dass man ab einem bestimmten Punkt den Output erhöhen kann, ohne den Input um den gleichen Faktor steigern zu müssen. Habe ich ein Consultingunternehmen, ist die Skalierbarkeit sehr begrenzt, da die Arbeitszeit meiner Berater um den Faktor steigen muss um den ich den Umsatz erhöhen möchte. Baue ich dagegen eine Internetplattform auf, auf der ich Videokurse verkaufe, so habe ich pro neuen Kunden keine weiteren Kosten. Nach der Anmietung von Servern und der Erstellung einer Seite macht es keinen Unterschied, ob ich 100 oder 1.000 Kunden habe, das ist Skalierbarkeit. Auch Marketing kann sehr skalierbar sein, wenn man beispielsweise ein Geschäftsmodell mit vielen Filialen hat. Ein Werbespot der Telekom skaliert sich auf jede vorhandene Filiale runter.

Immaterielle Vermögenswerte beinhalten zum Beispiel Marken, Manager und Patente. Das berühmteste Beispiel ist wohl Coca Cola, aber auch Apple oder Schuh-/Kleidungshersteller können, teilweise auch nur aufgrund ihrer Marke, signifikant höhere Preise durchsetzen. Ganz klassisch sieht man den Markenvorteil bei Unternehmen wie Nike, die eine Art Werbemonopol durch ihre Sponsoringdeals aufweisen können, das für seine Konkurrenten schwer bis gar nicht angreifbar ist. Der Unterschied zwischen einem 49,99 € Sportschuh und einem für 129,99 € ist oft nur ein abgerundeter Haken. Die komfortabelste Form eines solchen Wettbewerbsvorteils ist wohl das staatliche Patent, das es der Konkurrenz einfach mit der Kraft des Gesetzes verbietet Kunden das gleiche Produkt zu niedrigeren Kosten anzubieten.

Häufig, aber nicht immer, schlagen sich solche Wettbewerbsvorteile in Form hoher Margen oder Marktanteile nieder.

Ein Burggraben, ist ein Burggraben, ist ein...

Natürlich ist ein Burggraben kein Wundermittel, ähnlich wie bei staatlichen Monopolen oder in allen Formen menschlichen Zusammenlebens, fällt meist der Wille Leistung zu bringen, wenn man Erfolge auch ohne harte Arbeit erzielen kann. Ein gutes Management kann ein Wettbewerbsvorteil sein, falls es besonders nützliche Verbindungen oder Erfahrungen einbringen kann oder zum Beispiel besonders integer ist. Ein noch so starker Burggraben kann nur erhalten werden, wenn das Management es schafft, die Leistungsanreize nicht einschlafen zu lassen.

Man sollte es sich auch nicht zu leicht machen und das Vorhandensein eines „Burggrabens“ automatisch mit einem starken Wettbewerbsvorteil gleichsetzen, schließlich bestehen auch bei einem Handyvertrag **Wechselkosten** (Vergleichsangebote einholen, Frist einhalten -> sonst automatische Vertragsverlängerung, Unsicherheit ob die Netzqualität gut genug ist...), aber hier von einem Wettbewerbsvorteil zu sprechen ist weit hergeholt.

Auch eine **Marke** ist nicht automatisch ein Burggraben. Während bei Lebensmitteln Marken mit Sicherheit eher langlebig sind, man denke an Coca Cola, sieht es bei Technik schon ganz anders aus. Apple ist groß geworden, weil es außerhalb seines vorherigen Nutzerkreises, mit dem iPhone überzeugen konnte. Während Cola sich über lange Zeiträume nicht großartig verändern muss, bringt Apple die Marke nichts mehr, wenn die Nutzereigenschaften über kurze(!) Zeiträume keinen entsprechenden Mehrwert bieten. Die Marke ist bei Apple definitiv ein Wettbewerbsvorteil, aber ein starker Burggraben muss langfristig halten und es ist schwer vorstellbar, dass dies im Geschäft mit Mobiltelefonen möglich ist. Man könnte vielleicht sagen, dass der „Marken-Burggraben“ schwächer wird, je komplexer das Produkt wird. Das ist insofern logisch, da Marken in den einfachsten Segmenten am stärksten sind, nämlich bei Kleidung und Lebensmitteln. Wer nun mit Automarken argumentiert kann sich die einfache Frage stellen, ob die Marke BMW oder die Marke Daimler die Profitabilität erhält, wenn diese Unternehmen mehrere Jahre schlechtere Autos produzieren, als die Konkurrenz. Die Antwort lautet definitiv nein.

Das ganze lässt sich am Beispiel von Nike schön erweitern, schließlich springt einem hier die Marke förmlich ins Auge. Die Marke ist definitiv ein Wettbewerbsvorteil, aber der Burggraben liegt dahinter! Der Burggraben bei Nike ist das Volumen der Sponsoringdeals. Sollte eine andere Firma es schaffen, das Werbemonopol von Nike zu erschüttern, ist das der schlimmste Angriff auf die Profitabilität von Nike, weshalb sie diesen Burggraben auch vehement verteidigen müssen, da hier DER Wettbewerbsvorteil des Unternehmens liegt.

Auch **Größenvorteile** sind nicht in Stein gemeißelt, denken Sie an Filmproduzenten! Natürlich lassen sich mit großen Budgets monumentalere Blockbuster produzieren und die Größe ist ein Vorteil bei der Verwirklichung von Star Wars und Co., aber

Dem Größenvorteil stehen hier beträchtliche Risiken bei einem Flop gegenüber.

In der Entertainmentindustrie ist ein Burggraben daher wohl eher bei den Lizenzen zu finden. Disney hat sich mit Marvel und Star Wars zwei starke Marken sichern können, die gigantische Wettbewerbsvorteile innehaben. Sie haben mit ihren Zukäufen quasi ein Monopol auf Superheldenfilme und die stärkste Sciene Fiction Marke der Welt und können mit beidem beliebig reproduzierbare Cashströme generieren. Allerdings hatte auch Disney mit seinem „Größenvorteil“ zu kämpfen, wenn man sich das Desaster rund um den Filmflop *John Carter* anschaut, infolgedessen der CEO der Disney-Filmstudios Rich Ross, zurücktreten musste. Ein Burggraben sichert einem den Umsatz, bei Star Wars oder Batman ist das aufgrund der starken Marke der Fall, bei einem unglaublich teuren aber schlechten Film ohne Markenvorteil, zerplatzt der Größenvorteil und wird aufgrund der größeren Investitionssumme eher zum Nachteil.

Die Sparkasse hatte mit ihrem Filialnetz und den zahlreichen Bankautomaten einen sehr schönen Burggraben. Ich bin lange bei der Sparkasse geblieben und bleibe ihr trotz den Kosten für das Girokonto wohl weiter treu, da an meinen wesentlichen Alltagsorten keine anderen Abhebmöglichkeiten vorhanden sind. In [Regulierung und Kontrolle von Banken](#) heißt es dazu: „Ein wesentlicher Aspekt von Bankdienstleistungen sind **Netzwerkeffekte** der Filialisierung sowie Dichte von Bankautomaten.“ Ein Angriff auf diesen Burggraben ist dem Zusammenschluss von Deutscher Bank, Commerzbank und Co. Mit dem Cash-Group-Zusammenschluss geglückt und stellt die Vorteilhaftigkeit der Sparkasse zunehmend in Frage. Wer besonders in die Zukunft schaut wird bereits Unternehmen im Portfolio haben, die Gewinne aus dem kostenfreien Nutzen von Kreditkarten an allen Geldautomaten ziehen oder die Möglichkeit bieten, mit dem Smartphone zu

zahlen.

Qualität ist kein Burggraben, schließlich ist Qualität beliebig reproduzierbar, solange kein Patent vorliegt. Das gilt aus meiner Sicht zum Beispiel für viele Automobilzulieferer und -hersteller.

Wie erkennt man, ob ein starker Burggraben vorliegt?

In der Regel schlägt sich ein besonders starker Wettbewerbsvorteil in der hohen Profitabilität nieder und die messen wir zum Beispiel grob an der Umsatzrendite. Liegt diese langfristig über 10 %, kann man davon ausgehen, dass das Unternehmen etwas nachhaltig besser macht, als andere Unternehmen. Natürlich hängt diese Profitabilität aber auch stark von der Branche ab und ich würde wohl in Lidl auch bei einer Umsatzrendite von 3-5 % investieren. Etwas genauer kann man es haben, wenn man die Welt der manipulierten Bilanzen verlässt und sich das Verhältnis von Free Cash Flow und Umsatz anschaut um herauszufinden, wie viel Geld wirklich wieder zurück an die Kapitalgeber fließen kann. Ein Wert oberhalb der 5% ist hier als gut einzustufen. Für Banken, Versicherungen und Ölförderer sind andere Kennzahlen zielführend, daher habe ich mein Depot, um diese Werte bereinigt, mal auf den Prüfstand gestellt:

FCF/Umsatz	2013	2014	2015	2016
AOBC	10%	6%	16%	19%
BASF	4%	2%	5%	6%
Chipotle	10%	10%	9%	2%
DNOW	6%	2%	10%	11%
Facebook	36%	29%	34%	42%
Hugo Boss	10%	10%	8%	8%
Novo Nordisk	27%	31%	35%	42%
TGS NOPEC	9%	15%	9%	18%

Man erkennt auf den ersten Blick, dass die Profitabilität stark von der Branche beeinflusst wird und Novo Nordisk und Facebook mit besonders niedrigen Abgaben auf jeden verdienten Euro punkten können. Natürlich zahlt man jedoch meist enorme Aufschläge für diese hohe unternehmensinterne Renditeausbeute und Wachstumsaussichten, was man z.B. an hohen Kurs-Gewinn- oder Kurs-Free-Cash-Flow-Verhältnissen ablesen kann. Ich würde tendenziell eher ein Unternehmen vorziehen, das ein KGV oder KFCV von 10 aufweist und pro Euro Umsatz 10% FCF generiert, als für ein Unternehmen, das 30% FCF aus jedem Euro gewinnen kann ein KGV von 30 zu zahlen. Natürlich darf man hier aber auch nicht die Rolle des Wachstums außer acht lassen, das für mich sowohl Facebook als auch Novo Nordisk oder Chipotle attraktiv macht.

Burggrabenaktien Checkliste

Man kann sich auch folgende Fragen stellen:

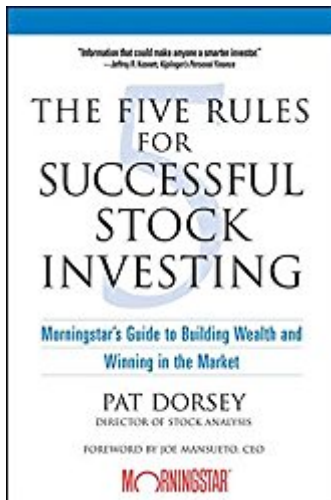
1. Sind die Produkte Branchenstandard? Microsoft profitiert von seinen Office Formaten, die man nicht ohne Probleme mit kostenfreien Softwareangeboten ersetzen kann, schließlich sollten wichtige Unterlagen nicht mit Formatierungsfehlern bei Geschäftspartnern ankommen. Adobe wäre ein weiteres Beispiel, da Grafikdesigner und Werbeagenturen darauf angewiesen sind, diese Produkte zu nutzen, um ihren Job ausüben zu können.
2. Erfordern die Produkte (und die der Konkurrenz) viel Weiterbildung? Sollte dies so sein wird ein Wechsel schwer. Der Wechsel eines ERP-Systems hat beispielsweise enorme negative

Auswirkungen, die der Konkurrent mit seinem Angebot mehr als ausgleichen müsste.

Mitarbeiter müssen sich einarbeiten, Fortbildungen organisiert und Software implementiert werden, dann werden viele Dinge in den ersten Monaten falsch gebucht und so weiter.

3. Sind die Produkte oder Dienstleistungen des Unternehmens stark in den Geschäftsalltag der Kunden integriert? Ein Ölförderer, der weite Teile seiner Lagerhaltung an Distribution Now ausgegliedert hat und dessen ERP-System mit dem von DNOW verwoben ist, wird einen Teufel tun und diese Partnerschaft leichtfertig beenden.
4. Sind die Kunden des Unternehmens bereit sich langfristig zu binden? Erfordert das Geschäftsmodell langfristige Partnerschaften?
5. Hält das Unternehmen bestimmte Patente oder Lizenzen, die es vor Wettbewerbern schützen und einen großen Teil des Umsatzes damit quasi garantieren? Disney (Marvel, Mickey Mouse...) und Pfizer (Viagra) wären hier zwei bekannte Beispiele. Dabei darf natürlich nicht vergessen werden, darauf zu achten, wann die besagten Patente auslaufen, [so wie das für Viagra 2013](#).
6. Ist das Unternehmen so groß, dass es keinen Sinn macht Wettbewerber zu nutzen? Hier wären Amazon, eBay, Xing, LinkedIn und sicher auch Airbnb Plattformen, die starke Wettbewerbsvorteile besitzen. Die Deutsche Post hat hier nach wie vor ein Monopol gehabt, dass langsam aber sicher bröckelt, wenn ich sehe, wie häufig mir ein Amazon- oder Hermeslieferant inzwischen die Päckchen bringt.
7. Kann der Kunde garnicht auf Konkurrenten ausweichen? Das ist häufig bei Eisenbahnen der Fall, wobei auch hier der Markt langfristig zu stark ist, siehe Fernbusangebote oder Ryanair.
8. Ist der Burggraben langfristiger Natur? Bei Disney könnte man diese Frage leicht beantworten, aber bei Branchen, die stark von Innovationen abhängig sind, wird es schwieriger. Apple hat eine starke Marke und bindet zusätzlich viele Kunden mit dem eigenen Software-Ökosystem, aber was passiert, wenn das Management ein paar Jahre Fehlentscheidungen trifft? Noch schwieriger sieht es bei Herstellern von Medikamenten aus, siehe Gilead Sciences. Wie langfristig sind Modetrends und setze ich eher auf die Marke Abercrombie & Fitch oder verzichte ich auf Trendsetter und investiere in Hugo Boss oder breit diversifizierte Mode-Konzerne wie die [VF Corporation](#)? Produzenten von Gütern des täglichen Bedarfs sind nicht ohne Grund auf Dauer so profitabel, auf diesem Markt zählen starke Marken (Nestlé, PepsiCo, Coca Cola...).
9. In welchem Lebenszyklus ist die Branche, in der das Unternehmen sich befindet?

Wer sich für diese Thematik interessiert, dem kann ich zum Beispiel dieses Buch sehr empfehlen:



[The Five Rules for Successful Stock Investing](#)

Abschließende Gedanken

Ein Wettbewerbsvorteil bzw. Burggraben ist essentiell um die Profitabilität zu sichern, was allerdings noch wichtiger ist, ist, dass nur so die Existenz des Unternehmens „gesichert“ werden kann. Ein Unternehmen ohne wesentliche Vorteile gegenüber Konkurrenten ist vom Markt abhängig und nicht gut genug um vorgezogen zu werden, damit also austauschbar. Das Geld eines Aktionärs sollte ihm mehr Wert sein, als es in austauschbare Unternehmen zu investieren. Wir wollen unser Risiko nach unten begrenzen und einen weiten Raum nach oben offen haben, daher liegt ein wesentlicher Teil unseres Gewinns im Einkauf.

Was zeichnet für euch Burggrabenaktien aus?

Ich freue mich auf Kommentare und kritische Stellungnahmen!

Übrigens habe ich, um auch in Zeiten ohne genug eigene Mittel für Investitionen, meine Analysequalitäten unter Beweis zu stellen ein Wikifolio aufgelegt, dem ihr gern folgen könnt. ☐

<https://www.wikifolio.com/de/de/wikifolio/jasper-quast-value>

Am Ende noch ein besonders schöner Artikel von meinem Freund Stefan, den ich niemandem vorenthalten möchte:

<https://stefansboersenblog.com/2017/05/02/ryanair-deutsche-medien/>

Sollte euch der Beitrag gefallen haben, dann abonniert doch bitte meinen Newsletter um über neue Beiträge informiert zu werden:

Leave This Blank: Leave This Blank Too: Do Not Change This:

Your email: