Strategie aktuell
November 2026

Am letzten Kunden verdient man am meisten …

… aber der nächste kann teuer werden

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Beim Internet 2.0 verursachte der letzte Kunde kaum Kosten.
- KI kann es teurer machen, weitere Kunden zu gewinnen, zu bedienen und zu binden.
- Die Einzelwertauswahl wird daher wichtiger.

In meinen 27 Jahren bei MFS war es fast ein Naturgesetz: „Am letzten Kunden verdient man am meisten." Wenn eine Plattform, eine Fabrik oder ein Netzwerk erst einmal steht, fallen keine weiteren Fixkosten mehr an. Die ersten Kunden finanzieren die Infrastruktur, an allen anderen verdient man.

Beim Internet 2.0 galt das mehr denn je. Eine etablierte Plattform konnte fast ohne Mehrkosten weitere Kunden bedienen. Mehr Nutzer bedeuteten mehr Daten, eine bessere Reichweite und höhere Wechselkosten. Die Markteintrittsschranken wurden höher, die Grenzkosten fielen. Die Margen legten zu.

Anlegern schien das selbstverständlich, und das passive Investieren bestärkte sie darin. Tatsächlich aber galt diese Regel nur dann, wenn die Kapitalintensität fiel und sich der Wettbewerb in Grenzen hielt.

Der nächste Kunde

Jetzt kommt KI – und plötzlich ist alles anders.

Unternehmen investieren mehr in Rechenzentren, Stromversorgung und Halbleiter, aber auch in Fabriken und Vorprodukte. Dank KI kann man immer leichter Neues ausprobieren, zu immer niedrigeren Kosten. Umso mehr Wettbewerber treten auf den Plan.

Der letzte Kunde einer etablierten Plattform kann noch immer sehr rentabel sein, weil die Investitionen bereits stattgefunden haben. Aber die nächste Plattform könnte sehr viel mehr Kapital erfordern. Wenn die Kapazitäten ausgelastet sind, könnte zusätzliche Nachfrage ein weiteres Rechenzentrum nötig machen, ein neues Kraftwerk oder Fließband. Um den Kunden zu binden, braucht es vielleicht auch bessere Produkte, mehr Werbung, umfassenderen Service oder niedrigere Preise.

Wie Abbildung 1 zeigt, könnte der nächste Dollar Umsatz sehr viel höhere Kosten verursachen.

Abbildung 1: Der letzte und der nächste Kunde



Der letzte Kunde nutzt den vorhandenen Kapitalstock. Beim nächsten könnten die Kosten steigen.

Gewinnen, bedienen und binden

Beim nächsten Kunden können die Kosten aus drei Gründen steigen.

Zunächst einmal muss der Kunde gewonnen werden. Digitaler Vertrieb und KI locken neue Wettbewerber an, aber der Tag hat nur 24 Stunden. Um Aufmerksamkeit zu erzielen, braucht man vielleicht mehr Inhalte und Marketing.

Dann sind da die Produktionskosten. Die Cloud scheint schwerelos, aber Strom, Speicherchips und Rechenleistung kosten Geld. Beim Internet 2.0 verursachten neue Kunden oft kaum Kosten. Viele neue KI-Dienstleistungen brauchen bei mehr Nutzern aber mehr Infrastruktur.

Und schließlich müssen Kunden auch gehalten werden. Über digitale Vertriebskanäle und flexible Lieferketten können Spezialisten auch ohne die Organisationsstruktur eines Marktführers neue Kunden erreichen. Die alten Marktführer müssen dann vielleicht mehr Geld ausgeben, haben aber weniger Preismacht.

Sie müssen deshalb nicht verschwinden, verdienen aber weniger an zusätzlichen Umsätzen. Jetzt kommt aktives Portfoliomanagement ins Spiel: Man muss erkennen, welche Unternehmen an zusätzlichen Ausgaben verdienen und welche damit einfach nur den alten Umsatz halten.

Wachstum ist nicht gleich Ertrag

Nehmen wir an, ein Unternehmen verdient je 100 Dollar Kapital 10 Dollar, erzielt also eine Kapitalrendite von 10%. Wenn es dazu aber 200 Dollar Kapital bräuchte, betrüge die Rendite nur 5%. Der Buchgewinn wäre gleich, die Effizienz verschieden. Für den Aktienmarkt ist das wichtig.

Hier trennt sich die Spreu vom Weizen: Unternehmen mit nachhaltig wachsenden Gewinnen, sogenannte Compounder, sind etwas anderes als Zykliker. Es sind nicht nur Etiketten, sondern es beschreibt, wie die Gewinne auf mehr Investitionen und schärferen Wettbewerb reagieren.

Ein echter Compounder reinvestiert seine Einnahmen und erzielt damit attraktive langfristige Gewinne. In nachfragestarken Phasen, wenn Umsätze, Margen und Erträge zulegen, ist es bei Zyklikern kaum anders. Aber die hohen Erträge locken zusätzliche Unternehmen an und verschärfen den Wettbewerb – und neue Kunden erfordern vielleicht zusätzliche Kapazitäten, während die Preismacht sinkt. Am Ende erzielt das Unternehmen vielleicht gar keinen Mehrertrag, sondern stabilisiert bestenfalls das Erreichte.

Anleger sprechen oft leichtfertig von „Qualität". Aber Qualität ist mehr als nur eine zurzeit hohe Marge. Qualität bedeutet, dass man über den gesamten Konjunkturzyklus Gewinne rentabel reinvestieren kann, und eine Krise ausbleibt. Im Boom liebt der Markt schnelles Wachstum, aber langfristige Investoren müssen den gesamten Zyklus betrachten.

Und wie soll man investieren?

Die Frage ist nicht mehr, wie schnell ein Unternehmen neue Kunden gewinnen kann. Entscheidend ist, ob der Ertrag höher ist als der Gesamtaufwand – von der Kundengewinnung bis zur Kundenbindung.

Daher muss man sich drei Fragen stellen: Nimmt das Unternehmen heute mehr als seine Kapitalkosten ein? Kann es mit zusätzlichen Investitionen attraktive Erträge erzielen? Und vor allem: Kann es seine Gewinne halten, wenn Kunden und Wettbewerber reagieren?

Im letzten Marktzyklus lohnte es sich, auf etablierte Unternehmen zu setzen. Im neuen sollte man vielleicht wählerischer sein. Wer in eine Benchmark investiert, setzt auf die aktuellen Indexanteile. Fundamentalinvestoren analysieren aber schon vorher, ob neue Investitionen Mehrwert schaffen. Der Index reagiert erst später.

Bisweilen mag der letzte Kunde noch immer der sein, an dem man am meisten verdient. Sicher ist das aber nicht mehr. Wer sich heute vom aktiven Management verabschiedet, gibt vielleicht kurz vor dem Ziel auf. Er ist ausgerechnet dann nicht mehr wählerisch, wenn es vielleicht wichtiger ist denn je.

Strategie aktuell

November 2026

Angaben zu Einzelwerten nur zur Illustration. Sie dürfen nicht als Anlageberatung oder als Hinweis darauf verstanden werden, dass für irgendein Anlageprodukt von MFS eine Transaktion geplant ist.

Alle Anlagen gehen mit gewissen Risiken einher, einschließlich des Risikos eines möglichen Kapitalverlusts.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Angebot zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweise für Anleger in Kanada: Herausgegeben in Kanada von MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) (ABN 68 607 579 537) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren" gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator (FIBO, Nr. 312) beim Kanto Local Finance Bureau und Mitglied der Investment Management Association of Japan. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt.** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd. (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland übermittelt wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.