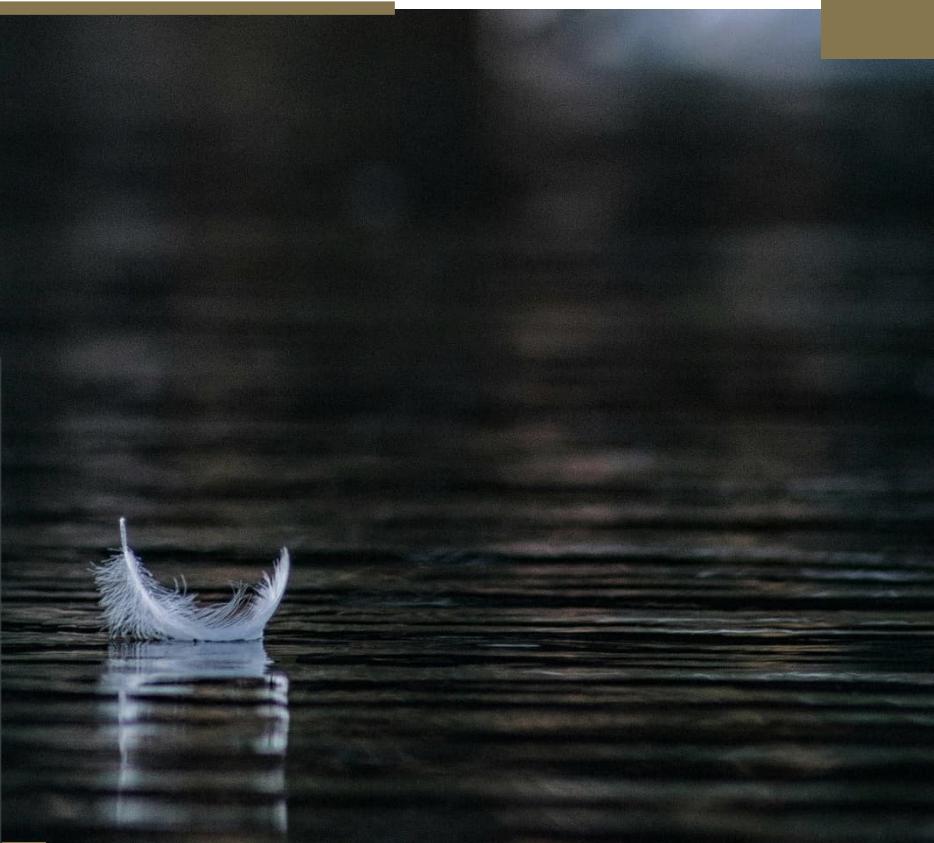


JAHRESBERICHT

In dieser Ausgabe:

Quality abseits des Marktfokus

Marktübersicht und Performanceanalyse	2
Zentrale Erkenntnisse	5
Corporate Excellence Insights publiziert im Jahr 2025	6
Beispiele von Kauf- und Verkaufsentscheidungen	7
Quality Dividend Portfolio	9
Ausblick: Perspektiven für Qualitätsaktien	10



HQAM

HERENS QUALITY ASSET MANAGEMENT



CEO message

Liebe Kunden, Investoren und interessierte Leser

2025 war für Quality-Investoren – und damit auch für uns bei HQAM – ein anspruchsvolles Jahr. Ein Jahr, das Disziplin verlangte, Überzeugungen testete und den Blick für das Wesentliche geschärft hat. Gerade deshalb möchte ich zu Beginn des Jahres 2026 eines bewusst in den Vordergrund stellen: Danke für Ihr Vertrauen in HQAM, in unseren Investmentansatz und in unser Team. HQAM steht für einen klar definierten Quality-Ansatz. Wir investieren gezielt in Unternehmen mit hoher Kapitalrendite, nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen, soliden Bilanzen und verlässlichen Cashflows. Diese Prinzipien haben sich über Zyklen hinweg bewährt. 2025 zeigte jedoch eindrücklich, dass Märkte zeitweise andere Prioritäten setzen: kurzfristige Makroerwartungen, Zinsfantasien und ein ausgeprägtes „Risk-on“-Umfeld dominierten die Performance. Fundamentale Qualität trat – zumindest temporär – in den Hintergrund.

Das veränderte Zinsregime spielte dabei eine zentrale Rolle. Zwar ging die Inflation zurück, doch fielen die Zinssenkungen weniger expansiv aus als ursprünglich erwartet. Dies begrenzte teilweise die Bewertungsprämien langfristig stabiler, strukturell wachsender und hoch profitabler Geschäftsmodelle. Gleichzeitig profitierten zyklische Sektoren – in Europa insbesondere Finanzwerte – von einer Zinsstruktur, die Cashflows in der näheren Zukunft stärker begünstigt. Zusätzlich kam es zu einer ausgeprägten Marktrotation: In Europa floss Kapital neben Finanzwerten verstärkt in zyklische Industrie- und Energietitel, während sich in den USA die Aufmerksamkeit auf wenige, hoch bewertete KI-Titel konzentrierte. In solchen Marktphasen wird Beta gekauft, nicht Qualität. Entscheidend ist, was sich nicht verändert hat: die strukturelle Attraktivität hochwertiger Geschäftsmodelle. Die von uns identifizierten Qualitycluster – sei es im Gesundheitsbereich, bei IT oder Premium-Konsumgütern – verfügen weiterhin über starke Marktpositionen, hohe Kapitalrenditen und robuste Cashflow-Profile. Die Qualitätsprämie ist nicht verschwunden – sie wurde lediglich zeitweise nicht honoriert.

Gleichzeitig haben sich die Bewertungen vieler Quality Unternehmen wieder auf attraktive Niveaus zurückgebildet. Was kurzfristig wie ein Rückschlag wirkt, schafft aus unserer Sicht die Voraussetzungen für zukünftige Outperformance. Quality wirkt nicht linear, sondern zyklisch – aber langfristig zuverlässig.

Wir gehen mit Zuversicht in das Jahr 2026 – getragen von unserer Quality-DNA. Qualität setzt sich durch. Nicht immer sofort, aber verlässlich über Zeit.

Mit freundlichen Grüßen,
Diego Föllmi

2025 Rückblick

Gerät der Quality-Stil unter Druck?

Triumph von Momentum und Non-Quality

Nach einem holprigen Start ins Jahr 2025 sorgten Zölle, militärische Konflikte rund um den Globus sowie politische Eingriffe in Unternehmen für aussergewöhnlich hohe Unsicherheit auf allen Ebenen – von Staaten über Geschäftsmodelle bis hin zu einzelnen Sektoren. In einem solchen Umfeld hatten Quality-Aktien, die traditionell als sicherer Hafen gelten, Mühe, Schutz zu bieten. Währenddessen setzten Unternehmen, die abseits standen, ihre starke Ergebnisdynamik fort: steigende Gewinne, wachsende Marktanteile und hohe Profitabilität – wobei der Markt die zugrunde liegenden Fundamentaldaten weitgehend ignorierte.

Den Softwaresektor traf es besonders stark. Historisch eines der wachstumsstärksten Segmente mit nahezu 100 % wiederkehrenden Umsätzen, ausserordentlich hoher Profitabilität, nicht kapitalintensiven Geschäftsmodellen und robusten Bilanzen, entwickelte er sich im Zuge der Marktverwerfungen unterdurchschnittlich. Gleichzeitig stammten die Top-Performer aus Bereichen, die hohen Unsicherheiten und Risiken ausgesetzt waren sowie sich verändernden globalen Trends: KI-bezogene Unternehmen, Verteidigung und Finanzwerte. Die meisten starken Performer gehörten dem Non-Quality-Segment an. Während einzelne Quality-Titel von der KI-Welle profitieren konnten (z. B. Nvidia und Arista), dominierten Aktien mit schwächeren Quality-

Merkmalen (z. B. Broadcom, Oracle, AMD, Seagate) die Aufmerksamkeit.

In Europa erlebte Quality Investing die schwächste Phase seit den 1990er-Jahren und blieb deutlich hinter Value- und Momentum-Strategien zurück (9,2 % vs. 32 % bzw. 27,5 %). In den USA, wo die Risikobereitschaft im KI-Bereich stark zunahm, hinkte Quality hinter Growth und Momentum her, übertraf jedoch defensivere Strategien wie Dividenden, Minimum Volatility und Value.

Bemerkenswert ist, dass der MSCI World Quality Index in EUR kaum die Nulllinie überschritt – ein Hinweis darauf, dass selbst ein KI-getriebener Markt keine hohen Renditen für Quality generieren konnte. Währungsbewegungen belasteten europäische Investoren zusätzlich, da der USD gegenüber EUR und CHF stark nachgab – in einem Tempo, das seit mehreren Jahren nicht mehr beobachtet wurde –, während die US-Zinsen rückläufig waren.

Der Markt konzentrierte sich insgesamt stark auf eine enge Gruppe vermeintlicher künftiger Gewinner (Abb. 2) und trieb Erwartungen sowie Bewertungen auf Niveaus, die wenig Toleranz für Fehler zuliessen. Dieses Umfeld liess viele qualitativ hochwertige Geschäftsmodelle temporär unbeachtet und eröffnete damit Chancen für Quality-Investoren.

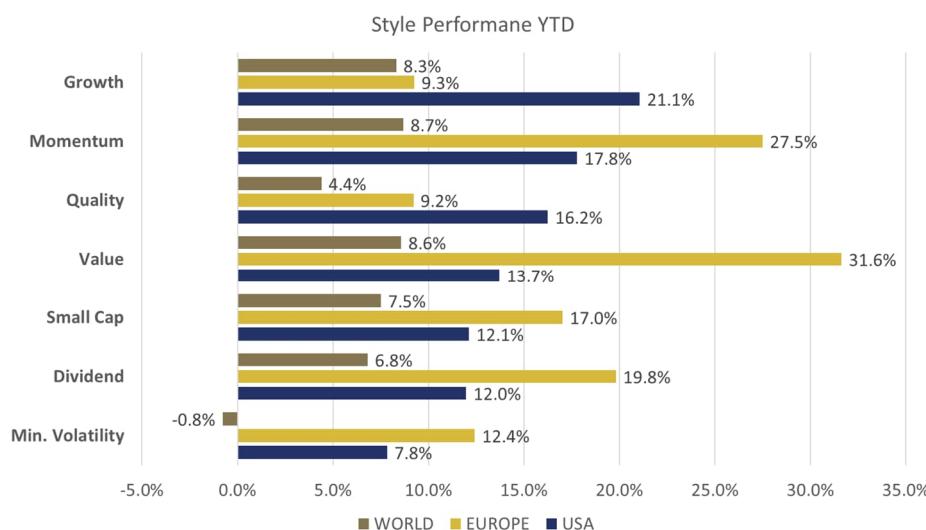


Abb. 1: Gesamtrendite 2025 nach Regionen basierend auf MSCI-Regionalindizes (Währungen: USA – in USD, Europa – in EUR, Welt – in EUR)

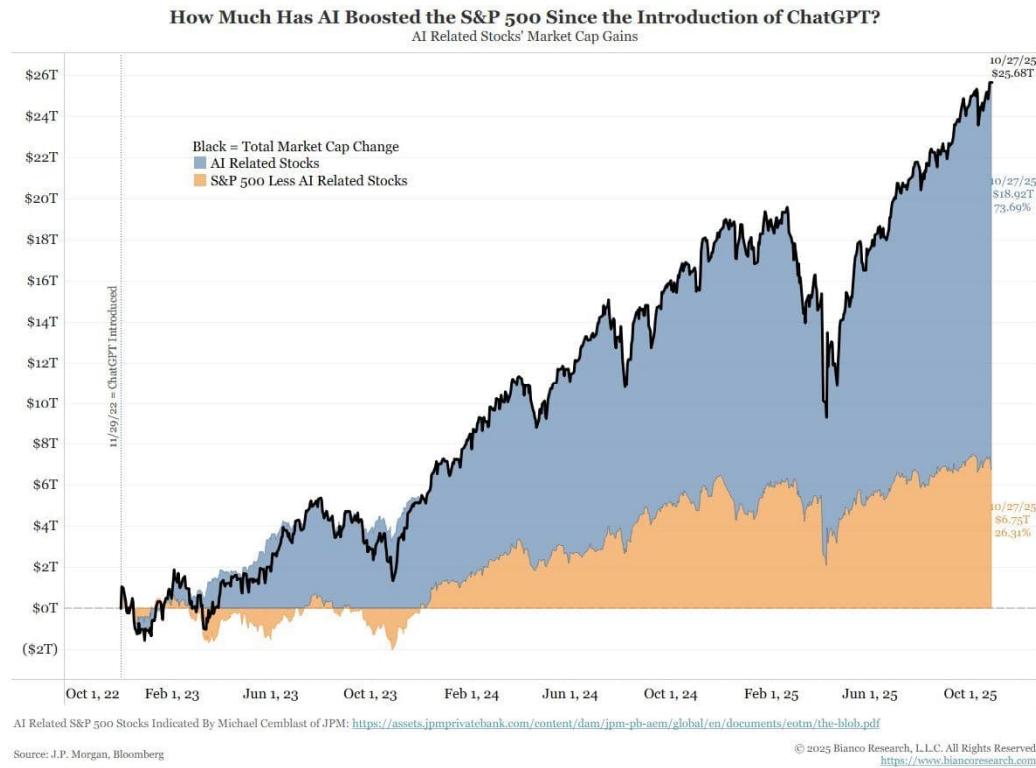


Abb. 2: Kumulierte Marktkapitalisierungsgewinne von KI-bezogenen Aktien vs. S&P 500 (ohne KI-Aktien) seit der Einführung von ChatGPT im Oktober 2022

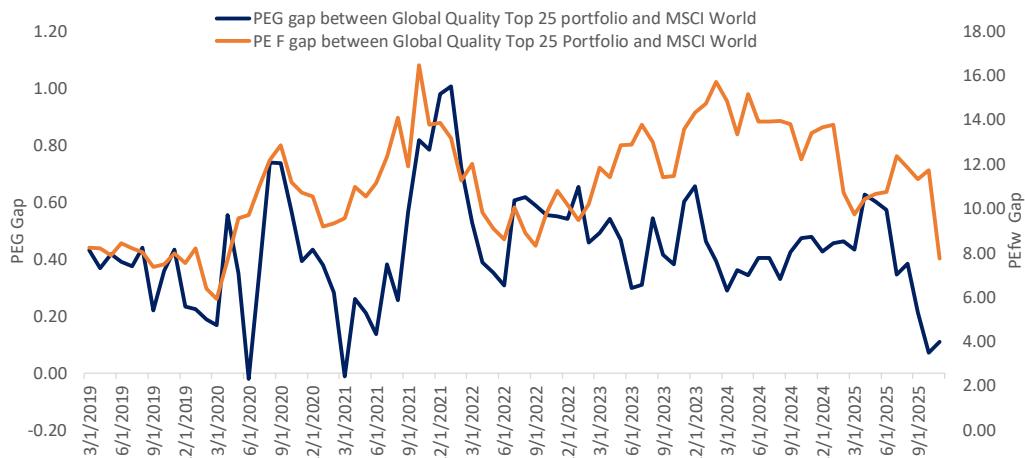
Quality-Unternehmen: Erhöhte Bewertungen und keine Fehlertoleranz

Hohe Bewertungen gehen mit sehr hohen Erwartungen und wenig Raum für Enttäuschungen einher. Quality-Unternehmen erzielen typischerweise eine Bewertungsprämie aufgrund konsistenter Ertragskraft, starker Preissetzungsmacht, führender Marktpositionen sowie bewährter Kapitalallokationskompetenz. Dennoch bieten Bewertungen keinen Schutz – wie das Beispiel Synopsys zeigt, dessen Aktie nach einer Prognosesenkung um 35 % einbrach. Dies war überraschend, da Synopsys als führender Anbieter in einem oligopolistischen Markt gilt und konstant starke Ergebnisse liefert – begünstigt durch den Halbleiter-Entwicklungsboom. Regulatorische Eingriffe der US-Regierung in sensible

Lieferketten führten jedoch zu einem erheblichen negativen Schock, der in Kombination mit der zuvor sehr anspruchsvollen Bewertung eine heftige Marktreaktion auslöste.

Historisch gesehen war die Bewertung von Quality-Titeln gegenüber Benchmarks aufgrund der ihnen zugeschriebenen Qualitätsmerkmale auffällig. In jüngerer Zeit haben jedoch auch Non-Quality-Titel – insbesondere im Zeitraum 2020/21 – ähnlich hohe Prämien erreicht. Das künftige Gewinnwachstum ist inzwischen weitgehend in den Kursen reflektiert; zusätzliche Qualitätsmerkmale wie Anpassungsfähigkeit, starke Marktpositionen und Resilienz werden jedoch weiterhin nicht ausreichend berücksichtigt. Werden diese mit einbezogen, erscheinen viele Quality-Portfoliounternehmen weiterhin attraktiv bewertet.

Abb. 3: Bewertungsdifferenz (PE und PEG Forward) zwischen dem Global Quality Top-25-Portfolio und dem MSCI World



Wichtige Erkenntnisse und wie wir damit umgehen

Das Jahr 2025 war geprägt von schmerzhaften, aber wertvollen Erkenntnissen. Es zwang uns, unsere analytischen Instrumente und Entscheidungsprozesse kritisch zu überprüfen und gleichzeitig unsere Informationsbasis durch vertiefte, KI-gestützte Analysen zu erweitern. Nachfolgend fassen wir die wichtigsten Lehren zusammen, die wir künftig berücksichtigen.

1. Bewertung ist entscheidend – Perfektion ist nicht nachhaltig

Eine zentrale Erkenntnis ist, dass Unternehmen mit sehr anspruchsvollen Bewertungen besonders eng überwacht werden müssen – insbesondere im Hinblick auf Disruptionsrisiken, sei es durch politische Eingriffe, regulatorische Veränderungen oder das Auftreten neuer Wettbewerber. Hohe Bewertungen erhöhen die Sensitivität der Aktienkurse gegenüber negativen Entwicklungen. Marktperfektion kann abrupt enden, weshalb Investoren bereit sein müssen, rasch zu reagieren, wenn sich Trends umkehren oder fundamentale Brüche auftreten.

2. Das Quality-Universum ist breit gefächert

Nicht alle Quality-Unternehmen sind gleich. Dazu zählen reife Geschäftsmodelle mit starken Bilanzen und solider Profitabilität, jedoch begrenztem Wachstum und schrittweiser Erosion von Margen oder Marktanteilen infolge steigenden Wettbewerbsdrucks. Am anderen Ende stehen exzellente Wachstumsunternehmen, deren Bewertungen jedoch überzogen sind und nicht mehr durch Wachstumsperspektiven oder Qualitätsmerkmale gedeckt werden. Gleichzeitig gibt es echte Quality-Perlen, die starke Fundamentaldaten mit attraktiven Bewertungen und nachhaltigem Wachstumspotenzial verbinden. Diese Unterschiede zu erkennen erfordert eine vertiefte Analyse der Wettbewerbsdynamik, der Sektorzyklen und der Corporate Governance sowie eine kritische Beurteilung der strategischen Ausrichtung und Umsetzung.

3. Diversifikation ist entscheidend

In einer sich rasch verändernden Welt kann bereits eine einzelne politische Rede erhebliche Auswirkungen auf widerstandsfähige Quality-Unternehmen haben. Investoren suchen Stabilität und Schutz. Diversifikation spielt dabei eine zentrale Rolle, insbesondere bei der Reduktion der Volatilität – etwa durch sektorale Streuung und die Exponierung gegenüber unterschiedlichen Endkundenmärkten.

4. Trends als dominierender Faktor

Unser Quality-Investmentansatz bleibt fest verankert in der Analyse von Wettbewerbsvorteilen, Preissetzungsmacht und der Fähigkeit eines Unternehmens, seine Wettbewerber strukturell zu übertreffen. Gleichzeitig haben wir gelernt, dass in Phasen ausgeprägter thematischer Trends selbst breite ökonomische «Schutzgräben» temporär in den Hintergrund treten können, da starke Trendbewegungen nahezu alle Marktteilnehmer erfassen. Unternehmen wie Prysmian aus Italien oder Fujikura aus Japan, die aufgrund ihrer Fundamentaldaten als Quality-Titel eingestuft werden, erzielten dank aussergewöhnlicher KI-getriebener Investitionszyklen substanzelle Renditen. Obwohl diese Unternehmen über robuste, nachhaltige Wettbewerbsvorteile verfügen, wichen sie vorübergehend deutlich vom vorherrschenden Trend ab. Dies unterstreicht, dass sich Finanzmärkte zunehmend sozialen Netzwerken annähern, in denen Trends zeitweise die Fundamentaldaten dominieren können.

Trotz der derzeit verhaltenen Stimmung gegenüber Quality Investing gehen wir davon aus, dass viele der künftig erfolgreichsten Unternehmen weiterhin aus dem Quality-Universum stammen werden (jüngste Beispiele sind Nvidia, Arista und Eli Lilly). Investoren müssen jedoch differenzierter vorgehen und die klassische Finanzanalyse durch tiefere Einblicke in Geschäftsmodelle, Bewertungsdisziplin und strukturelle Risiken ergänzen. Während unser Kernansatz unverändert bleibt, haben wir ihn weiterentwickelt: durch die Einbindung alternativer Datenquellen, die Verfeinerung unserer Bewertungsmethoden sowie die Weiterentwicklung unserer Risikobewertungsrahmen. Diese Verbesserungen stellen sicher, dass wir flexibel, anpassungsfähig und gut positioniert bleiben, um sich wandelnde Marktbedingungen erfolgreich zu erkennen und zu integrieren.

Corporate Excellence Insights veröffentlicht im 2H 2025



Ein durch Human Biases gestützter Investmentansatz

„Buy high, sell higher“ – dies ist das zentrale Mantra von Momentum-Aktien, auch wenn es Anlegern, die sich an das Jahrzehnt nach dem Platzen der Dotcom-Blase erinnern, nicht sofort einleuchtet. Auf den ersten Blick erscheint es kontraintuitiv, eine Aktie zu kaufen, die bereits deutlich gestiegen ist. Wie nachhaltig ist ein solches Momentum? Umgekehrt stellt sich jedoch die Frage, ob es tatsächlich komfortabler ist, nach einem Kursrückgang in eine Aktie einzusteigen. Wie sicher kann man sein, dass ein solcher Rückgang nicht den Beginn eines längerfristigen Abwärtstrends markiert oder dass der über Jahre aufgebaute Wertschöpfungspfad eines langfristigen Gewinners nicht dauerhaft gebrochen ist?

[Link to Insight](#)



Dividenden und Quality: Die perfekte Verbindung für langfristigen Vermögensaufbau

Dividenden sind seit jeher ein zentraler Treiber der Vermögensbildung. Seit 1926 haben sie auf Monatsbasis rund 31 % zur Gesamtrendite des S&P 500 beigetragen¹. Interessanterweise lag ihr Beitrag in den vergangenen zwei Jahrzehnten nur noch bei etwa der Hälfte dieses Werts. Dies unterstreicht die zunehmend wachstumsorientierte Ausrichtung des US-Aktienmarkts sowie die stärkere Verlagerung der Kapitalallokation hin zu Aktienrückkäufen. Langfristig machen jedoch reinvestierte Dividenden dank des Zinseszinseffekts weiterhin den Löwenanteil der Gesamtrendite aus. Seit 1930 hätte sich ein im S&P 500 investierter Dollar auf USD 9'584 erhöht, sofern sämtliche Dividenden reinvestiert worden wären – gegenüber lediglich USD 278 bei ausschliesslicher Kursentwicklung.

[Link to Insight](#)



Welche Rolle spielt der berufliche Hintergrund von CEOs?

Damit ein Verwaltungsrat die schwierige Entscheidung trifft, einen CEO abzuberufen, bedarf es in der Regel aussergewöhnlich gewichtiger Gründe. Meist handelt es sich dabei entweder um einen Reputationsskandal – wobei selbst dies nicht immer ausreichend ist, wie das Beispiel Elon Musk zeigt – oder um eine über längere Zeit anhaltende finanzielle und/oder operative Unterperformance. Die Unternehmensgeschichte liefert zahlreiche Beispiele von CEOs, die aufgrund schwacher Leistung abgelöst wurden, darunter Carly Fiorina (HP), Olli-Pekka Kallasvuo (Nokia) oder John Flannery (GE). Kein Unternehmen ist vor einem unterperformenden CEO gefeit; entsprechend müssen Verwaltungsräte bereit sein, rasch und entschlossen zu handeln. Unsere Analysen zeigen jedoch, dass sich das Risiko einer CEO-Unterperformance reduziert lässt, wenn die Führungsperson über einschlägige Branchenerfahrung sowie einen akademischen Hintergrund verfügt, der eng mit dem Kerngeschäft des Unternehmens verbunden ist.

[Link to Insight](#)



Lage am Aktienmarkt: KI, Disruption und Spekulationen über eine Blase

Anfang Oktober 2025 notierten US-Aktien nahe ihren historischen Höchstständen. Unter der Oberfläche der Leitindizes präsentierte sich der Markt jedoch alles andere als gewöhnlich. Eine enge Gruppe von KI-Profiteuren trug den Grossteil der Kursgewinne; Mega-Caps dominierten die Indexentwicklung; Privatanleger setzten erneut verstärkt auf hoch gehebelte, risikoreiche Strategien; Unternehmen, die als potenziell durch KI bedroht gelten, erlebten starke Kursschwankungen; klassischerweise als „Quality“-Titel eingestufte Aktien blieben zurück; und Marktteilnehmer aller Art – von Unternehmenslenkern bis hin zu Daytrader – jagten dem nächsten grossen Thema hinterher.

[Link to Insight](#)

«Kaufen», «Halten» und «Verkaufen» Anlageentscheidungen im Jahr 2025

Nachfolgend erläutern wir unsere Investitionsentscheidungen in den Quality-Portfolios im zweiten Halbjahr 2025. Verkaufsentscheidungen wurden primär durch zunehmenden Wettbewerbsdruck sowie durch unzureichende nachhaltige Wettbewerbsvorteile zur Bewältigung des verschärften Wettbewerbsfelds ausgelöst.

Verkauf

Zoetis

Im September entschieden wir uns, unsere Position des Tiergesundheitsunternehmens Zoetis zu veräussern. Über viele Jahre hinweg erzielte Zoetis, unterstützt durch seine marktführende Stellung in mehreren Tiergesundheitsmärkten – insbesondere in der Dermatologie und Parasitologie, die zusammen mehr als ein Drittel der Umsätze ausmachen – überzeugende Ergebnisse. Allerdings durchlief Elanco, ein langjähriger Wettbewerber mit rückständiger Marktposition, einen Turnaround und baute eine wachsende Produktpipeline mit neuen Therapieansätzen auf.

Angesichts der differenzierten Produkte von Zoetis und des starken Vertrauens, das Tierärzte in die Marke setzen, hätte das Unternehmen in diesem neuen Wettbewerbsfeld sein Wachstum eigentlich aufrechterhalten sollen. Bis zum zweiten Quartal 2025 hatte Elanco beim Wachstum jedoch zu Zoetis aufgeschlossen und gewann als Wettbewerber Marktanteile, während Tierärztabfragen ein ausgeprägtes Interesse an den Produkten des Herausforderers bestätigten. Zudem hat sich der Wettbewerbsdruck weiter verbreitet: Auch Merck begann 2025 mit mehreren neu zugelassenen Pipeline-Produkten in die angestammten Bereiche von Zoetis vorzudringen.

In der Folge kamen wir zum Schluss, dass der Tiergesundheitsmarkt angesichts der zunehmenden Wettbewerbsdichte strukturell an Attraktivität verloren hat. Zwar bleiben die Produkte von Zoetis qualitativ solide, doch verloren sie Marktanteile an attraktivere Alternativen. Wettbewerber traten zunehmend aggressiv auf, boten Preissnäpse an und machten ihre Produkte für Kunden



Zoetis' Produkte bleiben stark, doch zunehmende preisgünstigere Alternativen dürften den Marktanteil zunehmend unter Druck setzen.

leichter zugänglich. Gleichzeitig nahm der Wettbewerbsdruck in zentralen Wachstumsfeldern wie Osteoarthritis-Schmerz, Dermatologie und Impfstoffen weiter zu, was das Margenpotenzial zusätzlich begrenzte.

Nach dem Verkauf im September enttäuschte Zoetis weiter. Das im November gemeldete Umsatzwachstum im dritten Quartal verlangsamte sich deutlich, und das Management senkte die Prognose für das Gesamtjahr, was einen Kursrückgang von 14 % auslöste. Als Gründe nannte das Management unter anderem makroökonomische Belastungen wie rückläufige Tierarztbesuche sowie den zunehmenden Wettbewerb durch Produkte der nächsten Generation. Diese Entwicklung verdeutlicht, dass selbst Marktführer unter Druck geraten können, wenn sich Wachstum und Profitabilität zu stark auf wenige Produkte konzentrieren und diese Profitpools erodieren.

Kauf

Advantest

Seit der Aufnahme in das Portfolio im August erzielte Advantest eine Rendite von 67 % und übertraf damit den MSCI Pacific Index (63 %). Getragen wurde diese Entwicklung vom starken Anstieg der Investitionen in Hochleistungsrechner im Zuge der KI-Dynamik. Advantest ist der weltweit führende Anbieter automatisierter Testsysteme für Speicher- und Logikhälfteleiter und verfügt über eine dominante Marktstellung im DRAM-Segment.

Das Unternehmen ist außerordentlich gut positioniert, um von der weiteren Entwicklung der KI zu profitieren. Der KI-Zyklus stellt kein kurzfristiges Phänomen dar: Branchenindikatoren von Speicherherstellern und Foundries zeigen konsistent, dass die Nachfrage nach Testzeit steigt, da Chips leistungsfähiger werden und Architekturen zunehmend heterogen ausfallen. Advantests hochpräzise Speichertestsysteme und integrierten Testzellenlösungen sind direkt auf diese Entwicklung ausgerichtet und positionieren das Unternehmen als zentralen Profiteur des KI-getriebenen Halbleiter-Investitionszyklus – nicht als peripheren Zulieferer.

Verkauf

CSL

Wir veräußerten unsere Position in CSL im September 2025. CSL ist ein führender Anbieter plasmabasierter Therapien und operiert in einer stark konsolidierten Industrie mit hohen Markteintrittsbarrieren. Die Nachfrage nach plasmaderivierten Medikamenten ist strukturell robust und wird durch chronische sowie seltene Erkrankungen getragen. Entsprechend galt das plasmabasierte Geschäftsmodell lange als defensiv und versprach ein verlässliches langfristiges Wachstum.

Mit der Zeit schwächte sich die Investmentsthese jedoch deutlich ab, da sowohl die operative als auch die strategische Umsetzung hinter den Erwartungen zurückblieben und sich das zuvor attraktive Nischensegment durch neue Wettbewerber zunehmend verdichtete, was die Margen unter Druck setzte. Die Entwicklung im Kerngeschäft der plasmabasierten Therapien enttäuschte: Sowohl Umsatz als auch EBIT verfehlten die Erwartungen, und der Ausblick für das Geschäftsjahr 2026 deutete auf eine flachere Wachstumsdynamik hin, als der Markt zuvor eingepreist hatte. Trotz eines grundsätzlich gesunden Marktauffelds blieben die Verkäufe hinter den Erwartungen zurück. CSL verwies dabei auf bewusste Rückzüge aus marginarmen Ausschreibungen sowie auf eine erhöhte Volatilität in den Beschaffungsmustern. Gleichzeitig erzielten Wettbewerber im selben Zeitraum deutlich höhere Wachstumsraten im Bereich der Immunglobuline. Dies unterstreicht, dass die Marktnachfrage

Das Unternehmen verfügt über eine sehr solide Finanzlage: Die Profitabilität hat sich im vergangenen Zyklus deutlich verbessert, während die Bilanz mit Nettoliquidität und hoher Liquiditätsreserve weiterhin konservativ strukturiert ist. Trotz bestehender kurzfristiger Risiken – etwa durch mögliche Kundenverlagerungen zum Wettbewerber Teradyne oder eine vorübergehend schwächere Halbleiter-Investitionstätigkeit – profitiert das Unternehmen von langfristigem Wachstum infolge der zunehmenden Chip-Komplexität. Diese Entwicklung macht die Ertragsbasis widerstandsfähiger als in einem klassischen Ausrüstungszyklus. Das Wachstum hängt dabei weniger von den ausgelieferten Stückzahlen ab als vielmehr von einer steigenden Testtiefe pro Chip. Dieser Trend zeigt sich nicht nur im KI-Bereich, sondern auch in der Automobil-, Industrie- und Dateninfrastruktur, wo der wachsende Halbleiteranteil und höhere Zuverlässigkeitserfordernisse eine stabile Nachfrage stützen. Advantest bleibt damit ein robuster langfristiger Bestandteil eines Quality-Portfolios, sofern sich kurzfristig keine neuen wettbewerbsbedingten Risiken abzeichnen.

intakt blieb, CSL jedoch nicht in der Lage war, diese ausreichend zu nutzen.

Noch schwerer wog jedoch die schwächere als erwartete Produktivität der Pipeline von CSL. Im Ergebnis-Call zu den Geschäftsjahreszahlen 2025 im August – der letzten Ergebnisveröffentlichung vor unserem Verkauf – räumte das Management ein, dass der F&E-Output die internen Zielvorgaben nicht erreicht hatte. Die jüngsten Fortschritte konzentrierten sich auf eine enge Gruppe von Vermögenswerten und waren überwiegend durch Indikationserweiterungen bestehender Produkte geprägt, anstatt durch den Aufbau einer breit abgestützten Pipeline neuer Wachstumstreiber. Zusätzlich warf die Entscheidung, die interne F&E-Kapazität zu reduzieren, weitere Fragen hinsichtlich der langfristigen Innovationsfähigkeit des Unternehmens auf.

In der Gesamtschau führten externe «Gegenwinde» und operative Defizite bei CSL – die unter anderem zu Marktanteilsverlusten im Bereich der Immunglobuline sowie zu einer sich verengenden Innovationspipeline führten – letztlich zur Verkaufsentscheidung, trotz der bereits schwachen Aktienperformance. Auch wenn dieser Schritt schwierig war, erwies er sich rückblickend als richtig: Seit dem Verkauf fiel der Aktienkurs um weitere 13.5% und blieb damit um 17.8% hinter dem MSCI Pacific zurück.

Im Focus

Global Quality Dividend portfolio

Ein zentrales Merkmal langfristiger und nachhaltiger Erträge sind qualitativ hochwertige Unternehmen mit soliden Dividenden. Niedrige Volatilität und verlässliche Cashflows können über viele Jahre hinweg Stabilität bieten. Historisch betrachtet werden dividendenstarke Aktien oft als sichere Häfen wahrgenommen. Wichtig ist jedoch, zwischen Qualität und Dividendenfähigkeit zu unterscheiden: Während dividendenstarke Unternehmen durchaus attraktiv sein können, sind sie nicht zwangsläufig hochwertige Unternehmen. Diese Unterscheidung ist insbesondere im Finanzsektor und bei traditionell hoch dividendenzahlenden Branchen von Bedeutung.

Zur Reduktion dieser Risiken konstruieren wir das Portfolio ausschliesslich aus Quality Unternehmen, die in regionale Teilportfolios mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite gegliedert sind. Die im Quality-Dividendenportfolio enthaltenen Unternehmen weisen im Vergleich zu den durchschnittlichen Bestandteilen von Dividenden-ETFs deutlich stärkere Fundamentaldaten und robustere Bilanzstrukturen auf. Wie in Abbildung 1 dargestellt, übersteigt der Altman-Z-Score des Quality-Dividend-Portfolios denjenigen durchschnittlicher Dividenden-ETFs um das 1.7-Fache, während die Verschuldungsgrade (Debt-to-Equity-Ratios) tiefer liegen. Dies unterstreicht die überlegene finanzielle Widerstandsfähigkeit des Portfolios.

Abb. 1: Bilanzkennzahlen des Quality-Dividendenportfolios und von Dividenden-ETFs

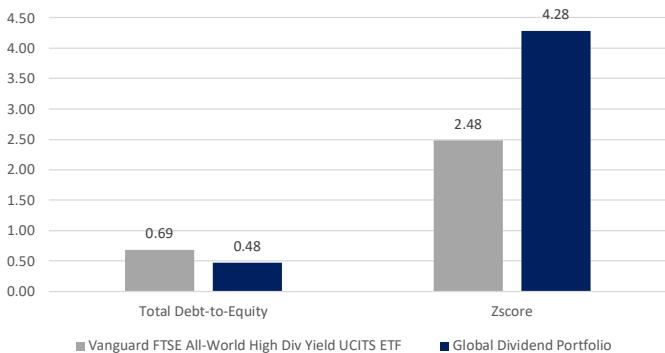


Abb. 2 Dividendenrendite des Global Quality Dividend Portfolios und MSCI World



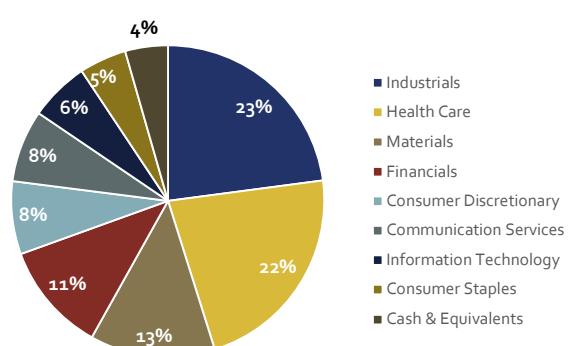
Source: HQAM, MSCI, Refinitiv

Die Dividendenrendite des Global Quality Dividend Portfolios von 3.0 liegt über jener des Gesamtmarktes, bleibt jedoch hinter der Rendite von Dividenden-ETFs zurück, die bei 3.3 liegt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Dividenden-ETFs in der Regel eine starke Gewichtung in den Finanz- und Energiesektoren aufweisen, die typischerweise grosszügige Dividendenzahler sind (Abb. 2).

Sektor- und Ländergewichtungen

Das Quality Dividend Portfolio ist über verschiedene Sektoren hinweg gut diversifiziert (Abb. 3). Die höchste Gewichtung entfällt auf die Industrie- und den Gesundheitssektor. Auf Länderebene ist die Schweiz das am stärksten gewichtete Land, was die hohe Präsenz qualitativ hochwertiger Unternehmen widerspiegelt, die durch eine ausgeprägte Margenstärke sowie nachhaltige Dividendenpolitik überzeugen.

Abb. 3 Zusammensetzung des Dividendenportfolios nach Sektoren



Ausblick: Perspektiven für eine Erholung von Quality-Aktien

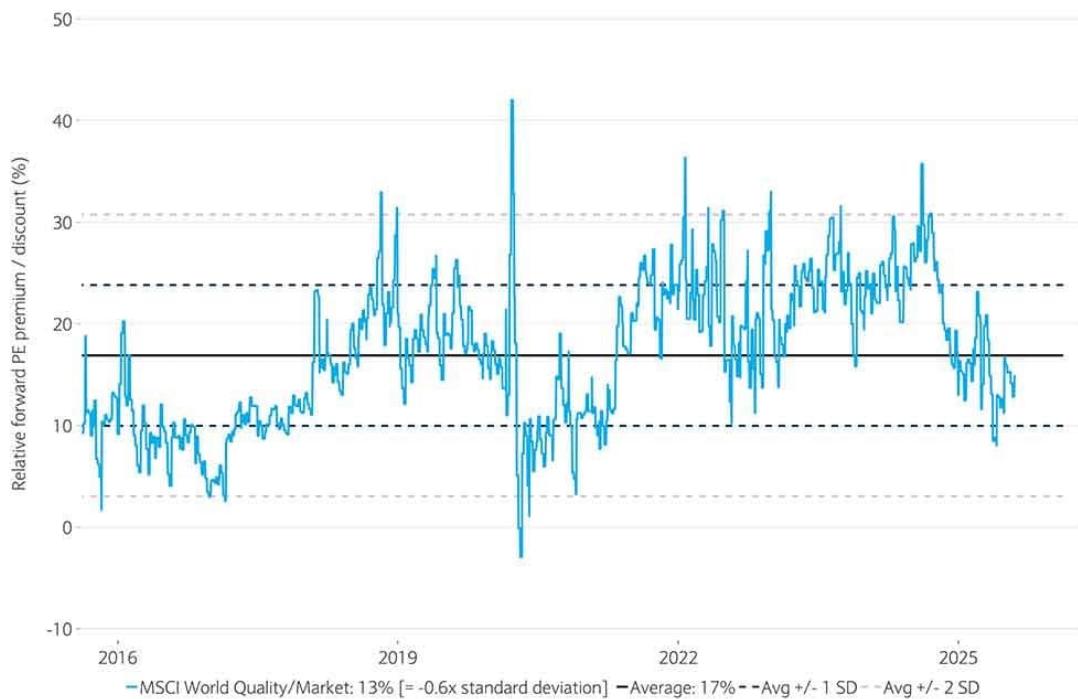
Im Jahr 2025 wechselten Anleger weitgehend in einen ausgeprägten „Risk-on“-Modus. Dies sorgte für starke Unterstützung von Aktien mit geringerer Qualität und machte das Umfeld für qualitätsorientierte Investoren besonders anspruchsvoll. Gleichzeitig könnte dieses Marktumfeld jedoch den Boden für eine Erholung von Unternehmen mit soliden Bilanzen, hohen Margen und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen bereitet haben. Die Bewertungen erscheinen inzwischen deutlich attraktiver, das makroökonomische Umfeld ist von Unsicherheit geprägt, und der KI-Hype könnte an Dynamik verlieren. Nachfolgend zeigen wir auf, weshalb der Quality-Stil gut positioniert ist, um im Jahr 2026 wieder zu outperformen.

Deutlich attraktivere Bewertungsniveaus

Die ausgeprägte Neubewertung hochwertiger Geschäftsmodelle im vergangenen Jahr hat die Bewertungsniveaus spürbar zurückgesetzt, obwohl die Fundamentaldaten intakt geblieben sind und viele Unternehmen weiterhin robuste Wachstumsraten aufweisen. Zahlreiche Gesellschaften mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen, hoher Free-Cashflow-Generierung und konservativer Verschuldung werden inzwischen zu Bewertungsmultiplikatoren gehandelt, die nahe an – oder

sogar unter – ihren langfristigen Durchschnittswerten liegen. Die Bewertungsprämie von Quality-Aktien hat sich damit etwa halbiert und eröffnet die Möglichkeit, hochwertige Unternehmen mit Abschlägen gegenüber historischen Niveaus zu erwerben. Gleichwohl bleibt Wachsamkeit geboten: Investoren müssen sorgfältig prüfen, ob tiefere Bewertungen tatsächlich Chancen widerspiegeln oder ob sie auf strukturelle Verschlechterungen, neue Disruptionen oder zunehmenden Wettbewerbsdruck zurückzuführen sind.

Abb. 1. Relatives KGV von MSCI World Quality gegenüber dem MSCI World (Quelle: LSEG Datastream, Barclays Private Bank)



Makroökonomische Lage an einem Wendepunkt

Die europäische Wirtschaft zeigt sich insgesamt stabil, wenn auch mit verhaltenem Wachstum. Deutschland hat ein umfangreiches Konjunkturprogramm verabschiedet, während Frankreich von mehreren politischen Führungswechseln geprägt war und Schwierigkeiten hatte, die Staatsausgaben zu kontrollieren – mit der Folge steigender Finanzierungskosten. Demgegenüber wächst die US-Wirtschaft zwar weiterhin schneller, steht jedoch vor zunehmenden Unsicherheiten, da ein Grossteil der Investitionen in den Ausbau der KI-Infrastruktur fließt. Das Wachstumstempo verlangsamt sich, und mehrere strukturelle Herausforderungen treten stärker in den Vordergrund.

Die Inflation liegt weiterhin über dem Zielwert und könnte an Bedeutung gewinnen, insbesondere falls die Unabhängigkeit der US-Notenbank unter Druck gerät und politische Einflussnahme – etwa durch Donald Trump – zu stärkeren Zinssenkungen führt, als es die wirtschaftliche Lage rechtfertigt. Auch der Arbeitsmarkt birgt Risiken: Die Neueinstellungen verlangsamen sich, die Arbeitslosigkeit ist leicht gestiegen, und die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit nimmt zu. Diese Entwicklung wird

zusätzlich durch den zunehmenden Einsatz von KI in Arbeitsprozessen beeinflusst. Gleichzeitig haben restriktive Einwanderungspolitiken dazu beigetragen, die offizielle Arbeitslosenquote niedrig zu halten, indem niedrig entlohnte Stellen besetzt und der Bewerberpool verkleinert wurden.

Eine weitere strukturelle Herausforderung stellt die zunehmende Ausprägung einer K-förmigen Wirtschaft dar, in der Einkommensgruppen im unteren Quartil stagnierende oder rückläufige Lohnzuwächse verzeichnen (Abb. 2). In Kombination mit historisch niedriger Wohnerschwinglichkeit könnte dies die nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung langfristig gefährden. Zusätzlicher Druck entsteht durch Zölle, deren Auswirkungen bislang weder von Unternehmen noch von der Gesamtwirtschaft vollständig absorbiert wurden. Dies lässt Spielraum für die Weitergabe höherer Kosten an Konsumenten und verstärkt potenziell den Inflationsdruck.

In einem fragileren wirtschaftlichen Umfeld neigen Investoren dazu, sichere Anlagehäfen zu suchen – eine Rolle, die Quality-Aktien traditionell einnehmen können.

Abb.2. Zunehmende Ungleichheit – Lohnwachstum nach Einkommensquartilen (Grafik A), Wohnerschwinglichkeit (Grafik B).
(Quelle: Federal Reserve Bank of Atlanta)



Technologie-Hype und zunehmende Marktfrustration

Während in Europa insbesondere Verteidigungs- und Finanzwerte die Märkte prägten, stand in den USA klar das Thema Künstliche Intelligenz im Vordergrund. Die Erwartungen an den KI-Sektor – und die damit verbundenen Renditen – sind aussergewöhnlich hoch. Entsprechend floss ein grosser Teil der Investitionen in KI-nahe Bereiche wie Energie, Hardware und Metalle, wodurch sich Kapital und Wachstum zunehmend auf wenige Segmente konzentrierten.

Gegen Jahresende wurde jedoch zunehmend sichtbar, welche Unternehmen tatsächlich exponiert sind und welche nicht, als sich erste Ermüdungsscheinungen und Enttäuschungen einstellten. Ein klassisches Beispiel ist Oracle: Der Aktienkurs stieg stark an und machte Larry Ellison zwischenzeitlich zum reichsten Menschen der Welt. Gegen Ende des Jahres fiel die

Aktie jedoch um 41 % von ihrem Höchststand zurück, nachdem Wachstumserwartungen korrigiert und Risiken neu bewertet wurden.

Gleichzeitig gerieten mehrere Unternehmen, die kontinuierlich zweistellige Gewinnwachstumsraten erzielen, aufgrund von KI-bezogenen Befürchtungen deutlich unter Druck – insbesondere im Softwaresektor. Ein prominentes Beispiel ist SAP: Die Aktie des deutschen ERP-Anbieters verlor seit den Höchstständen im Juli 2025 rund 21 %. Im Gegensatz zu anderen Softwareunternehmen wie Accenture oder Cognizant ist SAP jedoch nicht substanzell durch KI bedroht, was die Notwendigkeit einer sorgfältigen Differenzierung zwischen einzelnen Geschäftsmodellen unterstreicht.

Abb. 3: Aktienkurse von Oracle und SAP (Quelle: Google Finance)



Mit Blick nach vorne sollten Investoren eine vorsichtige Haltung einnehmen und Unternehmen genau unterscheiden. Nicht jedes Unternehmen mit KI-Bezug ist in der Lage, die hohen – möglicherweise überzogenen – Erwartungen zu erfüllen. Auch

Transaktionen wie Nvidia/OpenAI garantieren nicht automatisch ein nachhaltig hohes Gewinnwachstum. Umso entscheidender sind eine gründliche Analyse und eine sorgfältige Risikobewertung.

Über Uns

Hérens Quality Asset Management AG ist eine eigen tümergeführte Asset Management Boutique, die sich seit Ihrer Gründung im Jahr 2003 auf Quality Investments fokussiert hat. Unser Anlagestil ist traditionell, zeitlos und besitzt einen eigenen Performance- und Risikocharakter. Wir sind überzeugt, dass eine klare, disziplinierte und systematische Analyse der Schlüssel für nachhaltigen Anlageerfolg ist. Unsere Analysen beruhen ausschliesslich auf eigenem Research.

Performance Überblick

Quality Composites*	YTD	2024	2023	2022	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha**	Inception Date
USA (USD)	4.8%	15.1%	36.8%	-31.5%	18.2%	6.8%	11.0%	894.4%	0.3%	1/1/2004
S&P 500 Gross TR (USD)	17.9%	25.0%	26.8%	-18.1%	23.2%	14.7%	10.8%	848.0%	-	
Out-/Underperformance	-13.1%	-9.9%	10.0%	-13.4%	-5.0%	-7.9%	0.2%	46.4%	-	
Europe (EUR)	-8.6%	4.9%	21.3%	-21.9%	5.2%	3.4%	7.8%	420.6%	0.8%	1/1/2004
Stoxx 600 Net TR (EUR)	20.6%	9.5%	15.9%	-10.6%	15.2%	11.3%	7.4%	376.9%	-	
Out-/Underperformance	-29.1%	-4.6%	5.4%	-11.3%	-10.0%	-7.9%	0.4%	43.7%	-	
Switzerland (CHF)	8.5%	6.8%	8.3%	-23.3%	7.9%	4.6%	8.5%	506.6%	1.3%	1/1/2004
SPI (CHF)	17.8%	6.2%	6.1%	-16.5%	9.9%	6.5%	7.2%	359.7%	-	
Out-/Underperformance	-9.3%	0.6%	2.2%	-6.8%	-2.0%	-1.9%	1.3%	146.9%	-	
TOP 8 Strategy (CHF)	-27.2%	5.7%	36.0%	-34.8%	1.5%	-0.6%	9.5%	178.2%	0.7%	10/1/2014
MSCI World Net TR (CHF)	6.3%	28.7%	12.7%	-17.0%	15.5%	10.0%	9.0%	165.0%	-	
Out-/Underperformance	-33.5%	-23.0%	23.3%	-17.8%	-14.0%	-10.6%	0.5%	13.2%	-	
Global Quality TOP 15 Equity Fund I Class (EUR)	-19.8%	12.4%	31.3%	-26.0%	5.8%	3.8%	5.9%	43.3%	-5.9%	10/1/2019
MSCI World Net TR (EUR)	7.4%	26.6%	19.6%	-12.8%	17.6%	13.2%	12.5%	108.3%	-	
Out-/Underperformance	-27.2%	-14.2%	11.7%	-13.2%	-11.8%	-9.4%	-6.6%	-65.0%	-	
Aramus Japan Equity Fund I Class (JPY)	7.0%	5.9%	22.7%	-17.2%	11.6%	3.4%	7.1%	140.9%	-2.8%	4/1/2013
TOPIX (JPY)	22.4%	17.7%	25.1%	-5.1%	21.7%	13.6%	10.0%	237.4%	-	
Out-/Underperformance	-15.4%	-11.8%	-2.4%	-12.1%	-10.1%	-10.2%	-2.9%	-96.5%	-	

* Composite: inkl. Transaktionskosten, Dividenden reinvestiert, ohne Managementgebühren

** Annualisiertes Alpha (risikobereinigt)

Per 31.12.2025

Quelle: HQAM

Kontakt

Bahnhofstrasse 3
8808 Pfäffikon
Switzerland

+41 432223141
info@hqam.ch
www.hqam.ch

Das vorliegende Dokument wird ausschliesslich zu Informationszwecken und zur alleinigen Nutzung durch den Empfänger herausgegeben. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Beteiligung an bestimmten Handelsstrategien in irgendeiner Gerichtsbarkeit dar. Bitte beachten Sie, dass aus steuergesetzlichen oder anderen regulatorischen Gründen einzelne oder alle der in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen oder Produkte nicht ohne bestimmte Beschränkungen weltweit angeboten werden dürfen. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA oder an eine USPerson ausgehändigt werden. Hérens Quality Asset Management AG übernimmt keine Haftungsansprüche, die sich aus der Nutzung oder Nichtnutzung des Inhalts dieses Dokuments ergeben könnten.