

THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 02

18. SEPTEMBER 2026

6 MIN. LESEZEIT

Wachstum ist einfach. Rendite ist hart.



Warum die Qualität des Wachstums wichtiger ist als das Wachstum selbst

Wachstum ist verführerisch. Für Anleger erzählt es eine einfache Geschichte: mehr Kunden, mehr Umsatz, mehr Gewinn, ein grösserer adressierbarer Markt. Ein Eigentümer sollte jedoch woanders beginnen: Man stelle sich vor, man würde das gesamte Unternehmen besitzen. Was würde man mit dem nächsten Dollar an Cashflow tun, den es erwirtschaftet? Fast jedes Unternehmen kann wachsen, wenn es bereit ist, genug Geld auszugeben – eine weitere Fabrik, ein weiteres Geschäft, ein Konkurrent, mehr Verkaufspersonal, ein weiteres Rechenzentrum, eine weitere Milliarde in Forschung. Der Umsatz folgt oft.

Die schwierigere Frage ist, was mit dem Geld geschieht, das für dieses Wachstum nötig ist. Für einen Eigentümer ist Wachstum nicht das Ziel. Das Ziel ist, knappes Kapital heute so einzusetzen, dass morgen wesentlich mehr Wert entsteht. Wachstum ist die Folge; Kapitalallokation ist die Entscheidung. Wirtschaftlicher Wert entsteht nur, wenn die Rendite auf das eingesetzte Zusatzkapital dessen Kosten übersteigt. Diese Unterscheidung übersieht man leicht, weil Wachstum sofort in der Erfolgsrechnung sichtbar wird, während sich seine wahren Kosten über Investitionen, Akquisitionen, Nettoumlaufvermögen, F&E und künftige Verpflichtungen verteilen. Zwei Unternehmen, die exakt gleich schnell wachsen, können deshalb radikal unterschiedlich viel Wert schaffen.



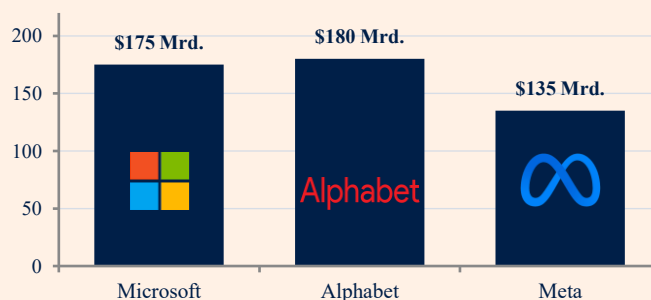
ROIC > Kapitalkosten → Wertschöpfung

ROIC < Kapitalkosten → Wertvernichtung

DER PREIS DES WACHSTUMS

Der aktuelle KI-Investitionszyklus macht diese Unterscheidung ungewöhnlich sichtbar. Die Chefs der grössten Technologiekonzerne treffen derzeit einige der grössten Kapitalallokations-Entscheide der Unternehmensgeschichte. Microsoft rechnet mit rund \$175 Mrd. an Investitionsausgaben im Kalenderjahr 2026; Alphabet stellt \$175–185 Mrd. in Aussicht; Meta \$125–145 Mrd.[1] Jedes neue Rechenzentrum bindet heute Kapital gegen Annahmen zu Nachfrage, Auslastung, Preisen, Energieverfügbarkeit und technologischer Lebensdauer, die erst Jahre in der Zukunft eintreten. Die Technologie mag am Ende jeden Dollar rechtfertigen. Aber sie muss es. Zu viel investieren, und die Rendite kann einbrechen; zu wenig, und die strategische Relevanz kann verloren gehen.

Erwartete Investitionsausgaben 2026 (in \$ Mrd.): Alphabet und Meta beim Mittelwert der kommunizierten Bandbreite.



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN [1]



INVESTMENT TAKEAWAY

Wachstum ist die Folge; Kapitalallokation ist die Entscheidung. Wert entsteht nur dort, wo die Rendite auf das eingesetzte Zusatzkapital dessen Kosten übersteigt – nicht dort, wo der Umsatz am schnellsten wächst.

VON SCHULDEN ZU REINVESTITIONEN

Die letzte Ausgabe hat sich mit Unternehmensschulden befasst und damit, wie gestern getroffene Entscheide die strategische Freiheit von morgen einschränken. Investitionen sind die vorausschauende Seite desselben Problems: Das Management gibt heute Flexibilität auf im Austausch für einen erwarteten Strom künftiger Cashflows. Je mehr Kapital gebunden wird, desto wichtiger werden die Annahmen dahinter. Fabriken, Akquisitionen, Lagerbestände, Rechenzentren und F&E sind ökonomisch unterschiedliche Investitionen – doch die Entscheidung ist dieselbe: heute einen Dollar aufgeben in der Erwartung, morgen wesentlich mehr zu erhalten.

DAS REINVESTITIONSPROBLEM

Man betrachte zwei Unternehmen, die je \$1 Mrd. freien Cashflow erwirtschaften. Unternehmen A hat kaum attraktive Reinvestitionsmöglichkeiten. Unternehmen B kann wiederholt einen bedeutenden Teil in Projekte stecken, die über viele Jahre hohe Renditen erzielen. Heute mögen beide gleich profitabel aussehen. Über ein Jahrzehnt hinweg werden daraus radikal unterschiedliche Investments. Der Unterschied ist die Reinvestitions-Reichweite: Ein herausragendes Unternehmen braucht mehr als eine hohe historische Kapitalrendite – es braucht Gelegenheiten, zusätzliches Kapital zu attraktiven Grenzrenditen einzusetzen.



Kann aus \$1 → \$1.20 ... \$1.50 ... \$2.00 werden?

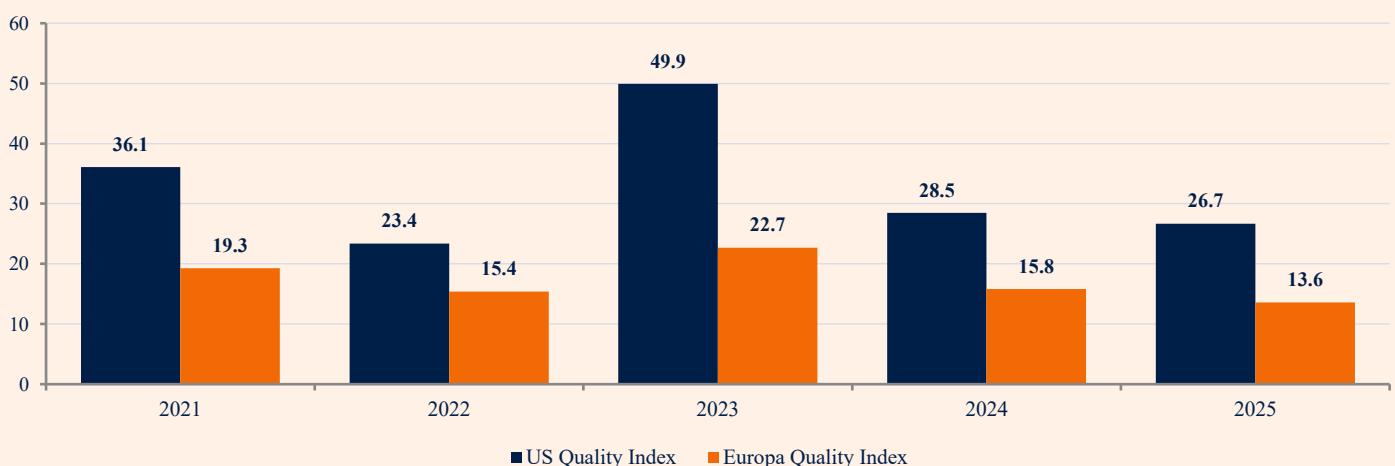
Die Fähigkeit, diese Frage wiederholt mit «Ja» zu beantworten, ist das Fundament des Zinseszins-Effekts.

Qualität ist nicht Wachstum. Qualität ist profitable Reinvestition, die über Zeit anhält – wissen, wo sich das Schwungrad stärker antreiben lässt, und wissen, wo man aufhören muss.

WIE MAN WERTSCHÖPFUNG BEURTEILT

Der ROIC-WACC-Spread liefert den klarsten Test, weil er beide Seiten der Kapitalallokations-Entscheidung in einer Kennzahl erfasst: Der ROIC (Return on Invested Capital) misst die Rendite auf das im Geschäft eingesetzte Kapital. Der WACC (Weighted Average Cost of Capital) ist die Rendite, die Fremd- und Eigenkapitalgeber für das Tragen dieses Risikos verlangen. Ein positiver Spread bedeutet, dass jeder investierte Dollar mehr verdient als seine Opportunitätskosten; Grösse und Beständigkeit des Spreads zeigen, wie viel Wert das Geschäft schafft und ob dieser Vorteil dauerhaft ist. Die heutigen US- und europäischen Quality-Unternehmen erzielen in jedem gezeigten Jahr einen positiven aggregierten Spread – ein solides Fundament für langfristigen Zinseszins-Effekt.[2]

Aktuelle Quality-Unternehmen: ROIC-WACC-Spread in Prozentpunkten, 2021–2025.

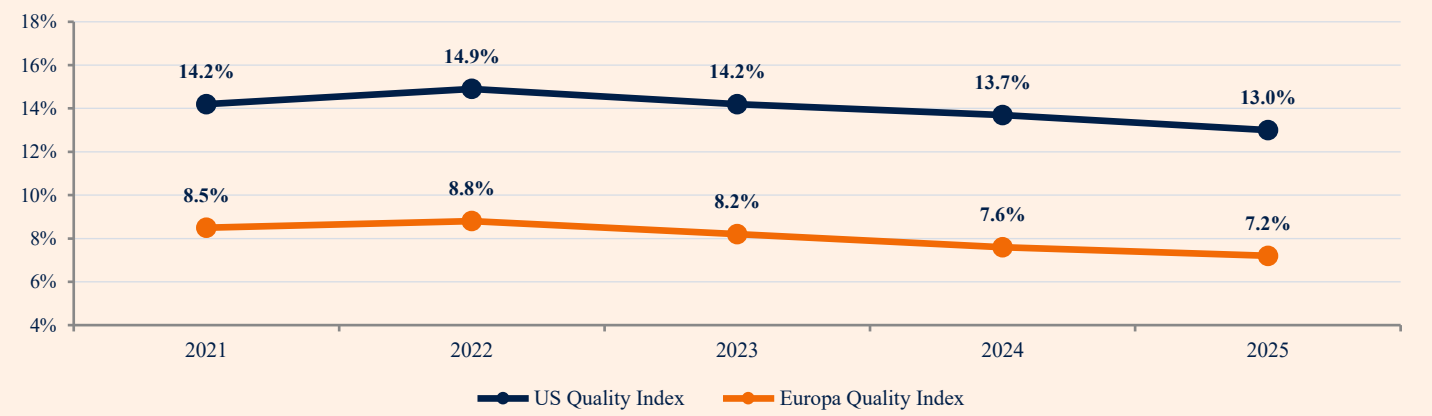


QUELLE: HQAM, REFINITIV [2]

F&E BLIEB GESUND

Entscheidend ist: Diese Renditen kamen nicht durch das Aushungern der Zukunft zustande. F&E blieb in beiden Gruppen zwischen 2021 und 2025 ein gesunder Anteil am Umsatz – die Unternehmen investierten weiter ins organische Wachstum und hielten gleichzeitig Renditen über den Kapitalkosten. Diese Kombination aus laufender Wertschöpfung und fortgesetzter Reinvestition verleiht der Reinvestitions-Reichweite ökonomische Substanz.[2]

F&E-Investitionen in % des Umsatzes, 2021–2025.



QUELLE: HQAM, REFINITIV [2]

VERTEX: VOM CASHFLOW ZUR OPTIONALITÄT

Vertex Pharmaceuticals liefert ein ungewöhnlich klares Beispiel für das Eigentümer-Problem. Die Mukoviszidose-Franchise wurde zu einem aussergewöhnlichen Cash-Motor. Das schuf ein Luxusproblem, vor dem jedes grossartige Unternehmen irgendwann steht: Was tun, wenn die ursprüngliche Franchise mehr Kapital erwirtschaftet, als sie benötigt? Zurückgeben, branchenfremdes Wachstum zukaufen – oder in Fähigkeiten reinvestieren, bei denen das Unternehmen ein echtes Recht hat zu gewinnen? Vertex wählte den dritten Weg: Es baut die CF-Franchise aus und investiert gleichzeitig in Sichelzellkrankheit und Beta-Thalassämie, akute Schmerzen, Nierenerkrankungen und weitere Therapiegebiete. Pharmazeutische F&E ist von Natur aus ungewiss. Die anspruchsvolle Frage ist deshalb, ob Vertex Cashflows und wissenschaftliche Fähigkeiten in neue Produkte umwandeln kann, die attraktive Renditen abwerfen.[3]



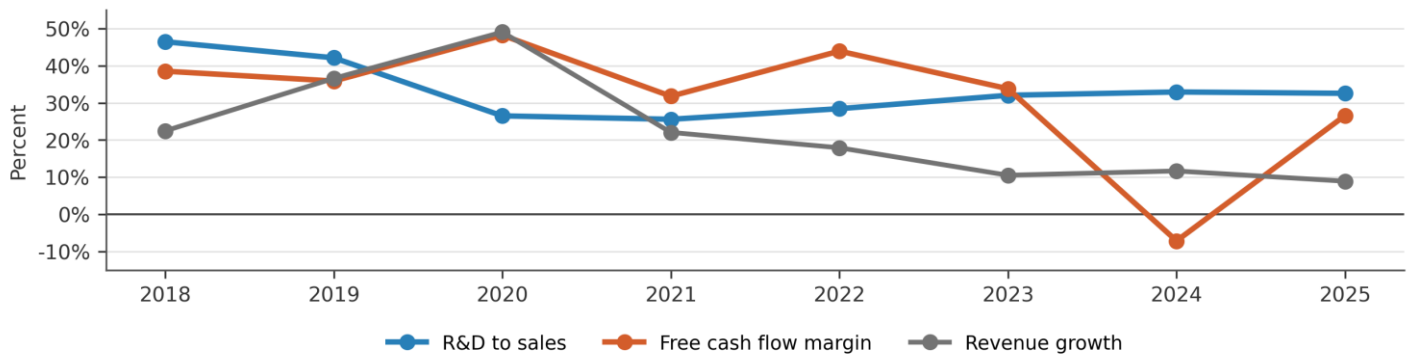
\$12.0 Mrd. Umsatz 2025, ein Plus von 9% QUELLE: VERTEX [3]	27.8% Umsatzwachstum pro Jahr, 2015–2025 QUELLE: VERTEX [3]	32.6% F&E-Anteil am Umsatz 2025 QUELLE: VERTEX [3]	\$3.2 Mrd. Freier Cashflow 2025, 26.6% des Umsatzes QUELLE: VERTEX [3]
---	---	--	--

WAS DIE ZAHLEN SAGEN

Die längere Historie zeigt Vertex' Wandel von produktgetriebenem Wachstum zu kapitalallokationsgetriebener Wertschöpfung. Mit zunehmender Reife der CF-Franchise verlangsamte sich das Wachstum 2025 auf 8.9%, doch F&E machte weiterhin 32.6% des Umsatzes aus. Der freie Cashflow erholte sich auf \$3.2 Mrd., nach dem 2024er-Verlust, der grösstenteils mit der rund \$5 Mrd. schweren Alpine-Akquisition zusammenhing. Erste Anzeichen deuten auf ein breiteres Schwungrad: Im 2. Quartal 2026 stieg der Umsatz um 12% auf \$3.33 Mrd.; die Jahresprognose wurde auf \$13.1–13.2 Mrd. angehoben. CASGEVY schuf eine kommerzielle Präsenz bei Sichelzellkrankheit und Beta-Thalassämie, JOURNAVX eröffnete den Zugang zu akuten Schmerzen.[3] Diese Entwicklungen zeigen neue Wachstumsquellen – sie belegen jedoch nicht, dass das Wachstum Wert schafft. Auf Basis des Modells mit aktivierter F&E lag der ökonomische ROIC 2025 bei 13.0%, ein Spread von 7.9 Prozentpunkten über dem WACC.[4] Das stützt die These, dass Vertex weiterhin Wert schafft, während es seine nächste Produktgeneration finanziert.

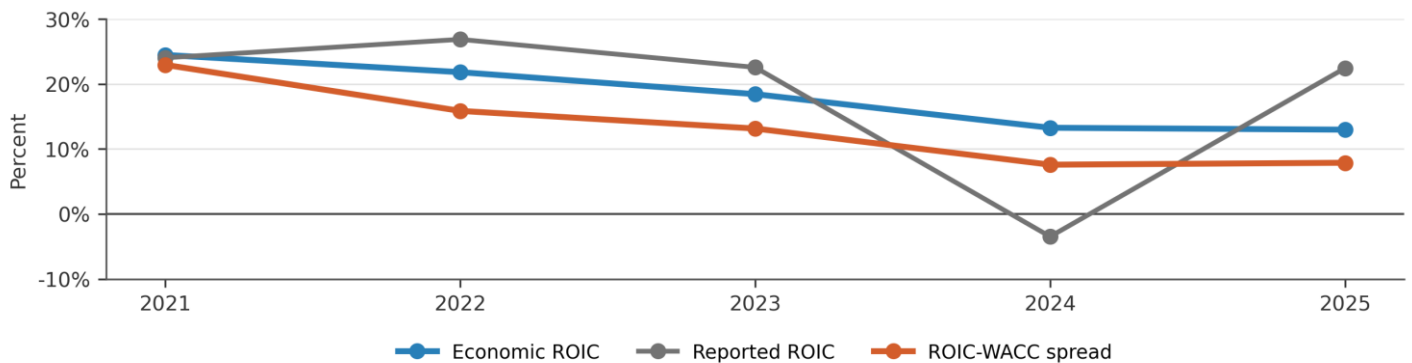
Vertex: Wachstum, Reinvestition und Cash-Generierung

Vertex: growth, reinvestment and cash generation



Vertex: Kapitalrenditen

Vertex: returns on capital



QUELLE: VERTEX-ROIC-RESEARCHMODELL (HQAM, LSEG) [4]

DAS COMPOUNDING-SCHWUNGRAD



↺ ... und zurück zur wissenschaftlichen Fähigkeit. Der Test: Stärkt jede neue Investition die Fähigkeiten, die den ursprünglichen Vorteil geschaffen haben?

Entscheidend ist nicht, dass Vertex in neue Therapiegebiete expandiert, sondern wie erfolgreich das Unternehmen sein Kapital dort einsetzen kann. Gelingt es, die bestehenden wissenschaftlichen Fähigkeiten auf neue Produkte zu übertragen und dabei attraktive Kapitalrenditen zu erzielen, kann aus dem heutigen Cashflow langfristig zusätzlicher Unternehmenswert entstehen.

ABER F&E IST AUCH KAPITAL

Wenn Anleger an Kapitalintensität denken, denken sie an Fabriken, Maschinen oder KI-Rechenzentren. Ein Pharmaunternehmen sieht völlig anders aus. Ökonomisch ist F&E jedoch ebenfalls eine Investition: Heute wird Geld ausgegeben, um Cashflows zu erzielen, die erst viele Jahre später anfallen. Die Vermögenswerte könnten kaum unterschiedlicher sein als ein Rechenzentrum – die Kapitalallokations-Frage ist identisch: Welchen künftigen Cashflow wird die heutige Investition erzeugen?

FÜNF FRAGEN FÜR QUALITY-INVESTOREN

1	KAPITALBEDARF	Wie viel Kapital erfordert das Wachstum? Umsatzwachstum ohne Verständnis der dahinterliegenden Investition sagt wenig aus.
2	GRENZRENDITE	Welche Rendite kann dieses zusätzliche Kapital erzielen? Der historische ROIC beschreibt die Ökonomie von gestern; die Grenzrendite bestimmt die von morgen.
3	DAUERHAFTIGKEIT	Wie lange können diese Renditen attraktiv bleiben? Ein dauerhafter Wettbewerbsvorteil bestimmt, wie lange die Reinvestitions-Reichweite wertvoll bleibt.
4	REINVESTITIONS-VOLUMEN	Wie viel kann das Unternehmen reinvestieren? Eine spektakuläre Rendite auf wenig Kapital zählt weniger als eine solide Rendite, wiederholt auf eine grosse Gelegenheit angewendet.
5	FEHLERTOLERANZ	Was passiert, wenn das Management sich irrt? Bilanzstärke zählt, weil unsichere Investitionen manchmal scheitern.

THE PULSE



Man stelle sich vor, man würde das gesamte Unternehmen besitzen. Jedes Jahr landet Cash auf dem eigenen Schreibtisch. Man kann ihn an die Aktionäre zurückgeben, Schulden zurückzahlen, ein Unternehmen übernehmen oder reinvestieren. Der einfachste Weg, das Unternehmen grösser zu machen, ist, das Geld auszugeben.

Der schwierige Teil ist, Gelegenheiten zu finden, bei denen ein heute investierter Dollar morgen wesentlich mehr wert wird – und das wiederholt, ohne das Unternehmen zu schwächen.

Die besten Managementteams sind Kapitalallokatoren. Die besten Quality-Unternehmen bieten ihnen fortlaufend attraktive Orte, um den nächsten Dollar zu platzieren. Wachstum ist einfach. Rendite ist hart. Zinseszins-Effekt braucht beides.

QUELLEN

1. Microsoft (2026), Earnings Call FY2026-Q4; Alphabet (2026), Earnings Call Q4 2025; Meta (2026), Ergebnisse Q1 2026 – Capex-Guidance, Bandbreiten als Mittelwerte dargestellt
2. HQAM, Refinitiv – aggregierte ROIC-WACC-Spreads und F&E-Anteile der US- und Europa-Quality-Indizes, 2021–2025
3. Vertex Pharmaceuticals (2026), Geschäftsergebnisse FY2025 und Q2 2026 – Pipeline-Ergebnisse unterliegen klinischen und regulatorischen Risiken
4. HQAM (2026), Vertex-ROIC-Researchmodell auf Basis von Unternehmensangaben und LSEG-Daten; F&E kapitalisiert
5. McKinsey, «Balancing ROIC and growth to build value»; BIS-Research zum KI-Investitionswettlauf – konzeptioneller Rahmen
6. Collins, J., «Good to Great» – Schwungrad- und Fokus-Gedanke



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