

THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 04

2. OKTOBER 2026

7 MIN. LESEZEIT

Die Disziplin, investiert zu bleiben



Warum Geduld eine aktive Anlageentscheidung ist

Eine neue Anlageidee kann eine bestehende Position weniger spannend wirken lassen. Ein schwaches Quartal kann einen Verkauf vernünftig erscheinen lassen. Wenn sich die Kurse täglich bewegen, kann sich ein unverändertes Portfolio wie ein Versäumnis anfühlen.

Doch wenn sich ein Unternehmen wie erwartet entwickelt, gewinnt ein Investor womöglich mehr, wenn er ihm Zeit gibt, als mit einer weiteren Transaktion.

Das klingt einfach. Ist es aber nicht. Die eigentliche Herausforderung besteht darin zu beurteilen, ob ein Unternehmen diese Zeit noch verdient.

GEDULD IST KEINE UNTÄTIGKEIT. SIE IST EIN ENTSCHEID DER KAPITALALLOKATION.

COMPOUNDING BRAUCHT ZEIT

Das Argument für Geduld beginnt im Unternehmen selbst. Ein starkes Unternehmen kann über viele Jahre Kundenbeziehungen vertiefen, Produkte verbessern, den Vertrieb ausbauen und die daraus resultierenden Mittel reinvestieren. Diese Vorteile bauen sich schrittweise auf.

Neue Produkte brauchen Zeit, um zu skalieren. Investitionen brauchen Zeit, um Renditen abzuwerfen. Wettbewerbsvorteile werden durch Tausende operativer Entscheidungen gestärkt, nicht durch ein einzelnes Quartal.

Für Quality-Investing ist das besonders relevant. Hohe Renditen auf dem investierten Kapital sind wichtig, weil sie es einem Unternehmen erlauben, mit Reinvestitionen Wert zu schaffen. Eine starke Bilanz verleiht die Widerstandskraft, auch in schwierigen Phasen weiter zu investieren. Ein dauerhafter Wettbewerbsvorteil hilft, diese Renditen vor der Konkurrenz zu schützen.

Doch alle drei brauchen eine weitere Zutat: Zeit.



INVESTMENT TAKEAWAY

Ein Kursrückgang ist ein Anlass zur Prüfung – nicht automatisch ein Grund zu verkaufen oder zu kaufen. Die Unterscheidung muss aus der Ökonomie des Geschäfts kommen.

Wer jede Anlage durch die Brille des nächsten Quartals beurteilt, riskiert zu verkaufen, während der langfristige Investment Case noch im Aufbau ist.

Der Aktienkurs hilft bei der Unterscheidung zwischen beidem wenig. Er spiegelt Fundamentaldaten, aber auch Erwartungen. Eine Aktie kann trotz anhaltender operativer Fortschritte fallen, weil die Erwartungen höher lagen, sich die Zinsen veränderten oder die Begeisterung für einen Sektor nachlässt. Die Bewertung bleibt wichtig. Doch ein schwächerer Aktienkurs allein belegt nicht, dass die Fähigkeit eines Unternehmens zur Wertschöpfung gelitten hat.

DIE ENTSCHEIDUNGSKOSTEN DES VERKAUFENS

Die offensichtlichen Kosten einer Portfolioumschichtung sind Kommissionen, Spreads, Markteinfluss und, je nach Investor, Steuern. Die wichtigeren Kosten sind weniger sichtbar.

Wer ein Quality-Unternehmen verkauft, gibt die künftigen Renditen eines Geschäfts auf, das er bereits versteht, und ersetzt sie durch die erwarteten Renditen einer anderen Anlage. Dafür müssen faktisch zwei Entscheidungen richtig sein:

1 Die bestehende Position bietet keine ausreichend attraktive erwartete Rendite mehr.

2 Der Erlös lässt sich in eine Alternative investieren, die unter Berücksichtigung von Geschäftsqualität, Risiko und Bewertung eine höhere erwartete Rendite bietet.

Die zweite Entscheidung wird leicht unterschätzt. Ein neues Unternehmen mag schneller wachsen, aber einen weniger dauerhaften Wettbewerbsvorteil haben. Oder die besseren Aussichten sind bereits in einer höheren Bewertung enthalten. Bevor ein aussergewöhnliches Unternehmen ersetzt wird, sollte die Hürde höher liegen als bei einer weiteren ansprechenden Story.

WAS SAGT DIE EMPIRIE?

Cremers und Pareek untersuchten US-Aktienfonds und institutionelle Portfolios und analysierten das Zusammenspiel von Active Share und Haltedauer. Unter den hochaktiven Managern waren es jene mit Haltedauern von mehr als zwei Jahren, die in ihrer Stichprobe im Durchschnitt eine signifikante Outperformance erzielten. Ein gleichgewichtetes Portfolio von Anlagefonds, die sowohl beim Active Share als auch bei der Haltedauer im obersten Quintil lagen, erzielte ein Fünf-Faktor-Netto-Alpha von rund 2% pro Jahr. [1] Hochaktive Manager, die häufig handelten, zeigten dieses Ergebnis nicht.

Die Schlussfolgerung ist subtil, aber wichtig: Die Evidenz belohnt nicht Untätigkeit. Sie spricht für Überzeugung in Verbindung mit Geduld.

BEISPIEL: INDITEX 2022 - KURSSIGNAL ODER GESCHÄFTSSIGNAL?

Inditex ist ein spanischer Modekonzern und einer der grössten Bekleidungshändler der Welt, zu dem die Marken Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho und Zara Home gehören.

Inditex eignet sich als Fallbeispiel, weil die Sorgen, mit denen das Unternehmen 2022 konfrontiert war, real waren. Nach dem russischen Überfall auf die Ukraine schloss Inditex seine Aktivitäten in Russland und der Ukraine. Die Inflation bedrohte die Kaufkraft der Konsumenten und trieb die Kosten. Die Lieferketten blieben unter Druck. Hinzu kamen die Lagerbestände: Ende des ersten Quartals lagen sie 27% über dem Vorjahr, auch weil Inditex Ware bewusst vorgezogen hatte, um die Produktverfügbarkeit zu verbessern.

Der Aktienkurs spiegelte diese Sorgen. Inditex schloss das Jahr 2021 bei €28.53. Am 30. September 2022 notierte die Aktie bei €21.28 – ein Rückgang von rund 25%.

Ein Verkaufsentscheid wäre daher nachvollziehbar gewesen. Die nützlichere Frage ist aber nicht, was danach mit dem Aktienkurs geschah. Sie lautet: Was sagte die damals verfügbare operative Evidenz tatsächlich?

ZWEI UNTERSCHIEDLICHE SIGNALE

MARKTSIGNAL	GESCHÄFTSSIGNAL
Aktienkurs –25% bis Sept. 2022	Umsatz 9M +19%
Schliessungen in Russland und der Ukraine	Reingewinn +24%
Lagerbestand +27% im Q1	Nettoliquidität €10 Mrd.
Inflation und Konsumsorgen	Bruttomarge 58.7%
Unsicherheit in den Lieferketten	Operative Entwicklung blieb robust

QUELLE: INDITEX [2]; MARKTDATEN [6]

Diese Zahlen sind natürlich nicht abschliessend zu sehen, da auch Basiseffekte aus dem Pandemie-Einschränkungen im Vorjahr eine Rolle spielten. Die Lagerbestände hätten noch immer Preisnachlässe erfordern können. Aber genau das hat die Ausgangslage für die Analyse verändert. Es ging nicht mehr nur darum, ob die Risiken ernst waren. Es ging darum, ob diese Risiken die Fähigkeit von Inditex dauerhaft beeinträchtigt hatten, auf die Modenachfrage zu reagieren, Kapital zu reinvestieren und damit Mehrwert zu schaffen.

Ein Kursrückgang ist eine Information – Kein Fazit

Ein fallender Aktienkurs verdient Aufmerksamkeit. Er kann Informationen über sich verschlechternde Fundamentaldaten enthalten. Doch der Kurs selbst ist nicht das Fazit. Michael Mauboussin und Dan Callahan untersuchten mehr als 6'500 US-Aktien über den Zeitraum 1985–2024. Der mediane maximale Kursrückgang betrug rund 85%. Ebenso wichtig ist aber ein zweiter Befund: Mehr als die Hälfte der Aktien in der Stichprobe erreichte ihr früheres Hoch nie wieder. [5]

Damit ist die Lehre eine ganz andere als «Buy the Dip». Grosse Kursrückgänge kommen auch bei Unternehmen vor, die sich später kräftig erholen. Sie begleiten aber ebenso die dauerhafte Vernichtung von Wert. Die Aufgabe besteht darin, beides zu unterscheiden.

Was geschah danach?

Im Gesamtjahr 2022 stieg der Umsatz schliesslich um 18% und der Reingewinn um 27%. Wichtig: Auch die Sorge um die Lagerbestände legte sich; sie lagen am Ende des Geschäftsjahres nur 5% über dem Stand vom Januar des Vorjahres. In den folgenden Jahren wuchs das Geschäft weiter.

INDITEX – OPERATIVE ENTWICKLUNG	GJ 2022	GJ 2025	VERÄNDERUNG
Umsatz	€32.6 Mrd.	€39.9 Mrd.	+22%
Reingewinn	€4.13 Mrd.	€6.22 Mrd.	+51%

QUELLE: INDITEX [3], [4]

Ein hypothetischer Verkauf Ende Dezember 2022 wäre zu €24.85 erfolgt. Am 28. September 2026 schloss Inditex bei €53.34 – rund 115% höher, vor Dividenden. Diese Rendite beweist jedoch nicht, dass ein Verkauf 2022 falsch gewesen wäre. Der Erlös hätte anderswo investiert werden können, vielleicht erfolgreich. Und das Ergebnis war im Dezember 2022 nicht absehbar.

Die wichtige Beobachtung ist eine andere: Der Compounding-Prozess im Unternehmen war nicht zum Stillstand gekommen. Der Aktienkurs veränderte sich dramatisch. Die Ökonomie des Geschäfts veränderte sich deutlich weniger.

Geduld muss verdient werden

Das bedeutet nicht, dass Halten immer die richtige Antwort ist. Wettbewerbsvorteile können erodieren. Neue Investitionen können schwache Renditen abwerfen. Das Management kann Kapital vernichten. Und selbst wenn das Geschäft aussergewöhnlich bleibt, kann die Bewertung auf ein Niveau steigen, auf dem die erwarteten Renditen unattraktiv werden.

Geduld muss deshalb laufend verdient werden. Die Disziplin lautet nicht «langfristig halten». Sie lautet: fortlaufend prüfen, ob die Bedingungen, die Geduld rechtfertigten, noch gegeben sind.

Der Geduldstest

1 WETTBEWERBSVORTEIL

Ist die Wettbewerbsposition des Unternehmens noch intakt?

2 GRENZRENDITEN

Lässt sich zusätzliches Kapital weiterhin zu attraktiven Renditen reinvestieren?

3 BILANZ

Verfügt das Unternehmen weiterhin über finanzielle Flexibilität?

4 KAPITALALLOKATION

Setzt das Management das Kapital weiterhin rational ein?

5 ERTRAGSKRAFT

Hat sich die langfristige Fähigkeit, Cash zu generieren, verändert?

6 BEWERTUNG

Lässt der aktuelle Kurs noch eine attraktive erwartete Rendite zu?

DIE GEDULDSMATRIX

	INVESTMENTTHESE INTAKT	INVESTMENTTHESE BEEINTRÄCHTIGT
BEWERTUNG ATTRAKTIV	GEDULD Compounding wirken lassen	NEU BEURTEILEN Günstig kann gerechtfertigt sein
BEWERTUNG ANSPRUCHSVOLL	DISZIPLIN Erwartete Rendite kann tiefer sein	HANDELN These und Bewertung haben sich verschlechtert

Ein fallender Kurs macht Geduld nicht automatisch rationaler. Ebenso wenig verdient es ein aussergewöhnliches Unternehmen, zu jedem Preis gehalten zu werden. Geduld liegt an der Schnittstelle von Geschäftsqualität und erwarteter Rendite.

DIE PERSPEKTIVE DES UNTERNEHMERS

Die Logik wird klarer, wenn man die Anlage als Beteiligung an einem Unternehmen versteht und nicht als Besitz eines Tickers. Ein Unternehmer würde ein erfolgreiches Unternehmen kaum verkaufen, nur weil ein Quartal enttäuschte, sich das wirtschaftliche Umfeld eintrübte oder ein anderes Geschäft vorübergehend spannender erschien.

Die Börse fügt eine wichtige Variable hinzu: den Preis. Sie bietet zudem etwas, was der Eigentümer eines privaten Unternehmens nicht hat – die Möglichkeit, jeden Tag zu verkaufen. Diese Liquidität ist wertvoll. Aber Liquidität muss nicht zur Handlungsanweisung werden.

THE PULSE

GEDULD IST NICHT DIE ABWESENHEIT EINER ENTSCHEIDUNG.

Quality-Investing beginnt damit, Unternehmen zu finden, die über lange Zeiträume Wert schaffen können. Starke Bilanzen verleihen Widerstandskraft. Hohe Kapitalrenditen machen Reinvestitionen wertvoll. Dauerhafte Wettbewerbsvorteile schützen diese Renditen. Wirklich wirkungsvoll werden diese Eigenschaften aber erst, wenn sie genügend Zeit erhalten, um sich zu entfalten.

Die Evidenz legt nicht nahe, dass weniger Handeln automatisch besser ist. Sie verweist auf etwas Anspruchsvolleres: Überzeugung plus Geduld.

Geduld bedeutet deshalb nicht, Veränderungen zu ignorieren. Sie bedeutet, Wettbewerbsvorteil, Grenzrenditen, Bilanz, Kapitalallokation, Ertragskraft und Bewertung laufend zu prüfen – und zu handeln, wenn sich die Evidenz ändert.

Manchmal führt diese Analyse zu einer Transaktion. Manchmal führt sie zu einer schwierigeren Entscheidung: nichts tun.

QUELLEN

1. Cremers, M. & Pareek, A. (2016), «Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently», Journal of Financial Economics
2. Inditex (2022), Ergebnisse Q1 und 9M Geschäftsjahr 2022
3. Inditex (2023), Ergebnisse Geschäftsjahr 2022
4. Inditex (2026), Ergebnisse Geschäftsjahr 2025
5. Mauboussin, M. & Callahan, D. (2025), «Drawdowns and Recoveries: Base Rates for Bottoms and Bounces», Counterpoint Global
6. Kursdaten Inditex: 31. Dezember 2021 €28.53, 30. September 2022 €21.28, Ende Dezember 2022 €24.85, 28. September 2026 €53.34



www.hqam.ch

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