THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 10 | 13. NOVEMBER 2026 | 6 MIN. LESEZEIT



Qualität jenseits der Zahlen

Wenn scheinbar starke Unternehmen eine nachlassende Wirtschaftlichkeit verbergen

Eine vertraute Marke, eine gesunde Gewinnmarge und Jahre verlässlicher Gewinne können den Eindruck erwecken, ein Unternehmen lasse sich leicht halten. Genau das macht es aber schwerer zu erkennen, wenn sich etwas verändert hat, zu bemerken, wenn sich etwas verändert hat. Kunden kaufen weniger, Wachstum wird teurer, oder neue Investitionen werfen weniger ab als die vor Jahren aufgebauten Geschäfte. Die Zahlen mögen weiterhin beruhigend aussehen, während das Fundament künftiger Renditen schwächer wird. Diese Lücke ist die Qualitätsfalle:

Anleger bezahlen weiterhin für eine Beständigkeit, die das Unternehmen nicht mehr unter Beweis stellt. Qualität bleibt ein nützlicher Ausgangspunkt. MSCI etwa beurteilt sie anhand von Eigenkapitalrendite, Gewinnstabilität und tiefer Verschuldung. Diese Kennzahlen beschreiben jedoch weitgehend die ausgewiesene Leistung. Für sich allein können sie nicht belegen, ob die Kunden treu bleiben oder ob die nächste Investition so rentabel sein wird wie die letzte. [1]

Ein Unternehmen kann hochprofitabel bleiben und dennoch an Wert verlieren. Die Gewinne mögen weiterhin hoch sein, doch das künftige Wachstum erfordert möglicherweise höhere Ausgaben, trifft auf stärkere Konkurrenz oder hält weniger Jahre an, als Anleger erwartet haben. Das ist etwas anderes, als für ein hervorragendes Unternehmen schlicht zu viel zu bezahlen: In einer Qualitätsfalle ist die Einschätzung des Unternehmens selbst zu grosszügig geworden.

Die akademische Forschung liefert einen Grund, der unbegrenzten Fortschreibung hoher Gewinne mit Skepsis zu begegnen. Fama und French (2000) dokumentierten eine Rückkehr der Unternehmensprofitabilität zum Mittelwert: Wettbewerb und veränderte Geschäftsbedingungen ziehen aussergewöhnliche Renditen tendenziell auf ein normaleres Niveau zurück. Dieser Befund gilt für die Gesamtheit der Unternehmen und ist keine Prognose, dass jedes herausragende Unternehmen seinen Vorteil verliert. Für Anleger ist es wichtig, was einem bestimmten Unternehmen erlaubt, diesem Druck standzuhalten – und ob diese Schutzmechanismen noch intakt sind. [8]

INVESTMENT PERSPECTIVE

Ausgewiesene Kennzahlen wie Margen und Kapitalrenditen beschreiben, was ein Unternehmen bereits erreicht hat. Für Anleger ist es ebenso wichtig, die Kundennachfrage und die Renditen auf neuen Investitionen zu verfolgen, denn sie prägen, wie diese Kennzahlen künftig aussehen können.

WENN DIE ZAHLEN DEM GESCHÄFT HINTERHERHINKEN

Das Problem beginnt oft in einem an sich respektablen Ergebnis. Der Umsatz kann steigen, weil die Preise erhöht werden, während die Kunden weniger Produkte kaufen. Höhere Kosten weiterzugeben, kann notwendig sein; der Erfolg hängt jedoch von der Nachfrage ab, die danach übrig bleibt. Kunden akzeptieren höhere Preise womöglich zunächst, kaufen dann aber seltener, wechseln die Marke oder warten auf Aktionen. Der Schaden kann sich schleichend zeigen. Eine Preiserhöhung, die die Marge dieses Jahres schützt und zugleich Kunden vertreibt, kann die Ertragsbasis des nächsten Jahres schwächen. Die entscheidende Frage ist, wie viel Wachstum übrig bleibt, wenn weitere Preiserhöhungen schwieriger werden.

Preissetzungsmacht ist keine dauerhafte Eigenschaft, die sich aus einer hohen Marge ableiten lässt. Eine Studie von Gielens und Steenkamp (2025), die auf Haushaltseinkaufsdaten zu mehr als 16'000 Marken in 34 Ländern beruht, untersucht, wie sich die Reaktionen der Konsumenten auf Preis, Sortiment und Distribution im Zeitverlauf verändern. Ihre Bedeutung liegt hier in der Methodik: Die Preissensitivität der Nachfrage muss beobachtet und darf nicht als konstant angenommen werden.

Margen verdienen eine ähnlich genaue Prüfung. Effizienzgewinne können ein Unternehmen stärken; Kürzungen bei Werbung, Produktentwicklung oder Service, die es braucht, um Kunden zu halten, können vorübergehend dasselbe finanzielle Ergebnis hervorbringen. Auch die Cash-Generierung kann sich verbessern, wenn Investitionen aufgeschoben werden. Die Forschung von McKinsey verknüpft Wertschöpfung mit Kapitalrenditen und Umsatzwachstum und warnt zugleich, dass eine Verbesserung der aktuellen Profitabilität auf Kosten des künftigen Wachstums den langfristigen Wert untergraben kann. [2]

Selbst eine hohe Rendite auf das investierte Kapital kann falsche Sicherheit vermitteln. Sie misst den Gewinn im Verhältnis zum im Unternehmen gebundenen Kapital, doch ein erfolgreiches angestammtes Geschäft kann enttäuschende Renditen auf neuen Fabriken, Akquisitionen oder Produkten verdecken. Entscheidend ist, ob neue Investitionen weiterhin mehr verdienen als ihre Finanzierungskosten. Aktienrückkäufe wiederum können den Gewinn je Aktie steigern, indem sie die Anzahl Aktien reduzieren, ohne den Gesamtgewinn zu erhöhen. Keine dieser Kennzahlen ist nutzlos; jede braucht eine Erklärung dafür, was sie antreibt. [2]

Die Unterscheidung ist wichtig, weil ein Unternehmen weiterhin attraktive Durchschnittsrenditen ausweisen kann, während seine rentablen Reinvestitionsmöglichkeiten schrumpfen. Es erwirtschaftet womöglich nach wie vor viel Cash, hat aber weniger Spielraum, die Gewinne über die Zeit zu vermehren. Anleger sollten dann die Wachstumsrate und die Bewertung überdenken, die sie dieser Cash-Generierung beimessen.

Auch bei der Interpretation eines eindrücklichen Leistungsausweises ist Vorsicht geboten. Denrell (2004) zeigte theoretisch, dass anhaltende Unterschiede in der Profitabilität selbst dann entstehen können, wenn zu Beginn keine dauerhaften, systematischen Vorteile bestehen. Vergangene Beständigkeit ist somit ein Hinweis, dem nachzugehen ist, aber kein Beweis für einen dauerhaften Burggraben. Der anspruchsvollere Test lautet, ob Kundenverhalten, Wettbewerbsposition und die Renditen auf zusätzlichen Investitionen die künftigen Gewinne weiterhin stützen. [10]

DIE PRÄMIE VERGRÖSSERT DIE ENTTÄUSCHUNG

Eine anspruchsvolle Bewertung schafft eine zweite Verwundbarkeit. Sobald verlässliches Wachstum weniger verlässlich erscheint, senken Anleger womöglich sowohl ihre Gewinnerwartungen als auch den Preis, den sie für diese Gewinne zu zahlen bereit sind. Ein einfaches Beispiel: Der Gewinn steigt um 5%, die Bewertung sinkt jedoch vom 30- auf das 24-Fache des Gewinns – der Aktienkurs fällt trotzdem um 16%. Das Unternehmen muss nicht zusammenbrechen, damit Aktionäre Verluste erleiden.

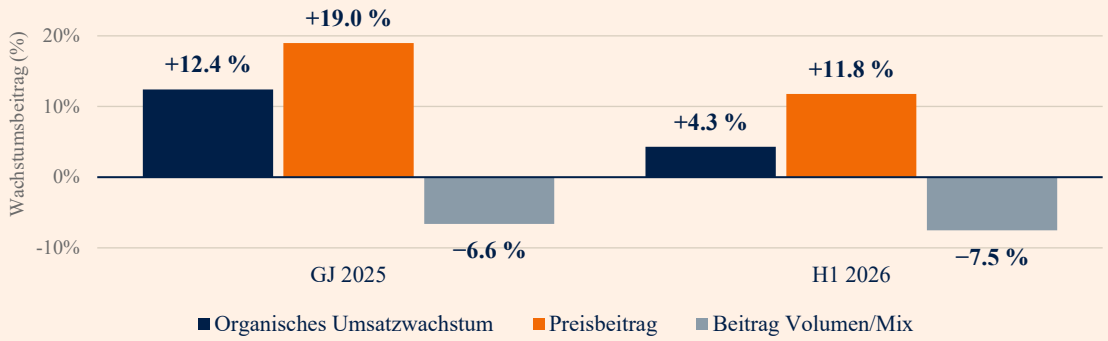
Ein tieferer Aktienkurs macht die Aktie deshalb nicht automatisch günstig. Wenn die Rückkehr zu Wachstum höhere Ausgaben oder tiefere Preise erfordert, müssen möglicherweise auch die künftigen Gewinne nach unten korrigiert werden. Die frühere Bewertung taugt kaum noch als Referenzpunkt, wenn sich die wirtschaftlichen Grundlagen verändert haben, auf denen sie beruhte.

Ein schwaches Quartal allein macht noch keine Falle. Das stärkere Warnsignal ist eine wiederholte Divergenz: Die Margen halten sich, während die Nachfrage nachlässt; der Cashflow verbessert sich, während notwendige Investitionen zurückgehen; oder die ausgewiesenen Renditen bleiben hoch, während die nächste Wachstumsquelle an Attraktivität verliert.

LINDT UND DIE GRENZEN DER PREISSETZUNGSMACHT

Lindt & Sprüngli veranschaulicht, wie sich dieses Spannungsfeld innerhalb eines starken Geschäfts entwickeln kann. Die Premiummarken und der weltweite Vertrieb blieben wertvoll, und die operative Marge stieg 2025 auf 16.4%. Stark gestiegene Kakaokosten gaben dem Unternehmen einen klaren Grund für Preiserhöhungen. Doch sowohl 2025 als auch im ersten Halbjahr 2026 fiel der Preisbeitrag höher aus als das gesamte organische Umsatzwachstum. Die Kunden sollten für einen Kauf, auf den sie auch verzichten können, deutlich höhere Preise tragen. [3][4]

Lindt & Sprüngli: Zusammensetzung des organischen Umsatzwachstums | Beiträge gegenüber Vorjahr



Wachstumsbeiträge gegenüber dem Vorjahr, wie von Lindt & Sprüngli ausgewiesen. Volumen/Mix umfasst die verkauften Mengen und Veränderungen im Produktmix und ist kein reines Mass für Stückzahlen. Das organische Wachstum schliesst Währungseffekte und Änderungen im Konsolidierungskreis aus.

QUELLEN: LINDT & SPRÜNGLI [3], [4]

Im ersten Halbjahr 2026 stieg die operative Marge dennoch auf 11.2%, nach 11.0% im Vorjahr. Am 29. September 2026 senkte Lindt dann die Prognose für das organische Wachstum im Gesamtjahr von 4–6% auf 0–2% und verwies auf preissensible Konsumenten, schwächere Bestellungen in Europa und aussergewöhnliche Sommerhitze. An der Prognose einer Verbesserung der operativen Marge um 0.2–0.4 Prozentpunkte hielt das Unternehmen fest. Der Schutz der Profitabilität hatte die Nachfrage nicht geschützt. [4][5]

16.4 %
Operative Marge von Lindt 2025, gestiegen bei rückläufigem Volumen/Mix
QUELLE: LINDT & SPRÜNGLI [3]

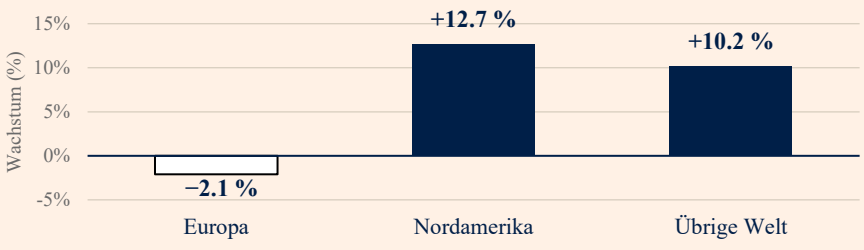
+19.0 %
Preisbeitrag 2025, bei einem organischen Umsatzwachstum von 12.4 %
QUELLE: LINDT & SPRÜNGLI [3]

−7.5 %
Beitrag von Volumen/Mix im ersten Halbjahr 2026
QUELLE: LINDT & SPRÜNGLI [4]

0–2 %
Neue Prognose für das organische Wachstum 2026, am 29. September 2026 von 4–6 % gesenkt
QUELLE: LINDT & SPRÜNGLI [5]

Das regionale Bild hilft, das Problem zu erklären. Im ersten Halbjahr sank der organische Umsatz in Europa um 2.1%, während Nordamerika um 12.7% und die übrige Welt um 10.2% zulegten. Diese Zahlen messen den Umsatzwert, nicht die Stückzahlen. [4] Dennoch zeigt die Divergenz, warum Konzerndurchschnitte täuschen können: Wachstum in einigen Märkten kann mit Preisschwierigkeiten in anderen einhergehen. Eine Premiummarke gibt dem Management nicht in jedem Markt unbegrenzte Freiheit für Preiserhöhungen.

Lindt & Sprüngli: organisches Umsatzwachstum nach Region | erstes Halbjahr 2026



Organisches Wachstum des Umsatzwerts nach Region, nicht der Stückzahlen.

QUELLE: LINDT & SPRÜNGLI [4]

Die Fehleinschätzungen bei den Preisen hatten auch Folgen für die Führung. Am 19. Oktober 2026 trennte sich Lindt von CEO Adalbert Lechner und ernannte den früheren CEO Dieter Weisskopf zum interimistischen Konzernchef. Der Verwaltungsrat erklärte, es brauche eine neue Führung, um wieder zu beständigem Wachstum zurückzufinden. Wenige Tage später räumte Verwaltungsratspräsident Ernst Tanner ein, Lindt habe überschätzt, wie weit sich die Preise anheben lassen, ohne der Nachfrage zu schaden, insbesondere in Deutschland. [6][7]

Die Antwort umfasst nun gezielte Preissenkungen, mehr Investitionen in die Marke und Innovation. Das Management erwartet für 2027 ein positives Volumenwachstum, unterstützt durch nachlassende Kakaokosten. [5][7] Vorerst ist das aber nur eine Erwartung. Tiefere Rohstoffkosten könnten die Margen stützen, bevor sich die Nachfrage erholt, während Preissenkungen die Nachfrage auf Kosten der Profitabilität wieder aufbauen könnten. Überzeugend wäre eine nachhaltige Erholung der Käufe bei gleichzeitig attraktiven Renditen. Ein bleibender Schaden für die Marke ist nicht belegt, doch Markenstärke und robuste Margen allein können nicht beweisen, dass die Reparatur abgeschlossen ist.

QUALITÄT MUSS SICH IHREN PLATZ IMMER WIEDER VERDIENEN

Für Anleger ist es wichtig, das Geschäft hinter den Schlagzeilen-Kennzahlen zu verfolgen. Zu prüfen ist, ob die Kunden mehr kaufen, ob der Marktanteil hält und ob der Cashflow auch nach den Investitionen gesund bleibt, die für den Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit nötig sind. Neue Investitionen sind neben den Renditen des bestehenden Geschäfts zu beurteilen. Schliesslich stellt sich die Frage, wie viel Erholung die Bewertung bereits vorwegnimmt.

Diese Prüfungen helfen auch, einen vorübergehenden Rückschlag von einer dauerhaften Verschlechterung zu unterscheiden. Ein Unternehmen, das seine Kunden hält und durch eine schwierige Phase hindurch investiert, stärkt womöglich seine Zukunft. Wer hingegen wiederholt die heutigen Gewinne verteidigt, während die Kundenbasis oder die Investitionsrenditen schwächer werden, verdient ein anderes Urteil. Quality-Investing erfordert Vertrauen in ein Unternehmen, verbunden mit der Bereitschaft, dieses Vertrauen zu revidieren, wenn sich die Faktenlage ändert.

THE PULSE

Qualität ist keine historische Kennzahl. Sie ist die fortwährende Fähigkeit, die Kundennachfrage zu verteidigen und auf der nächsten Kapitaleinheit attraktive Renditen zu erzielen.

Die entscheidende Frage ist, wie viel Wachstum übrig bleibt, wenn weitere Preiserhöhungen schwieriger werden.

Quality-Investing erfordert Vertrauen in ein Unternehmen, verbunden mit der Bereitschaft, dieses Vertrauen zu revidieren, wenn sich die Faktenlage ändert.

QUELLEN

1. MSCI, Quality Indexes, Quality-Deskriptoren
2. McKinsey (2021), «Which metrics really drive total returns to shareholders», 19. Oktober 2021
3. Lindt & Sprüngli, Integrated Annual Report 2025, Brief an die Aktionäre
4. Lindt & Sprüngli, Halbjahresergebnisse 2026, Medienmitteilung, 21. Juli 2026, S. 1–2
5. Lindt & Sprüngli, Anpassung der Umsatzwachstumsprognose, 29. September 2026
6. Lindt & Sprüngli, Wechsel in der Führung, 19. Oktober 2026
7. Reuters, «Lindt got chocolate price hikes wrong, chairman says after CEO's ouster», 24. Oktober 2026
8. Fama & French (2000), «Forecasting Profitability and Earnings», The Journal of Business, 73(2), 161–175
9. Gielens & Steenkamp (2025), «An Investigation into the Evolution of Marketing-Mix Effectiveness: An Empirics-First Approach», Journal of Marketing
10. Denrell (2004), «Random Walks and Sustained Competitive Advantage», Management Science, 50(7), 922–934

HQAM
HERENS QUALITY ASSET MANAGEMENT
www.hqam.ch

DISCLAIMER: Dieses Dokument dient ausschliesslich Informations- und Werbezwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten oder zur Vornahme sonstiger Transaktionen dar. Herens Quality Asset Management AG übernimmt keine Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit.