THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 11 | 20. NOVEMBER 2026 | 6 MIN. LESEZEIT

Der CEO-Test



Was ein Wechsel an der Spitze über Führung, Kapitalallokation und dauerhafte Unternehmensqualität zeigt

Jensen Huang hat NVIDIA zu einem prägenden Unternehmen der KI-Ära mit aufgebaut. Sein Rücktritt als CEO und Verwaltungsrat am 11. November 2026 und die anschliessende Ernennung von CFO Colette Kress zur interimistischen CEO machen aus einer abstrakten Anlagefrage einen realen Test: Wie viel vom Erfolg eines Unternehmens hängt von einer aussergewöhnlichen Führungsperson ab, und wie viel bleibt in der Organisation bestehen, die sie aufgebaut hat? Die Suche nach einer dauerhaften Nachfolge wird zeigen, wie breit das Management von NVIDIA aufgestellt und wie belastbar die Governance ist. [9]

Ein erfolgreiches Unternehmen verschafft seinem CEO Wahlmöglichkeiten, und die Aktionäre tragen die Folgen. Liquide Mittel können ein besseres Produkt, einen neuen Markt oder eine Übernahme finanzieren; sie können aber auch dafür ausgegeben werden, eine Idee zu verteidigen, die nicht mehr funktioniert. Die Qualität des Managements ist wichtig, weil Wettbewerbsvorteile sowohl geschützt als auch erneuert werden müssen. Dafür braucht es Führungskräfte, die verstehen, was Kunden schätzen, die erkennen, wohin sich das Geschäft entwickeln kann, und die dieses Urteil in Investitionen mit attraktiven Renditen umsetzen.

Steve Jobs verband ein sicheres Gespür für Produkte mit ungewöhnlicher Fokussierung. Nach seiner Rückkehr zu Apple reduzierte er das Computersortiment auf vier Kernprodukte. So konnten sich die besten Teams konzentrieren und neue Generationen schneller entwickeln, erklärte er. [1] Huangs besonderer Beitrag bestand darin, eine Rechenplattform über die Grafik hinaus aufzubauen. NVIDIA führte 2006 CUDA ein und ermöglichte es Entwicklern, die Chips des Unternehmens für breitere Rechenaufgaben zu nutzen – sechs Jahre bevor AlexNet deren Potenzial für KI aufzeigte. [2] Beide setzten Talent und Kapital für Chancen ein, deren Wert in den Finanzzahlen noch nicht ersichtlich war. Ihre Beispiele zeigen, warum die Beurteilung von Führung über die Gewinne des nächsten Jahres hinausblicken muss. Huangs Rücktritt zeigt zudem, warum Anleger prüfen müssen, ob diese strategische Fähigkeit in der Organisation verankert oder auf eine Person konzentriert ist.

INVESTMENT PERSPECTIVE

Die Qualität eines Managements zeigt sich in seinen Entscheiden: wohin Kapital fliesst, zu welchem Preis Aktien zurückgekauft werden und wie offen Rückschläge erklärt werden. Für Anleger ist es wichtig, diese Entscheide über mehrere Jahre zu verfolgen und zu berücksichtigen, wie gut die Organisation auf einen Führungswechsel vorbereitet ist.

Quellen nummeriert [1]–[10]: vollständige Angaben auf Seite 3

VON DER VISION ZUR INVESTITION

Solche Entscheide sind Kapitalallokation in der Praxis. Sie bestimmen, wohin Geld und Talent fliessen und welche Chancen ungenutzt bleiben. Wachstum schafft Wert, wenn die Rendite auf den eingesetzten Mitteln deren Finanzierungskosten übersteigt. Ein grösseres Unternehmen ist deshalb nicht zwingend die bessere Anlage. Der CEO muss zudem zwischen einem vielversprechenden Projekt, das Zeit braucht, und einem, das gestoppt werden sollte, unterscheiden. Werden Investitionen an ihren ursprünglichen Annahmen gemessen, fällt diese Unterscheidung sachlicher und gegebenenfalls kritischer aus. [3]

Simon Wolfson, seit 2001 CEO von NEXT, ist ein weniger gefeiertes Beispiel. Der britische Detailhändler verkauft Kleider und Wohnartikel, stellt über Total Platform aber auch anderen Marken Websites, Lagerhaltung und Lieferdienste zur Verfügung. [4] Der Reiz ist nachvollziehbar: Fähigkeiten, die für NEXT aufgebaut wurden, können auch mit anderen Unternehmen Erträge erzielen. Investitionen in die Infrastruktur erhalten so einen Zweck, der über die Eröffnung weiterer Läden hinausgeht. Der Erfolg hängt dennoch davon ab, was Kunden zu zahlen bereit sind und wie viel zusätzliches Kapital die Expansion erfordert.

Ähnlich geht NEXT bei der Rückführung von Kapital an die Aktionäre vor. Investitionen ins eigene Geschäft haben Vorrang, und das Investment-Grade-Rating wird geschützt. Der Geschäftsbericht per Januar 2026 legt für Aktienrückkäufe eine minimale «Equivalent Rate of Return» von 8% fest: den erwarteten Vorsteuergewinn geteilt durch die Marktkapitalisierung. Mittel, die sich nicht für Rückkäufe einsetzen lassen, die diese Schwelle erfüllen, können stattdessen über Sonderdividenden oder andere Kapitalrückzahlungen ausgeschüttet werden. [4][5] Damit wird der bezahlte Preis zu einer ausdrücklichen Bedingung des Entscheids.

Ein Rückkauf verteilt künftige Gewinne auf weniger Aktien, doch bei einem teuren Rückkauf erhält man pro ausgegebenem Pfund weniger Gewinn. Die folgende Darstellung hält das Geschäft konstant und verändert nur den Preis. Die Schwelle von NEXT ist ein Test der Gewinnrendite, keine zugesicherte Anlagerendite; künftige Gewinne können dennoch enttäuschen.

Wie der Preis den Rückkaufentscheid verändert

Aktienkurs	Gewinnrendite vor Steuern	Gegenüber der 8%-Schwelle
£100	10.0%	**Über der Schwelle**
£125	8.0%	**An der Schwelle**
£150	6.7%	**Unter der Schwelle**

Illustrativer Vorsteuergewinn von £10 pro Aktie, konstant gehalten. Keine Schätzungen oder Kurse von NEXT. Rendite = Gewinn ÷ Kurs.

ILLUSTRATIVES BEISPIEL

Die akademische Forschung stützt die Sicht, dass Managementqualität mehr ist als ein Urteil über Persönlichkeit. Demerjian, Lev und McVay (2012) entwickeln ein Mass für Managementfähigkeit, das darauf beruht, wie effizient Manager Ressourcen in Umsatz umwandeln. Sie zeigen: Wird ein CEO durch einen als fähiger eingestuften Manager ersetzt, geht dies mit einer späteren Verbesserung der Unternehmensleistung einher, im umgekehrten Fall mit einer Verschlechterung. Das belegt einen wirtschaftlich bedeutsamen Managementeffekt, beweist aber nicht, dass ein einzelner CEO den Erfolg eines Unternehmens erklärt. Branchenbedingungen und übernommene Wettbewerbsvorteile bleiben wichtig. [10]

WAS ANREIZE ÜBER PRIORITÄTEN VERRATEN

Dieselbe Aufmerksamkeit für die Folgen gehört in die Vergütung. Ein Bonus, der am Umsatz bemessen wird, kann Expansion auch dann belohnen, wenn sie auf dem benötigten Kapital zu wenig abwirft. Der Gewinn pro Aktie kann nach Rückkäufen steigen, ohne dass sich der Gesamtgewinn verbessert. Der Jahresbonus von NEXT basiert auf dem Gewinn pro Aktie vor Steuern; die Rückkaufdisziplin und die operative Entwicklung müssen deshalb zusätzlich beurteilt werden. [5] Anreize können diese Disziplin stützen, wenn sie rentable Reinvestitionen und die Generierung von Cashflow über mehrere Jahre belohnen und eine substanzielle Aktienbeteiligung die Führungskräfte den späteren Ergebnissen ihrer Entscheide aussetzt.

Die Vergütung beeinflusst allerdings nur einen Teil des täglichen Verhaltens. Ein CEO prägt auch, ob Mitarbeitende es wagen, eine Prognose zu hinterfragen oder ein scheiterndes Produkt zu melden. Sind schlechte Nachrichten unerwünscht, kann aus einem kleinen Fehler eine teure Verpflichtung werden, bevor er den Verwaltungsrat erreicht. Deshalb hat Kultur finanzielle Folgen. Anleger sehen nicht jede interne Diskussion, können aber prüfen, wie offen das Management Rückschläge erklärt und ob seine Reaktion am Ergebnis etwas ändert.

Auch hier liefert NEXT ein nützliches Beispiel. Der Bericht räumt ein, dass eine erfolglose Marke eingestellt und kleinere Lizenzen aufgegeben wurden, und hält fest, dass eigenständige Markenteams weiterhin für Umsatz und Profitabilität

verantwortlich sind. [5] Diese Kombination erlaubt Experimente, ohne jedes Projekt zur Dauereinrichtung zu machen. Die Bereitschaft, über Misserfolge zu sprechen, gibt Anlegern Anhaltspunkte, die sich prüfen lassen; die Darstellung des Managements sollte dennoch stets an der späteren Entwicklung gemessen werden.

WARUM FRÜHERE ERFOLGE KONTEXT BRAUCHEN

Die Laufbahn von Bracken Darrell zeigt, warum diese Beurteilung offen bleiben muss. Bei Logitech stärkte er die interne Designkompetenz und half dem Hersteller von Computerzubehör, eigenständigere Produkte zu entwickeln. Bis zum Geschäftsjahr 2020, das im März 2020 endete, war der Umsatz von rund $2.1 Mrd. im Geschäftsjahr 2013 auf $2.98 Mrd. gestiegen, und das operative Ergebnis nach GAAP hatte sich von einem Verlust auf einen Gewinn von $276 Mio. erholt. Der anfängliche Verlust enthielt erhebliche Wertberichtigungen und Restrukturierungskosten. [6] Die Verbesserung erfolgte vor dem grossen Nachfrageschub der Pandemie und untermauert seinen Ruf.

Sein Wechsel zu VF im Juli 2023 brachte eine andere Aufgabe: das Wachstum eines Bekleidungs- und Schuhkonzerns wiederherzustellen, zu dessen Marken Vans und The North Face gehören. [7] Im Quartal, über das im Oktober 2026 berichtet wurde, verbesserte sich die bereinigte operative Marge ohne Dickies gegenüber dem Vorjahr um 1.7 Prozentpunkte, und die Nettoverschuldung sank um 20%; der Umsatz von Vans ging jedoch weiterhin um 9.8% zurück. [8] Die finanzielle Sanierung kommt voran; die Erholung der Marke ist noch nicht abgeschlossen. Der Führung gebührt Anerkennung für das, was sie verändert; die Ausgangslage des Unternehmens, die Branchenbedingungen und die benötigte Zeit prägen das Ergebnis jedoch ebenfalls.

Die Qualität eines CEO lässt sich am besten an Entscheiden und ihren Folgen über die Zeit beurteilen. Strategische Vorstellungskraft ist wichtig, wie Jobs und Huang zeigen, sie muss aber von Investitionsdisziplin und einer lernenden Organisation getragen werden. NVIDIA bietet nun einen besonders sichtbaren Test: Haben die Technologie-Roadmap, die Kundenbeziehungen und die Disziplin in der Kapitalallokation auch ohne den Gründer Bestand, der sie geprägt hat? Starke aktuelle Ergebnisse können diese Frage noch nicht beantworten. Fähige Nachfolger aufzubauen, gehört zur Führungsverantwortung und ist keine administrative Nebensache. Für Aktionäre ist der stärkste Beleg ein Unternehmen, das weiterhin attraktive Renditen erzielt, zugleich seine nächste Wachstumsquelle vorbereitet – und dazu auch dann fähig bleibt, wenn die Führungsperson geht.

THE PULSE

Grosse CEOs schaffen Wert. Aussergewöhnliche Führung baut eine Organisation auf, die noch lange Wert schaffen kann, nachdem der CEO gegangen ist.

Wie viel vom Erfolg hängt von einer einzelnen Führungsperson ab, und wie viel bleibt in der Organisation bestehen?

Für Aktionäre ist der stärkste Beleg ein Unternehmen, das weiterhin attraktive Renditen erzielt und zugleich seine nächste Wachstumsquelle vorbereitet.

QUELLEN

1. Steve Jobs Archive, «Make Something Wonderful», Produktstrategie 1998
2. NVIDIA, Unternehmenschronik, CUDA 2006 und AlexNet 2012
3. McKinsey, «Capital allocation starts with governance», 22. Juni 2023
4. NEXT, Prospekt 2026, Geschäftsmodell und Kapitalpolitik; Biografien des Verwaltungsrats
5. NEXT, Geschäftsbericht Januar 2026, Markenausstiege, Aktienrückkäufe und Vergütung
6. Logitech, Ergebnisse GJ 2013; Ergebnisse GJ 2020; Red Dot, Geschichte des Designteams, Juni 2023
7. VF, Ernennung von Darrell und Markenportfolio, 20. Juni 2023
8. VF, Ergebnisse 2. Quartal Geschäftsjahr 2027, 28. Oktober 2026 (Quartal per 26. September 2026)
9. NVIDIA, CEO Transition, 12. November 2026; SEC Form 8-K, eingereicht am 12. November 2026
10. Demerjian, Lev & McVay (2012), «Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests», Management Science, 58(7), 1229–1248

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.