

NEWSLETTER

06 / 2026

~~1'000~~

1'200

AARAUinvest^{ag}

Die stille Revolution

Wie Preissetzungsmacht über Gewinner und Verlierer an der Börse entscheidet

Es gibt Eigenschaften von Unternehmen, die man in Quartalszahlen nur schwer erkennen kann – zumindest, solange das Umfeld stabil bleibt. Pricing Power ist eine davon. In ruhigen Zeiten wirkt sie wie ein angenehmer Bonus. Steigen jedoch Löhne, Energiepreise oder andere Kosten, wird sie zur entscheidenden Fähigkeit: Unternehmen mit Preissetzungsspielraum können steigende Kosten weitergeben und ihre Profitabilität stabil halten, während andere Unternehmen unter Druck geraten.

Deshalb betrachten Management und Investoren Pricing längst nicht mehr als reine Marketingfrage, sondern als zentrale strategische Kompetenz, insbesondere in Phasen wirtschaftlicher Unsicherheit.

Warren Buffett brachte das Konzept auf seine typische, nüchterne Weise auf den Punkt: «Wenn ein Unternehmen Preise erhöhen kann, ohne Kunden an Wettbewerber zu verlieren, besitzt es ein sehr gutes Geschäftsmodell. Muss das Management vor einer Preiserhöhung „erst beten“, ist das Geschäft deutlich fragiler.» Hinter diesem Bonmot steckt ein erstaunlich zuverlässiger Investorenfilter, der oft die Spreu vom Weizen trennt.

1) Was Pricing-Power wirklich ist – und warum sie an der Börse so viel mehr bedeutet als „Preise erhöhen“:

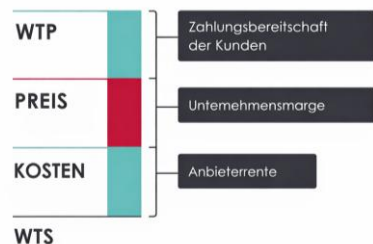
Pricing Power wird oft missverstanden. Es geht nicht einfach darum, höhere Preise in eine Preisliste zu schreiben. Entscheidend ist die Fähigkeit, Preise anzupassen, ohne dass die Nachfrage stark einbricht. Kunden akzeptieren den Preis, weil sie kaum gleichwertige Alternativen sehen oder weil der wahrgenommene Nutzen hoch ist und der Preis zweitrangig wird.

Ökonomisch hängt dieses Phänomen eng mit der Preiselastizität der Nachfrage zusammen: Wenn der Absatz auf Preisänderungen nur wenig reagiert, besitzt ein Unternehmen Spielraum.

Strategisch entsteht dieser Spielraum häufig durch **Value-Based Pricing**. Unternehmen orientieren sich dabei nicht primär an ihren Kosten oder an Konkurrenzpreisen, sondern am wahrgenommenen Kundennutzen. Je stärker dieser Nutzen, desto grösser ist der Anteil des geschaffenen Werts, den das Unternehmen selbst behalten kann.

Ein hilfreiches Modell ist das sogenannte **Value-Stick-Konzept**: Oben steht die Zahlungsbereitschaft des Kunden, unten die Kosten des Unternehmens. Der Abstand zwischen beiden bestimmt, wie viel wirtschaftlicher Wert entsteht – und wie viel davon das Unternehmen abschöpfen kann.

VALUE STICK



Quelle: Generiert durch KI

An der Börse zeigt sich Pricing Power deshalb nicht als Marketingversprechen, sondern in den Finanzkennzahlen: stabile Margen, robuste Cashflows und die Fähigkeit, auch in schwierigeren Jahren profitabel zu bleiben. Studien

von McKinsey zeigen, dass Pricing einer der stärksten Hebel auf die Profitabilität ist – oft wirk-samer als klassische Kostensenkungspro-gramme.

2) Woher Pricing-Power kommt: der Burggra-ben (Moat) eines Unternehmens – und warum Investoren ihn lieben:

Warren Buffett hatte den Begriff des „Moats“, des Burggrabens um ein Unternehmen, popu-lär gemacht. Die Logik ist einfach: Hohe Rendi-ten oder wachsende Märkte ziehen Wettbe-werb an. Nur Unternehmen mit einem dauer-haften Schutzmechanismus können ihre wirt-schaftliche Stärke über längere Zeit verteidigen.

Buffett nennt in seinen Berkshire-Briefen ver-schiedene Formen solcher Moats. Einige Unter-nehmen verfügen über strukturelle Kostenvor-teile – Beispiele sind GEICO oder Costco. An-dere profitieren von starken Marken, etwa Coca-Cola, Ferrari oder Hermès.

Diese Moats sind häufig zugleich die Quellen von Pricing Power. Dazu gehören:

- starke Marken
- hohe Wechselkosten für Kunden
- Netzwerkeffekte
- Patente oder regulatorische Lizenzen
- Kostenvorteile und Skaleneffekte
- sogenannte „efficient scale“, also Märkte, die nur wenige Anbieter sinnvoll tragen

Marken und Patente erlauben Premiumpreise (sowie regulatorische Lizenzen und Monopole im Fall von Patenten), Wechselkosten binden Kunden langfristig, Netzwerkeffekte verstärken den Nutzen mit jedem zusätzlichen Benutzer und Skaleneffekte erschweren neuen Wettbe-werbern den Eintritt.

Der Investor Michael Mauboussin ergänzt diese Perspektive um einen entscheidenden Punkt: Für die Bewertung eines Unternehmens ist nicht nur relevant, **dass** es Überrenditen erzielt, son-dern **wie lange** es diese halten kann. Er be-

zeichnet diese Zeitspanne als **Competitive Ad-vantage Period (CAP)**. Nicht die einmalige Preiserhöhung, sondern die Fähigkeit, über Jahre Wert abzuschöpfen, ohne dass die Kon-kurrenz die Gewinne sofort wegdrückt. Die Dauer eines Wettbewerbsvorteils ist ein zentra-ler – und häufig unterschätzter – Werttreiber.

3) Wie Pricing Power in der Praxis aussieht - Bei-spiele, die zeigen, wie unterschiedlich sie aus-sehen kann:

Besonders anschaulich wird das Konzept in konkreten Unternehmensgeschichten. Buffett bezeichnete See's Candies in seinem Berkshire-Brief von 2007 als ein „Traumgeschäft“. Die Branche selbst wuchs kaum: 1972 verkaufte See's rund 16 Millionen Pfund Schokolade, 2007 etwa 31 Millionen. Das Mengenwachstum war also überschaubar. Trotzdem entwickelte sich das Unternehmen zu einem aussergewöhnli-chen Investment. Der Grund lag in der starken Marke und der emotionalen Bindung der Kun-den. Diese Position ermöglichte es dem Unter-nehmen, über Jahrzehnte hinweg moderat hö-here Preise durchzusetzen und so erheblichen wirtschaftlichen Wert zu schaffen.

Ein wichtiger Punkt wird hier sichtbar: Starke Geschäftsmodelle müssen nicht unbedingt durch enormes Mengenwachstum überzeu-gen. Häufig entsteht langfristiger Wert gerade durch stabile Preissetzung in Kombination mit treuen Kunden. Über lange Zeiträume entfaltet dieser Effekt eine enorme Wirkung.

Pricing Power kann jedoch sehr unterschiedli-che Formen annehmen. Ein klassisches Beispiel sind Patente und regulatorische Lizenzen. In der Pharmaindustrie schützen sie Innovationen vor Konkurrenz und ermöglichen, aber nur für eine gewisse Zeit, höhere Preise.

Eine andere Quelle sind Wechselkosten. Wenn ein Produkt tief in die Prozesse eines Kunden in-teгриert ist, wird ein Anbieterwechsel teuer oder riskant (z.B. Microsoft, Shopify, Apple). Morgan Stanley beschreibt dieses Phänomen anschau-lich am Beispiel von Klebstoffen. Produkte von Unternehmen wie Sika machen im Endprodukt

oft nur einen sehr kleinen Kostenanteil aus, sind aber für Qualität und Prozesssicherheit entscheidend. Da sie häufig lange getestet und individuell angepasst werden müssen, entstehen hohe Wechselkosten.

Eine dritte Form sind Netzwerkeffekte. Plattformen oder Zahlungssysteme werden wertvoller, je mehr Teilnehmer sie nutzen. WhatsApp ist ein gutes Beispiel: Je mehr Menschen die App verwenden, desto nützlicher wird sie für jeden einzelnen Nutzer. Sind Freunde, Familie und Kollegen bereits auf WhatsApp, gibt es wenig Anreiz, zu einer anderen Plattform zu wechseln. Dadurch werden erfolgreiche Netzwerke oft mit zunehmender Grösse immer stärker. Visa oder Mastercard profitieren davon ebenso wie digitale Plattformen wie Meta, Amazon, Shopify, Spotify und Microsoft.

Interessant ist auch ein weniger intuitives Modell: Manche der besten Unternehmen kombinieren Wettbewerbsvorteile nicht mit besonders hohen Preisen, sondern mit dauerhaft attraktiven Preisen für Kunden.

Der Investor Nick Sleep beschrieb dieses Prinzip in seinen berühmten Nomad-Briefen als Skaleneffekte geteilter Effizienz. Unternehmen werden grösser, senken ihre Kosten und geben diese Vorteile konsequent an Kunden weiter. Dadurch steigt das Volumen, was wiederum neue Effizienzgewinne ermöglicht. Costco gilt als eines der bekanntesten Beispiele für dieses Modell: niedrige Aufschläge, ein klares Preisversprechen und ein Mitgliedschaftssystem schaffen Vertrauen und stärken die Kundenbindung.

Für Investoren lassen sich solche Geschäftsmodelle meist über drei Perspektiven erkennen:

1. Margenqualität und Margenstabilität über Zyklen hinweg
2. Die zugrunde liegende Quelle des Wettbewerbsvorteils
3. Wie lange der Wettbewerbsvorteil voraussichtlich verteidigt werden kann

Diese Kombination erklärt, warum viele Qualitätsinvestoren, etwa Terry Smith, gezielt Unternehmen mit dauerhaft hohen Kapitalrenditen suchen. Solche Renditen entstehen selten ohne strukturelle Wettbewerbsvorteile.

4) Wie sich Quellen von Pricing-Power im Laufe der Zeit verändert haben – und was das für heute bedeutet:

Pricing Power ist weder ein statisches Konzept noch eine Erfindung der modernen Kapitalmarkttheorie. Ihre Quellen haben sich im Laufe der Wirtschaftsgeschichte deutlich verändert, immer eng verknüpft mit den jeweiligen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

In der Ära der grossen Industriekonzerne zwischen 1950 und 1970 dominierten Unternehmen wie General Motors, General Electric oder DuPont. In vielen Branchen existierten sogenannte „administrierte Preise“. Unternehmen mit grosser Marktmacht legten ihre Preise häufig auf Basis von Zielrenditen fest. DuPont und General Motors nutzten beispielsweise eine kalkulatorische Zielrendite von rund 20% nach Steuern.

Die Stagflation der 1970er Jahre zeigte jedoch, wie fragil solche Strukturen sein können. Energiepreisschocks und starke Gewerkschaften führten zu einer Lohn-Preis-Spirale, die Unternehmensgewinne stark unter Druck setzten. Viele Industrieunternehmen verloren ihre Fähigkeit, steigende Kosten vollständig weiterzugeben.

Mit dem Inflationenkampf unter Paul Volcker und den wirtschaftspolitischen Veränderungen der 1980er Jahre verschob sich der Schwerpunkt. Wettbewerbsvorteile entstanden zunehmend durch **immaterielle Werte** wie Marken und geistiges Eigentum anstatt reiner physischer Produktionskapazität. Unternehmen wie Coca-Cola oder Gillette wurden zu Paradebeispielen für globale Markenstärke. Nicht weil sie Oligopolisten waren, sondern weil globale Markentreue und echte Differenzierung eine ausserordentliche Preissetzungsmacht in einem stabilen

makroökonomischen Umfeld ermöglichen. Genau das ist das Muster, das Buffett mit seinen Investments in dieser Phase konsequent ausnutzte.

Seit der Jahrtausendwende hat sich eine weitere Verschiebung vollzogen. In der Ära einer digitalen Wirtschaft entstehen Wettbewerbsvorteile häufig durch **Ökosysteme, Daten und Netzwerkeffekte**. Apple ist ein bekanntes Beispiel: Das Zusammenspiel aus Hardware, Software und Services schafft ein enges Ökosystem mit hohen Wechselkosten für Nutzer. Das Unternehmen kann Premiumpreise verlangen, die weit über den Grenzkosten der Produktion liegen.

5) Was die Zahlen verraten: Bruttomarge und Kapitalrenditen (ROIC) als Messinstrumente.

Narrative allein reichen jedoch nicht aus. Strukturelle Wettbewerbsvorteile sollten sich auch in den Finanzkennzahlen widerspiegeln.

Ein wichtiger Hinweis ist die **Stabilität der Bruttomarge**. Sie zeigt, welcher Anteil des Umsatzes nach Abzug der direkten Produktionskosten verbleibt. Wenn ein Unternehmen seine Bruttomarge über verschiedene Konjunkturphasen hinweg stabil halten kann, deutet das darauf hin, dass Kostensteigerungen nicht vollständig auf die Profitabilität durchschlagen.

Unternehmen mit besonders starken Wettbewerbsvorteilen weisen häufig deutlich überdurchschnittliche Bruttomargen auf – nicht selten über 50%. Zum Vergleich: Der Durchschnitt der Firmen im MSCI World Index liegt bei etwa 28%.

Die zweite zentrale Kennzahl ist der **Return on Invested Capital (ROIC)**. Ein Unternehmen schafft wirtschaftlichen Wert, wenn seine Kapitalrendite dauerhaft über den Kapitalkosten (WACC) liegt. Solche Überrenditen sind jedoch selten und halten meist nicht lange an – der Wettbewerb drückt die Renditen mit der Zeit nach unten. Wie selten sie sind, zeigt eine Auswertung von Michael Mauboussin: Über den

Zeitraum 1963–2023 schafften es nur 643 US-Unternehmen, zehn Jahre in Folge zu den renditestärksten zu gehören, bei mehreren tausend börsenkotierten Firmen. Entsprechend lag die Kapitalrendite des breiten US-Marktes im Schnitt bei rund 11% und damit klar unter der 15%-Marke, die als Zeichen echter Wertschöpfung gilt (variiert jedoch auch nach Branche, z.B. zwischen kapitalleichten und kapitalintensiven Geschäftsmodellen).

Hier wird Mauboussins Konzept der **Competitive Advantage Period** relevant: Entscheidend ist nicht eine kurzfristige Verbesserung der Profitabilität, sondern die Fähigkeit, über lange Zeiträume hinweg überdurchschnittliche Kapitalrenditen zu erwirtschaften.

6) Pricing-Power als Schutzschild gegen Inflation – eine asymmetrische Stärke:

Besonders deutlich zeigt sich die Bedeutung struktureller Wettbewerbsvorteile während Inflationsphasen. Wenn Kostensteigerungen als dauerhaft wahrgenommen werden, erhöhen viele Unternehmen gleichzeitig ihre Preise. Unternehmen mit starken Marktpositionen können diesen Prozess meist schneller und konsequenter umsetzen. In Zeiten niedriger Inflation hingegen zögern viele Unternehmen mit Preiserhöhungen aus Angst vor Marktanteilsverlusten – was ihre Margen schleichend unter Druck setzt. Ein interessantes Merkmal vieler Märkte ist dabei die sogenannte **Abwärtsstarre von Preisen**. Preise steigen in Aufschwungsphasen häufig schneller, als sie in Abschwungsphasen wieder sinken. Unternehmen mit starken Marktpositionen profitieren besonders von dieser Asymmetrie: Preisanpassungen nach oben lassen sich konsequent durchsetzen, während Preissenkungen nur zögerlich erfolgen können.

Für langfristige Investoren ist genau diese strukturelle Stabilität entscheidend. Unternehmen mit klaren Wettbewerbsvorteilen sind nicht nur profitabel, sondern auch widerstandsfähiger gegenüber wirtschaftlichen Schwankungen.

Autor: Himesh Parikh

Rückblick und Ausblick

Zwischen KI-Euphorie und geopolitischer Unsicherheit – ein Quartal der extremen Gegensätze

An den Finanzmärkten war das zweite Quartal 2026 geprägt von einem tiefen Widerspruch: Während die Ausrüster von Datenzentren, angetrieben vom KI-Investitionszyklus, von Rekord zu Rekord eilten, kämpften die meisten Branchen und Unternehmen mit einem garstigen Umfeld aus hohen Energiepreisen, hartnäckiger Inflation und geopolitischer Unsicherheit.

Bestimmendes Thema war der Nahost-Konflikt. Seit Ende Februar blockiert Iran die Strasse von Hormus und dadurch den globalen Öltransport. Der Brent-Preis erreichte zwischenzeitlich 125 USD pro Barrel. Vor dem Kriegeausbruch lag der Preis noch unter 70 USD. Erst gegen Quartalsende zeichnete sich mit einer Absichtserklärung zwischen Washington und Teheran eine vorsichtige Entspannung ab, doch ein finales Friedensabkommen fehlt weiterhin. Auch Zölle und globale Handelsspannungen belasten das Investorenvertrauen nachhaltig.

Innerhalb des Technologiesektors erwiesen sich die Halbleiterhersteller als klare Gewinner, da die Nachfrage nach leistungsfähigen Chips ungebrochen hoch ist. Dabei fällt auf, dass im S&P 500 inzwischen 41 Unternehmen aus dem Halbleiterbereich vertreten sind, und diese per anfangs Juni 2026 fast die Hälfte des Marktwertes des S&P 500 ausmachen. Derzeit sind wir nicht im Halbleitersektor investiert, da sich die mittelfristige Entwicklung der Chipherstellung bei den verschiedenen Herstellern nur sehr schwer verlässlich abschätzen lässt und die Branche hoch zyklisch ist.

Im Gegensatz dazu hatten viele klassische Sektoren wie Nicht-Basiskonsumgüter und Industrie ein schwieriges Quartal. Auch in den Schwellenmärkten war das Bild trügerisch. Die gute Performance des MSCI-Emerging-Market-Index ist auf wenige einzelne Halbleitertitel zu-

rückzuführen. Ohne diese wäre die Bilanz deutlich bescheidener ausgefallen.

Für Aufsehen sorgte der Börsengang von SpaceX, der auf eine Bewertung von knapp 1'800 Milliarden USD kam. Dieser hat Vergleiche mit der Dotcom-Ära und dem IPO-Boom von 2021 neu entfacht. Jedoch ist festzuhalten, dass die heutige Tech-Rally fundamental besser untermauert ist als jene von Ende der 90er Jahre. Sollte die Zahl von Börsengängen weiter deutlich zunehmen, sind dies Anzeichen für Optimismus und Liquidität im Markt, gleichzeitig aber auch ein Frühwarnsignal für eine überhitzte und spätzyklische Marktphase.

An der Zinsfront haben die Notenbanken auf die erhöhte Inflation reagiert: Die EZB hob ihren Einlagensatz im Juni erstmals seit 2023 auf 2.25% an. Die US-Notenbank Fed beließ ihr Zielband unverändert bei 3.50% bis 3.75%, gibt aber unter dem neuen Vorsitzenden Kevin Warsh klarere restriktivere Signale. Die japanische Zentralbank erhöhte ihren Leitzins auf 1.00%, den höchsten Stand seit 31 Jahren, und stellte weitere Erhöhungen in Aussicht. Hingegen behält die Bank of England ihren Leitzins bei 3.75%. Und auch die SNB belässt ihren Leitzins bei 0.00% – angesichts der aktuellen Inflationsrate von lediglich 0.60% besteht kein Handlungsbedarf.

Wir erwarten, dass die Märkte aufgrund geopolitischer Unsicherheiten volatil bleiben. In diesem Umfeld bieten sich jedoch selektive Einstiegschancen bei Qualitätsaktien mit soliden Gewinnen und vertretbaren Bewertungen – Titel also, die auch in raueren Zeiten standhaft bleiben.

Autor: Manuel Suter

Anlagepolitik

Qualität vor Aktionismus

Wie im Rückblick erwähnt, war das zweite Quartal 2026 weiterhin von hoher Unsicherheit an den Finanzmärkten gezeichnet. Gleichzeitig bestätigen einige «unseren» Unternehmen mit robusten Geschäftszahlen, dass langfristiger Unternehmenserfolg nicht von kurzfristigen Marktstimmungen, sondern von Wettbewerbsvorteilen, Innovationskraft und einer disziplinierten Kapitalallokation abhängt.

Im Berichtsquartal haben wir unsere bestehende Position **Meta** weiter aufgestockt. Ausschlaggebend waren die bisher guten Geschäftsergebnisse mit einem Umsatzwachstum von 20% sowie einem Gewinnwachstum von über 23% in den letzten sechs Jahren. Zusätzlich schätzen wir die Aktienbewertung attraktiv ein. Mit mehr als drei Milliarden Nutzern, über die verschiedenen Plattformen hinweg, verfügt Meta über eine einzigartige Marktstellung, die sie auch zunehmend monetarisieren kann.

Ebenfalls aufgestockt haben wir unsere Beteiligung an **Straumann**. Die internen Effizienzmassnahmen beginnen Wirkung zu zeigen, die Marktanteilsgewinne in einem anspruchsvollen Umfeld sind ermutigend, und sowohl die USA als auch China zeigen erste Anzeichen einer Normalisierung. Wir beobachten, dass sich das Unternehmen gegen Ende der aktuellen Marktschwäche befindet.

Neu aufgenommen haben wir den französischen Triebwerks- und Luftfahrttechnologiekonzern **Safran**. Das Unternehmen operiert in einer Branche mit aussergewöhnlich hohen Eintrittsbarrieren. Technologisches Know-how, regulatorische Anforderungen, hohe Wechselkosten für Kunden und ein sehr profitables Servicegeschäft schaffen einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil. Gleichzeitig profitiert Safran von langfristigen Wachstumstreibern wie

dem steigenden globalen Flugverkehr, dem Ersatz älterer Flugzeugflotten sowie dem zunehmenden Bedarf an effizienteren Triebwerken. Die aktuelle Bewertung erscheint uns angesichts der erwarteten zweistelligen Gewinnzuwächse gerechtfertigt.

Die auslaufende USD-Währungsabsicherung verlängerten wir um zwölf Monate bis Juni 2027. Damit reduzieren wir das Risiko der Portfolios von Währungsschwankungen (erhöhte Risiken eines langfristig schwachen USD gegen CHF).

Bei den Aktienpositionen **Amazon**, **Apple**, **Fast Retailing** und **Fortinet** haben wir die Gewichtung reduziert und Gewinne realisiert, da die Bewertungen teilweise anspruchsvoller geworden sind. Die Aktienkurse sind seit Jahresbeginn deutlich gestiegen und die Gewichtungen in den Portfolios nahmen entsprechend zu. Wir bevorzugen weiterhin diese aussergewöhnlich guten Unternehmen möglichst lange zu halten, solange sich die fundamentale Entwicklung positiv gestaltet.

Zusätzlich konnten wir eine fällige CHF-Obligation durch den Erwerb der neu emittierten CHF-Anleihe **1.375% Holcim (Laufzeit bis 2032)** in den Strategien Einkommen und Ausgewogen ersetzen.

Insgesamt bleiben wir unverändert auf **qualitativ hochwertige Unternehmen** fokussiert, die über **starke Marktpositionen, nachhaltige Wettbewerbsvorteile, langfristig attraktive Wachstumperspektiven** und **Pricing-Power** verfügen. Gerade in einem Umfeld zunehmenden Konkurrenzdrucks sind solche Eigenschaften wertvoller denn je.

Autor: Manuel Suter

AarauInvest AG

ist ein unabhängiger Vermögensverwalter, der seit dem Jahr 2000 das Anlagevermögen von vorwiegend Privatkunden verwaltet. Vier Partner haben 100% der AarauInvest Aktien aus ihrem Privatvermögen erworben. Mit diesem bedeutenden Investment erfüllten wir unseren grossen Wunsch, selbstständige Unternehmer zu sein. Die Freiheit, unseren Kunden eine unabhängige Vermögensverwaltung anzubieten, ist ein wichtiger Antrieb für unsere tägliche Arbeit.

Quelle Frontbild: Generiert durch Künstliche Intelligenz



Manuel Suter



Himesh Parikh

AarauInvest AG
Hohlgasse 45
CH - 5000 Aarau
Telefon: 062 822 92 92

www.aarauinvest.ch

CHE-105.547.861 MWST

AARAUinvest^{ag}



Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf dar. Die in der Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen, trotzdem lehnen wir jede Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern