PI Global Value – Quartalsbericht Q1 2026

ISIN: LI0034492384, WKN: A0NE9G

Sehr geehrte Anleger, sehr geehrte Partner,

der Start ins Jahr 2026 verlief holprig. Zum 31.03.2026 stand der *PI Global Value Fund* bei 275,91 € pro Anteil. Die Performance im ersten Quartal 2026 lag bei -4,43 %.

Iran-Konflikt

Das Marktumfeld im vergangenen Quartal war maßgeblich von einer Eskalation der geopolitischen Spannungen geprägt. Der Ukraine-Krieg sowie der Israel-Gaza-Konflikt hatten relativ wenig Einfluss auf die Märkte. Die Reaktion auf die Zollerhebungen der Trump-Administration und die derzeitige Eskalation im Nahen Osten fiel deutlich stärker aus. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass letztere die Weltwirtschaft stärker belasten und sich zu einer größeren ökonomischen Krise auswachsen könnten.

Im Gegensatz zu lokal begrenzteren Auseinandersetzungen stellt die Blockade der Straße von Hormus ein systemisches Risiko für die Stabilität des globalen Wirtschaftsgeschehens dar. Rund 20 % des weltweiten Öl- und Gasbedarfs passieren das strategische Nadelöhr. Eine Unterbrechung der Handelswege führt unmittelbar zu Energieknappheit und Inflation. Zusätzliche Verunsicherung resultiert aus der unberechenbaren Außenpolitik der USA. Die oft willkürlich wirkenden Schachzüge der Trump-Administration erschweren eine verlässliche Risikokalkulation und führen zu einer anhaltenden Zurückhaltung an den internationalen Finanzmärkten.

Das SAASmageddon

Ein weiterer Belastungsfaktor, der die Bewertungsniveaus einiger Branchen seit längerem bestimmt, ist das Disruptionspotenzial durch Künstliche Intelligenz (KI). Zu Beginn der KI-Revolution wurden primär Service- und Informationsdienstleister wie Alphabet, Teleperformance oder Accenture abgestraft. Mittlerweile hat sich die Befürchtung verbreitet, dass die Technologie auch für etablierte Software-Dienstleister zu einer substanziellen Bedrohung heranwächst. Der Kampfbegriff lautet SAASmageddon, eine Kombination aus SAAS (Software-as-a-Service) und Armageddon.

Software-Dienstleistungen könnten zum Beispiel durch sogenanntes „Vibe-Coding“ gefährdet sein. Damit würden zum einen Dienstleister obsolet, wenn Endkunden in der Lage wären, selbständig komplexe Softwarelösungen zu bauen. Zum anderen könnten die Produktionskosten so sehr sinken, dass etablierte Anbieter nicht mehr in der Lage sind die bisher aufgerufenen Preise durchzusetzen.

Ein Blick auf Software-fokussierte Indizes zeigt, wie stark die Kurse hier in Mitleidenschaft gezogen wurden. Der State Street SPDR S&P Software & Services ETF (ISIN: US78464A5992), ein gleichgewichteter Index mit 137 Titeln der sich auf US-Software Dienstleister konzentriert, korrigierte von den Höchstwerten im Oktober 2025 um knapp 29 %. Auch namhafte Titel legten eine deutliche Korrektur hin. Adobe beispielsweise fiel vom Allzeithoch Ende 2021 sogar um 65%. Constellation Software, das lange Zeit als eines der hochwertigsten Unternehmen im Software-Bereich gehandelt

wurde, korrigierte seit dem Allzeithoch im Februar 2025 um 54 %. Auch europäische Software-Häuser blieben nicht verschont, SAP zum Besipiel fiel seit Februar 2025 um 54 %.

Die Bedenken sind sicherlich nicht ganz unbegründet – in Teilen vermutlich sogar berechtigt. Dennoch gibt es zahlreiche Unternehmen im Software-Bereich, bei denen wir das Disruptionsrisiko als gering einschätzen, denn Software ist mehr als nur Code. Für die meisten Unternehmen sind bestimmte Software-Anwendungen ein integraler Bestandteil. Häufig werden die Anwendungen in Zusammenarbeit mit dem Software-Dienstleister optimiert, gewartet oder nach und nach erweitert. Das Service-Element ist keinesfalls zu unterschätzen.

Ein Wechsel kann – wenn auch nur vorübergehend – zu Beeinträchtigungen der Funktionalität oder gar zum Produktionsstillstand führen. Für viele Unternehmen wären die Folgen dramatisch. Steht die Produktion eines Unternehmens wie BMW für nur eine Stunde still, beläuft sich der Schaden schnell auf mehrere Millionen Euro. In Bereichen wie Flugsicherheit kann der Schaden einer dysfunktionalen Anwendung sogar fatale Folgen haben.

Bei Themen wie Regulatorik, Compliance und Datensicherheit ist in einigen Bereichen eine Zertifizierung zwingend notwendig und geht mit hohem Kosten- und Zeitaufwand einher. In manchen Branchen ist eine formale Verifizierung jeder Codezeile erforderlich. Der Prozess kann sich dann mehrere Monate bis Jahre hinziehen. Die Vorstellung, man könne Software in diesen Bereichen schnell durch selbstentwickelte Software ersetzen, halten wir für eine Utopie.

Drawdowns and Recoveries

Genauso wie Euphorie mit erhöhten Risiken einhergeht, bietet starker Pessimismus häufig Chancen und attraktive Kaufgelegenheiten. Das derzeitige „SAASmageddon“ ist hier keine Ausnahme. Titel, die gewisse Qualitätsmerkmale besitzen und Kurskorrekturen von 50 % oder mehr hinter sich haben, sind ein bevorzugtes Jagdgebiet für Value-Investoren. Die Auswertung einer Studie von Morgan Stanley[1] verdeutlicht die Attraktivität solcher Kaufzeitpunkte.

Die Studie untersucht die Entwicklung von über 6.500 Unternehmen und Investmentfonds, die zwischen 1985 und 2024 an den US-Börsen New York Stock Exchange, NASDAQ und NYSE American gelistet waren bzw. sind. Die Studie bezieht sich ausschließlich auf Unternehmen, die zu keinem Zeitpunkt eine Marktkapitalisierung von weniger als 1 Millionen USD hatten. ADRs (American Depository Receipts) und Unternehmen, die auf Grund von Übernahmen vom Handel ausgesetzt wurden, wurden ebenfalls ausgeschlossen.

Die Studie zeigt: Im Durchschnitt beläuft sich der maximale Kursverlust, vom Allzeithoch bis zum Tief, auf 80,7 % und dauert 3,9 Jahre. Die Erholung beläuft sich auf 338,5 % des ursprünglichen Hochs und

[1] Michael Mauboussin / Dan Callahan, Drawdowns and Recoveries: Base Rates for Bottoms and Bounces, in: Morgan Stanley Investment Management (Hrsg.), Consilient Observer, 21. Mai 2025, URL: https://www.morganstanley.com/im/en-us/financial-advisor/insights/consilient-observer/drawdowns-and-recoveries.html

benötigt etwa 3,8 Jahre von Tief bis zum Hoch. Das zeigt, wie profitabel es ist, in Phasen der Unsicherheit zu investieren und geduldig auf die Kurserholungen zu warten.

Nachfolgend finden Sie den Datensatz zu der Studie. In Spalte 1 „Max Drawdown“ finden Sie die maximalen Kursverluste, in Gruppen eingeteilt. In Spalte 2 „% of Samples“ wird der Anteil der entsprechenden Gruppe an der Grundgesamtheit ersichtlich. Spalte 3 zeigt die maximale Kurserholung vom Tief im Median der jeweiligen Gruppe. Spalte 4 “Percent that get back to par” enthält den Anteil der Unternehmen, die nach starken Kursrückgängen wieder zu den ursprünglichen Hochs zurückfinden. In Spalte 5 „Max drawdown duration“ ist die Dauer des Kursrückgangs von Hoch bis Tief abgebildet. Spalte 6 „Time back to par, average (years)“ zeigt wie viele Jahre die Wertpapiere durchschnittlich benötigen, um wieder zurück zu den alten Hochs zu finden.

Max Drawdown	% of Samples	Peak recovery from max drawdown as a percent of par, median	Percent that get back to par	Max drawdown duration	Time back to par, average (years)	Count
95-100%	28,0%	16%	16%	6,7	8	1.842
90-95%	12,6%	65%	37%	4,3	5,8	830
85-90%	10,3%	78%	42%	3,7	4,6	675
80-85%	8,9%	100%	49%	3,2	4,2	584
75-80%	7,6%	122%	54%	3,1	3,8	501
70-75%	6,9%	131%	62%	2,5	3,4	456
65-70%	6,0%	134%	67%	2,3	3,2	394
60-65%	4,9%	149%	67%	1,9	2,5	325
55-60%	4,2%	147%	74%	1,7	2,2	276
50-55%	3,7%	150%	77%	1,4	2	241
0-50%	6,9%	146%	80%	1	1,5	455
SUMME						**6.579**

Source: Drawdowns and Recoveries (Counterpoint Global Insights)

Die Tabelle verdeutlicht: Ein wesentlicher Teil (28 %) der Stichprobe erleidet Abverkäufe von 95 – 99 %. Während das Potenzial für Kurserholungen in den restlichen Kategorien vielversprechend ist, ist die Aussicht auf Erfolg in dieser Kategorie überschaubar. Nur 16 % der Stichprobe dieser Kategorie erreichen ihre alten Höchststände wieder. Wertpapiere, die ihre Höchststände wieder erreichen, benötigen hierfür durchschnittlich 8 Jahre. Im Median beläuft sich die Kurserholung vom Tief aus auf 16 % des alten Hochs.

Anders verhält es sich bei Wertpapieren, die bei einem Kursrückgang von 60-65 % den relativen Tiefpunkt markieren. 4,9 % der Beobachtungen fallen in diese Kategorie. Im Median erreichen diese eine Kurserholung auf 149 % des ursprünglichen Hochs. Das entspricht einer Vervierfachung des Kurses. Vom Hoch bis zum Tief vergingen 1,9 Jahre. Die Erholung vom Tief bis zum Wiedererreichen des Hochs dauerte 2,5 Jahre.

Würde man in einer bestimmten Kategorie investieren, ist unklar inwiefern die entsprechende Kategorie bereits der Tiefpunkt ist oder ob es zu weiteren Kursrücksetzern kommt. Aus diesem Grund können wir bei Investments in einer bestimmten Kategorie nur in Wahrscheinlichkeiten denken. Werfen wir deshalb einen Blick auf die zu erwartende annualisierte Rendite, die wir bei einem Investment in einer bestimmten Kategorie erreichen würden, wenn wir ab einem Kursrücksetzer von 50 % oder mehr investieren.

Die nachfolgende Tabelle beschreibt den Sachverhalt. Hätte eine Aktie bei 100 € die Höchstbewertung markiert und wir würden bei einem Rücksetzer von 50-55 % investieren, so läge der durchschnittliche Aktienkurs bei 47,50 €. Die Kurserholung würde sich im Median auf 80,55 € belaufen, was einem Kursgewinn von 33,05 € oder 70 % entspricht. Im Schnitt würde die Aktie weitere 2,7 Jahre fallen und es dauert weitere 5,2 Jahre, bis sich die Aktie erholt. Die Kurserholung zu besagtem Einstieg dauert also 7,9 Jahre. Dabei gilt es zu beachten, dass die Datengrundlage für exakte Berechnungen unzureichend ist. Daher greifen wir vereinzelt auf konservative Schätzwerte zurück. Die zu erwartende annualisierte Rendite der Kategorie läge bei 6,9 % pro Jahr. Bei einem Investment nach einem Rücksetzer von 65-70 % läge die zu erwartende annualisierte Rendite bei 9,1 %. Bei einem Rücksetzer von 80-85 % wären es bereits 13,3 %.

Dataset	Purchase in Category	Price of Category	Median Recovery of Dataset	Gain-Loss	Time for further lows	Time for median recovery	CAGR
Dataset 1	50-55%	47,50 €	80,55 €	33,05 €	2,7	**7,9**	**6,90%**
Dataset 2	55-60%	42,50 €	77,70 €	35,20 €	2,5	**7,9**	**7,99%**
Dataset 3	60-65%	37,50 €	74,29 €	36,79 €	2,5	**7,9**	**9,09%**
Dataset 4	65-70%	32,50 €	69,69 €	37,19 €	2,2	**7,9**	**10,18%**
Dataset 5	70-75%	27,50 €	64,51 €	37,01 €	2,2	**8,0**	**11,18%**
Dataset 6	75-80%	22,50 €	57,67 €	35,17 €	1,8	**7,9**	**12,62%**
Dataset 7	80-85%	17,50 €	49,47 €	31,97 €	2,0	**8,3**	**13,26%**
Dataset 8	85-90%	12,50 €	40,65 €	28,15 €	1,8	**8,6**	**14,76%**
Dataset 9	90-95%	7,50 €	31,22 €	23,72 €	1,7	**9,0**	**17,23%**
Dataset 10	95-100%	2,50 €	16,00 €	13,50 €	-	**8,0**	**26,12%**

Investments nach derartigen Kursrückgängen zu tätigen, ist statistisch betrachtet durchaus rentabel. Klar ist, dass ein solcher Investmentstil mentale Stärke erfordert, denn nur selten treten solche Abverkäufe grundlos auf. In der Regel herrscht Konsens, dass die Zukunft des Unternehmens – oder auch der Branche – stark gefährdet ist. Ohne eine solide analytische Systematik und die Fähigkeit unabhängig zu denken, wird man mit einem solchen Investmentstil schnell an seine Grenzen stoßen.

Nun stellen wir uns vor, wir hätten eine Systematik, mit der wir die Wahrscheinlichkeit in der letzten Kategorie (Kursrückgang von 95-100%) zu landen, deutlich verringern könnten. Sofern wir es mit einem Unternehmen zu tun haben, das über dauerhafte Wettbewerbsvorteile verfügt, das nach wie vor stabile Umsätze generiert, ein funktionierendes Geschäft sowie eine überschaubare Verschuldung hat, im besten Fall durch Vermögenswerte wie Grundstücke und Fabriken abgesichert ist und sich nicht über die ausufernde Neuausgabe von Aktien refinanziert, verringert sich die Wahrscheinlichkeit deutlich.

Betrachten wir die unten aufgeführte Tabelle wird der Vorteil einer gewissenhaften Selektion deutlich. Investiert man bei einem Kursrückgang von 50-55 %, so beläuft sich der Erwartungswert bereits auf 15,9 %. Gegenüber einer rein statistischen Wette mit dem Erwartungswert von 6,9 % hat sich der Erwartungswert der annualisierten Rendite mehr als verdoppelt. Der Einstiegskurs liegt bei 47,50 €. Im Median beläuft sich die Kurserholung auf 108,31 €. Im Durchschnitt bewegt sich der Kurs 1,6 weitere Jahre gegen uns, um dann 4 Jahre vom durchschnittlichen Tief bis zum erwarteten Hoch zu laufen. Insgesamt benötigen wir 5,6 Jahre, um eine Rendite von 128 % zu erzielen. Bei einem Kursrückgang

von 55-60 % beläuft sich die zu erwartende jährliche Rendite bereits auf 18,0 %. Bei einem Rückgang von 60-65 % sind es bereits 20,1 %.

Dataset	Purchase in Category	Price of Category	Median Recovery of Dataset	Gain-Loss	Time for further lows	Time for median recovery	CAGR
Dataset 1	50-55%	47,50 €	108,31 €	60,81 €	1,6	**5,6**	**15,88%**
Dataset 2	55-60%	42,50 €	105,83 €	63,33 €	1,4	**5,5**	**18,01%**
Dataset 3	60-65%	37,50 €	102,81 €	65,31 €	1,3	**5,5**	**20,09%**
Dataset 4	65-70%	32,50 €	98,45 €	65,95 €	1,1	**5,4**	**22,60%**
Dataset 5	70-75%	27,50 €	93,85 €	66,35 €	1,0	**5,5**	**24,86%**
Dataset 6	75-80%	22,50 €	87,31 €	64,81 €	0,6	**5,3**	**29,13%**
Dataset 7	80-85%	17,50 €	78,99 €	61,49 €	0,6	**5,6**	**31,11%**
Dataset 8	85-90%	12,50 €	70,83 €	58,33 €	0,3	**5,6**	**36,36%**
Dataset 9	90-95%	7,50 €	65,00 €	57,50 €	-	**5,8**	**45,11%**

Folgende Erkenntnisse können wir aus den Beobachtungen ableiten:

Es wird deutlich, dass der Preis, den man bereit ist zu zahlen, eine deutliche Auswirkung auf den zu erwartenden Kursgewinn hat. Selten bekommt man einen guten Preis, wenn Konsens darüber herrscht, dass Zukunftsperspektiven eines Unternehmens oder einer Branche rosig sind. Insofern ist Selbstbewusstsein, mentale Stärke, aber auch eine gewisse Gleichgültigkeit gegenüber kurzfristigen Kursbewegungen eine Grundvoraussetzung.

Zum anderen wird klar, dass sich eine sorgfältige Vorselektion deutlich in der zu erwartenden Rendite bemerkbar macht. Ein starker Analyseprozess und bestimmte qualitative Charakteristiken können die Wahrscheinlichkeit für dauerhafte Kursverluste deutlich verringern.

Mit Blick auf die Zeiträume wird ebenso deutlich, dass Geduld erforderlich ist. Im Median benötigt es etwas mehr als 5 Jahre, um nach einem Abverkauf neue relative Hochs zu erreichen. Es gilt zu bedenken, dass der durchschnittliche Anlagehorizont für US-gelistete Aktien mittlerweile weniger als 1 Jahr beträgt. Der Markt wird von Spekulanten dominiert, die auf kurzfristige Kursgewinne setzen. Kaum jemand ist in der Lage ein wirklich langfristig-orientiertes Spiel zu spielen, obwohl gerade dort die Erfolgsaussichten am größten sind.

Portfolioübersicht

Um langfristig gute Renditen erzielen zu können und Risiken zu minimieren, fokussieren wir uns zum einen auf ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis im Portfolio. Zum anderen versuchen wir starke Korrelationen zu vermeiden und ausreichend diversifiziert zu sein. Grundsätzlich ist eine Diversifikation von 20 bis 25 Titeln ausreichend. Eine Diversifikation, die über diese Anzahl hinausgeht, wirkt sich tendenziell negativ aus, da sie mit Informationseinbußen hinsichtlich der einzelnen Titel einhergeht. Gleichzeitig werden Korrelationen innerhalb des Portfolios nicht zwingend reduziert. Ein Portfolio mit 70 Titeln ist also keineswegs sicherer als ein Portfolio mit 20 Titeln.

Sofern der Markt attraktive Chancen bietet, käme uns eine höhere Konzentration durchaus gelegen, da uns die langfristige Rendite wichtiger ist als die kurzfristige Minimierung der Schwankungsbreite. Jedoch können wir dies im *PI Global Value Fund* aufgrund regulatorischer Vorgaben nur bedingt umsetzen. Der *Max Otte Multiple Opportunities Fund* gewährt uns hinsichtlich der Kapitalallokation deutlich mehr Handlungsspielraum.

Derzeit besteht das Portfolio aus 22 Einzeltiteln mit einer Gesamtgewichtung von 91,4 %. Weitere 7,5 % sind in Gold- und Silberzertifikaten geparkt, die wir als Liquiditätsersatz betrachten. 1,1 % halten wir primär in Euro und Schweizer Franken. 40,2 % der Unternehmen unseres Portfolios sind in Nordamerika ansässig, 59,8 % in Europa. Gegenüber Investments außerhalb dieser Regionen sind wir grundsätzlich aufgeschlossen. Letztlich geht es immer um die Frage, wie viel wir unter Berücksichtigung der individuellen Chancen und Risiken für unser Geld bekommen.

Nachfolgend finden Sie eine Aufstellung der Titel mit den höchsten sowie den niedrigsten Wertbeiträgen im letzten Quartal.

Folgende Titel haben den größten Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	**Wertbeitrag**
Aker BP	+ 3,24 %
Equinor	+ 3,10 %
TotalEnergies	+ 1,64 %

Folgende Titel haben den größten negativen Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	**Wertbeitrag**
CTS Eventim	- 1,94 %
LVMH	- 1,78 %
Gartner	- 1,38 %

Positive Entwicklungen

Öl- und Gas-Unternehmen

Am 28. Februar 2026 führten die USA und Israel gemeinsame Militärschläge gegen den Iran durch, bei denen Revolutionsführer Khamenei getötet wurde. Der Iran antwortete mit Raketen- und Drohnenangriffen auf Anlagen in der gesamten Golfregion – darunter die Vereinigten Arabischen Emirate, Saudi-Arabien, Kuwait und Katar – und erklärte ab dem 4. März die Straße von Hormus faktisch für geschlossen. In Friedenszeiten passieren täglich rund 20 Millionen Barrel Rohöl diese Meerenge, was etwa 20 % des globalen Angebots entspricht. Die Folge war eine der schnellsten Ölpreisbewegungen der jüngeren Geschichte. Der Ölpreis stieg innerhalb weniger Wochen von knapp

70 USD auf über 100 USD, in der Spitze sogar fast 120 USD pro Barrel. Nutznießer dieser Entwicklung waren Produzenten, die weder geografisch noch operativ von dem Konflikt betroffen sind.

Der norwegische Erdöl- und Erdgas-Konzern **Equinor** ist durch den Kursanstieg um mehr als 70% seit Jahresanfang aktuell die zweitgrößte Einzelposition in unserem Portfolio. Das Unternehmen produziert primär in norwegischen Gewässern, einem der stabilsten Fördergebiete der Welt. Daher stellen konfliktbedingte Produktionsausfälle für Equinor kein Risiko da, während sie gleichzeitig unmittelbarer Profiteur von steigenden Rohstoffpreisen sind. Als Betreiber des Johan Sverdrup Feldes, des größten produzierenden Ölfeldes in Westeuropa, verfügt Equinor über eine der qualitativ stärksten Fördergrundlagen der Branche.

Auch **Aker BP**, durch die Kursgewinne im letzten Quartal mittlerweile die größte Position in unserem Portfolio, operiert ausschließlich auf dem norwegischen Kontinentalschelf. Somit ist die Konzentration auf die Region mit den stabilsten und attraktivsten regulatorischen Rahmenbedingungen nochmals höher. Das Unternehmen ist mit einem Anteil von 31,6 % der zweitgrößte Partner im Johan Sverdrup Feld. Über die Hälfte der gesamten Aker BP-Produktion stammt aus diesem einen Feld. Was Aker BP darüber hinaus auszeichnet, sind seine Produktionskosten, die zu den niedrigsten der gesamten Branche zählen. Standardisierte Feldentwicklungen, langfristige Allianzverträge mit Schlüssellieferanten und ein hoher Digitalisierungsgrad sorgen dafür, dass Kosten strukturell niedrig bleiben. Steigt der Ölpreis, wirkt sich das überproportional auf die Marge aus. Der Kursanstieg von über 40 % seit Jahresanfang spiegelt genau diesen Hebel wider. Positiv hervorzuheben ist zudem die Aktionärsstruktur. Die drei Ankeraktionäre Aker ASA, BP und die Lundin-Familie halten die Mehrheit am Unternehmen und stehen für strategische Kontinuität. Mit dem Produktionsstart mehrerer Projekte ab 2027 bleibt die operative Perspektive intakt.

Neben den beiden norwegischen Produzenten komplettiert **TotalEnergies** unser Engagement im Öl- und Gasbereich, bei allerdings geringerer Gewichtung im Portfolio. Das Unternehmen operiert in rund 120 Ländern und erwirtschaftet neben Öl und Gas erhebliche Erträge aus LNG und Stromerzeugung. Mit einem Kursanstieg von über 50 % im ersten Quartal war auch diese Position ein spürbarer Performancebeitrag.

Total besitzt ebenfalls Anteile am Johan Sverdrup Feld, profitiert vom Preisanstieg fossiler Rohstoffe aber naturgemäß breiter gestreut als die reinen Nordseeproduzenten. Mit einem Förderanteil von rund 2,5 % der konzernweiten Gesamtproduktion ist der direkte Ergebnisbeitrag des Feldes für einen Konzern dieser Größe überschaubar, wenngleich Johan Sverdrup zu den Feldern mit den niedrigsten Förderkosten und CO2-Emissionen weltweit zählt. Für 2026 plant das Unternehmen ein Produktionswachstum von 3 %, getragen durch neue Projekte in Brasilien, Irak, Katar und Uganda. TotalEnergies gehört zudem zu den kostengünstigsten Produzenten unter den führenden Ölkonzernen weltweit. Das Unternehmen kommuniziert offiziell das Ziel, die Förderkosten dauerhaft unter 5 USD pro Barrel zu halten.

Die Entwicklung im vergangenen Quartal ist ein gutes Beispiel dafür, dass zyklische, unterbewertete Value-Titel als strategische Absicherung gegen Inflationsdruck und geopolitische Verwerfungen eine

klare Daseinsberechtigung haben. Wir beobachten die weitere Entwicklung im Nahen Osten aufmerksam und behalten uns vor, die Gewichtung dieser Positionen entsprechend anzupassen.

Transaktionen

Es kommt häufiger vor, dass wir Anpassungen an den Gewichtungen vornehmen, auf die wir im Rahmen des Berichts nicht näher eingehen wollen, um Redundanzen zu vermeiden und den Fokus auf die wesentlichen Veränderungen zu legen. Zudem behalten wir uns das Recht vor, aus Compliance-technischen oder strategischen Überlegungen heraus bestimmte Transaktionen vorerst nicht offenzulegen.

Käufe

Seit mehreren Quartalen steht der Softwaresektor unter erheblichem Druck. Das herrschende Narrativ lautet, dass Künstliche Intelligenz das Geschäftsmodell klassischer Softwareunternehmen grundlegend bedroht. Der Markt hat entsprechend reagiert, breite Software-Indizes sind mit über 30% Kursverlust längst in einen Bärenmarkt übergegangen. Zahlreiche Titel haben deutlich korrigiert, unabhängig davon, ob das Unternehmen eine austauschbare Punkt-Lösung oder eine tief in kritische Unternehmensabläufe integrierte Plattform betreibt. Genau hier liegt unserer Ansicht nach ein Denkfehler.

KI ist eine reale Bedrohung für bestimmte Softwareunternehmen. Produkte mit geringen Wechselkosten, die leicht zu replizieren sind und keine tiefen Kundenbeziehungen besitzen, stehen stark unter Druck. Dass aber Software, die seit Jahren im Kern des operativen Alltags ihrer Nutzer verankert ist, im selben Maße abgestraft wird, ist nicht rational. Wir können uns nur schwer vorstellen, dass in fünf Jahren kein professioneller Gestalter mehr Photoshop nutzt. Ebenso wenig, dass ein städtischer Nahverkehrsbetrieb, ein Yachthafen oder ein kommunaler Wasserversorger seine spezialisierte Betriebssoftware ohne Weiteres wechselt.

Diese Diskrepanz hat uns im vergangenen Quartal zu zwei Neuaufnahmen veranlasst: **Adobe** und **Constellation Software**. Beide sind tief in die Workflows ihrer Kunden integriert und wurden zuletzt auf Bewertungsniveaus gehandelt, welche diese Stärke nicht widerspiegeln.

Adobe

Adobe liefert operativ auf Rekordniveau. Der Umsatz des abgelaufenen Geschäftsjahres lag bei 23,8 Milliarden USD, die Bruttomarge bei 89 %, die operative Marge mit 37 % auf einem historischen Höchststand. Nahezu der gesamte Umsatz ist wiederkehrend. Den freien Cashflow von knapp 10 Milliarden USD verwendet das Unternehmen zu einem erheblichen Teil für Aktienrückkäufe, die die Aktienanzahl in den vergangenen drei Jahren um rund 5 % pro Jahr reduziert haben. Keinerlei Anzeichen einer Disruption in den Zahlen. Dennoch hat die Aktie seit ihrem Allzeithoch über 60 % verloren. Der Grund ist bekannt: der Markt befürchtet, dass Künstliche Intelligenz Adobes Kerngeschäft disruptiert. Wir sind diesbezüglich skeptisch.

Adobes Wettbewerbsposition ruht auf drei Säulen. Die erste ist die Tiefe der Workflow-Integration. Dateiformate wie .psd (Vektorformat für die Bearbeitung von Bildern und Grafiken), .ai (Vektorformat für die Erstellung von Grafiken) und .indd (Standardformat für das Gesamt-Layout eines Dokuments) sind de facto Industriestandards. Agenturen, Verlage und Konzerne haben ihre gesamten Produktionsprozesse darauf aufgebaut, Mitarbeiter werden jahrelang auf diese Tools geschult,

Stellenausschreibungen setzen Adobe-Kenntnisse explizit voraus. Wer wechselt, tauscht nicht ein Tool, sondern tauscht eine gewachsene Infrastruktur aus. Das ist mit enormen Wechselkosten verbunden.

Die zweite Säule ist Rechtssicherheit. Adobes proprietäre KI-Modellfamilie Firefly wurde ausschließlich auf lizenziertem Material trainiert. Das Unternehmen übernimmt die IP-Haftung für kommerziell genutzte KI-Outputs. Für Enterprise-Kunden ist das kein Randthema. In regulierten Branchen oder für Unternehmen mit starker Markenkontrolle scheiden Wettbewerber ohne vergleichbare Zusicherung schlicht aus.

Die dritte Säule ist Distribution. Über Freemium-Produkte wie Express und Firefly erreicht Adobe inzwischen über 70 Millionen monatlich aktive Nutzer. Rund 90 % davon waren beim Firefly-Launch keine bestehenden Abonnenten. Die Plattform entwickelt sich zur Infrastruktur für generative KI, unabhängig davon, welches Modell darunter liegt. Seit der MAX-Konferenz im Oktober 2025 können Nutzer innerhalb von Firefly und Photoshop auf Partnermodelle externer Anbieter zugreifen, darunter Googles Nano Banana, das führende KI-Bildgenerierungsmodell des Konzerns. Adobe wird damit zum zentralen Zugang für generative KI im Kreativbereich. Der Nutzer muss nicht zwischen Anbietern und Abonnements wechseln, sondern bekommt alles innerhalb des Adobe-Ökosystems.

Mehr als ein Drittel des gesamten jährlich wiederkehrenden Umsatzes entfällt bereits auf KI-beeinflusste Produkte. Die Nutzung wird dabei über sogenannte Generative Credits abgerechnet. Jedes Abo enthält ein monatliches Kontingent, das für KI-Funktionen wie die Bildgenerierung in Firefly verbraucht wird. Wer mehr benötigt, steigt in ein höheres Abonnement auf oder kauft zusätzliche Credits nach. Das Modell erlaubt Adobe, direkt an der Intensität der KI-Nutzung zu verdienen. Der Credit-Verbrauch im letzten Quartal 2025 hat sich im Vergleich zum Vorjahr verdreifacht. KI ist für Adobe kein Bedrohungsszenario, sondern ein Wachstumstreiber.

Auch der oft zitierte Wettbewerb durch Canva relativiert sich bei näherer Betrachtung. Statt Adobe zu verdrängen hat Canva den Markt für Design-Tools deutlich erweitert. Das typische Muster in professionellen Umgebungen ist ein hybrider Workflow. Canva für schnelle, kollaborative Outputs und Adobe für alles, wo Präzision, Kontrolle und produktionsreife Ergebnisse gefragt sind. Unsere eigens durchgeführte Nutzerumfrage bestätigt dieses Bild.

Wir sind im vergangenen Quartal zu einer Bewertung eingestiegen, die so niedrig war wie zuletzt vor mehr als einem Jahrzehnt. Der Markt bewertet Adobe, als wäre das Geschäftsmodell grundlegend gefährdet. Die fundamentalen Daten hingegen geben darauf keinen Hinweis.

Constellation Software

Constellation Software ist kein klassisches Softwareunternehmen. Es ist das Berkshire Hathaway für spezialisierte Nischensoftware. Seit der Gründung 1995 hat das Unternehmen rund 1.000 Softwareunternehmen übernommen, die eines gemeinsam haben: Sie bedienen vertikale Nischenmärkte mit spezialisierter, geschäftskritischer Software. Busroutenplanung für städtische Nahverkehrsbetriebe, Grabstättenverwaltung für Bestattungsunternehmen, Praxissoftware für Zahnarztpraxen, Betriebssoftware für kommunale Wasserversorger. Können Sie sich vorstellen, dass

eines dieser Unternehmen seine jahrelang gewachsene und tief in den Betriebsalltag integrierte Software gegen eine KI-Alternative tauscht? Worin läge der Vorteil?

Die Kundenbindung in den Nischen ist struktureller Natur. Mitarbeiter sind auf die spezifische Software geschult, Schnittstellen zu angrenzenden Systemen über lange Zeit gewachsen. In regulierten Bereichen wie Strafverfolgung, Gesundheitswesen oder öffentlicher Verwaltung macht Compliance allein jeden Wechsel zum Großprojekt. Hinzu kommt, dass der Betrieb dieser Systeme weit mehr umfasst als funktionierenden Code. Wartung, individuelle Anpassungen, Systemintegrationen und regulatorische Updates sind ein fortlaufender Prozess, der an Branchenwissen gebunden ist, das sich nicht kurzfristig aufbauen lässt. Kein KI-Startup der Welt adressiert diese Nischen sinnvoll, denn der adressierbare Markt ist zu klein, der Aufwand zu hoch, und das in Jahrzehnten aufgebaute Domänenwissen nicht replizierbar.

Das Portfolio von Constellation Software ist in sechs dezentrale Operating Groups gegliedert, jede mit eigener M&A-Pipeline, eigener Gewinn- und Verlustverantwortung und eigener Führungsstruktur. Rund die Hälfte des Umsatzes stammt aus dem öffentlichen Sektor, also Kommunen, Versorger, Bildungseinrichtungen und öffentliche Sicherheit. Die andere Hälfte kommt aus dem Privatsektor: Gastronomie, Immobilien, Bauwesen, Automotive. Diese Mischung ist kein Zufall. Öffentliche Ausgaben sind weitgehend konjunkturunabhängig. Schwächelt der private Sektor, stabilisiert der öffentliche. Das macht das Portfolio krisenresistenter als die meisten Softwareunternehmen.

Gegründet wurde Constellation von Mark Leonard, dem Warren Buffett der Softwarewelt. Leonard baute das Unternehmen mit einer Kapitalallokationsdisziplin auf, die in der Technologiebranche ihresgleichen sucht. Er verzichtete ab 2014 auf sein Gehalt, zahlte Reisekosten selbst, und hinterließ mit seinen Aktionärsbriefen eine der lesenswertesten Sammlungen zum Thema Kapitalallokation überhaupt. Die Briefe sind auf der Homepage von Constellation abrufbar. Auch das Vergütungssystem spiegelt die Philosophie wider. Boni werden nicht in Aktienoptionen ausgezahlt, sondern in CSI-Aktien investiert, zu Marktpreisen, mit einer Haltefrist von vier Jahren. Management und Aktionäre sitzen buchstäblich im selben Boot.

Im September 2025 trat Leonard aus gesundheitlichen Gründen als Präsident von CSI zurück. Sein Nachfolger ist Mark Miller, dessen Geschichte bis an den Ursprung von Constellation zurückreicht. Miller gründete Ende der 1980er Jahre die Trapeze Group, ein Softwareunternehmen für den öffentlichen Nahverkehr, das 1995 zur allerersten Akquisition von Constellation wurde. Er übernahm 2001 die Rolle des COO und führte ab 2011 die Volaris Group – die größte und diversifizierteste Operating Group im gesamten Constellation-Universum – zu über 200 Akquisitionen in mehr als 40 Vertikalen und 60 Ländern. Miller kennt die CSI-Maschine in und auswendig, lebt die Philosophie und hat bewiesen, dass er sie eigenständig skalieren kann. Die dezentrale Struktur, das stabile Führungsteam und die über drei Jahrzehnte aufgebauten Prozesse sorgen dafür, dass Constellation nicht von einer einzelnen Person abhängt. Leonard hat das Unternehmen genau dafür gebaut.

Der Kurs von Constellation Software liegt mehr als 50 % unter dem Allzeithoch. Diese Chance haben wir ergriffen und eine erste Position aufgebaut. Die Aktie war das letzte Mal vor mehr als 15 Jahren ähnlich attraktiv bewertet. Seit dem Börsengang 2006 hat Constellation den Wert für Aktionäre um

mehr als das Hundertvierzigfache gesteigert. Der Markt hat das Unternehmen deutlich abgestraft. Wir halten die Kursreaktion für übertrieben.

Portfoliokonstellation

Bei der Portfoliokonstellation denken wir im Wesentlichen über drei Bausteine nach. Titel in der Kategorie **Qualitätswachstum** sind Unternehmen, die ihre Gewinne dank hoher Kapitalrenditen und säkularem Rückenwind äußerst profitabel in das eigene Geschäft reinvestieren können. Die Rendite entsteht hier primär durch den laufenden Wertzuwachs der Unternehmensanteile und eine entsprechend lange Haltedauer.

Asset Manager wie Berkshire Hathaway haben wir in der Vergangenheit separat ausgewiesen, da diese nach anderen Kriterien bewertet werden müssen. Dennoch sind sie grundsätzlich in diese Kategorie einzuordnen. Unser Ziel ist ein nachvollziehbareres, weniger technisches Reporting. Deshalb führen wir die beiden Kategorien zusammen, legen den Schwerpunkt auf qualitative Argumente und rücken den Kennzahlenfokus bewusst in den Hintergrund. Zahlen liefern oft nur einen Anhaltspunkt und sind nicht als Formel zu verstehen. Auch beim Investieren gilt: Nicht alles, was man messen kann, zählt – und nicht alles, was zählt, kann man messen.

Des Weiteren halten wir Titel, die man klassischerweise in die Kategorie **„Deep Value Investing“** oder **„Cigar-Butt-Investing“** einstufen würde. Dies sind Titel, die eher bescheidene Wachstumsaussichten haben und teilweise geringere Qualitätsmerkmale aufweisen, dafür aber spottbillig sind. Teilweise sind sie auch durch greifbare Vermögenswerte gedeckt, was eine zusätzliche Form der Absicherung darstellt. Hier erzielen wir die Rendite über Ausschüttungen sowie über die Normalisierung des Unternehmenswertes hin zu einer fairen Bewertung.

Finden wir keine adäquaten Investments in den genannten Kategorien, halten wir die Liquidität in Form von **Währungen** oder **Edelmetallzertifikaten** auf Gold und Silber. Bei längerer Haltedauer sowie in Krisenzeiten halten wir Edelmetalle gegenüber Währungen für die bessere Option. Gegebenenfalls ergänzen wir die Kategorie um indirekte oder direkte Beteiligungen an weiteren physischen Vermögenswerten.

Derzeit sind die Kategorien wie folgt gewichtet:

Kategorie	Gewichtung
Qualitätswachstum	66,8 %
Value-Aktien	24,6 %
Edelmetall-Zertifikate	7,5 %
Cash-Bestände	1,1 %

Qualitätswachstum: 66,8 %

Qualitätsaktien sind mit 66,8 % gewichtet. Grundsätzlich streben wir an, einen möglichst großen Anteil des Portfolios in Qualitätsaktien zu halten. Aufgrund der großzügigen Wachstumsmöglichkeiten dieser Unternehmen erwirtschaften wir Renditen über die Haltedauer statt über die häufige Umschichtung des Portfolios. Das ist grundsätzlich vorteilhaft, da wir beim Verkauf eines Titels nicht zwingend adäquate Alternativen finden – insbesondere in der aktuellen Investmentlandschaft. Dennoch können auch diese Titel zu teuer werden oder es können sich bessere Investments in ausgebombten Value-Titeln finden lassen. Letztlich ist es eine Frage der Opportunitäten.

Mit dem Preis-Leistungs-Verhältnis des Bausteins Qualitätswachstum sind wir grundsätzlich sehr zufrieden. Mit Ausnahme unserer größten Position, Berkshire Hathaway, konnten die entsprechenden Unternehmen ihre Umsätze in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich 21,5 % steigern und erzielten dabei Kapitalrenditen durch den frei verfügbaren Cashflow von 22,1 %. Dies sind sehr ordentliche Wachstumsraten bei außerordentlicher Profitabilität – eine Kombination, die uns gefällt.

Über 125 % des Nettogewinns konnten dabei in freien Cashflow übersetzt werden. Die jährlich zu leistenden Zinszahlungen auf das Fremdkapital der Qualitätsunternehmen werden derzeit 90-mal durch den freien Cashflow gedeckt. Demnach würden ansteigende Fremdkapitalkosten die Profitabilität dieser Unternehmen weitestgehend unberührt lassen. Gemessen an den zentralen Kennzahlen ist die Qualität des Portfolios deutlich höher als die Gesamtqualität der gängigen Indizes. Doch wie steht es um das Preis-Leistungs-Verhältnis?

Die Bewertung des Qualitätsportfolios liegt derzeit beim 12,3-fachen des freien Cashflows. Mit Blick auf den S&P 500, der aktuell mit dem 25-fachen des Gewinns pro Anteil bewertet wird, denken wir, dass unser Portfolio äußerst günstig bewertet ist – zumal die Umwandlungsrate von Gewinn zu freiem Cashflow im S&P 500 deutlich unter 100 % liegt. Perspektivisch sollte dies auf lange Sicht zu besseren Renditen führen.

Value-Aktien: 24,6 %

Die Rendite des Value-Portfolios entsteht primär dadurch, dass wir einen Dollar für 50 Cent kaufen, also zu einem deutlichen Abschlag zum inneren Wert. Das Value-Portfolio besteht im Wesentlichen aus Rohstoffproduzenten. Diese unterliegen zyklischen Faktoren, welche Gewinne und freie Cashflows stark schwanken lassen.

Ausgelöst durch den Krieg im Iran haben insbesondere Öl- und Gas-Werte starke Kursgewinne verzeichnen können, sodass der Anteil des Value-Portfolios am Gesamtportfolio trotz Gewinnmitnahmen von 19,0 % auf 24,6 % angewachsen ist. Im Falle weiter steigender Rohstoffpreise und Aktienkurse sind wir bereit, weitere Gewinnmitnahmen zu tätigen. Zudem haben wir bereits einige Titel auf dem Radar, die wir bei passender Bewertung aufnehmen würden, um den Abschlag des Value-Portfolios zum inneren Wert zu erhöhen.

Schlusswort

Als Asset Manager Ihres Vertrauens ist es unser Anspruch, transparent zu sein und Ihr Kapital mit Weitblick, Klarheit und Verantwortung zu betreuen. Durch die Offenlegung unserer Gedanken zur aktuellen Investmentlandschaft, entsprechender Bewältigungsstrategien sowie die Erläuterung mentaler Modelle, die das Verständnis verschiedener Investitionsentscheidungen erleichtern, hoffen wir, dies zu erreichen. Gerade in bewegten Zeiten möchten wir Ihnen ein solides Fundament bieten – für finanzielle Sicherheit und den Freiraum, sich auf das zu konzentrieren, was wirklich zählt.

Bei Rückfragen und Anregungen wenden Sie sich gerne an Philipp Schäferhoff (E-Mail: schaeferhoff@pi-kapitalanlage.de; Tel.: +49 (0)221 98 65 33 94).

Wir danken Ihnen für Ihr fortwährendes Vertrauen. Seien Sie gewiss, dass wir uns Tag für Tag mit voller Überzeugung dafür einsetzen, diesem Vertrauen gerecht zu werden.

Hochachtungsvoll



Max Otte



Moritz Neuhäusler