PI Global Value – Quartalsbericht Q2 2026

ISIN: LI0034492384, WKN: A0NE9G

Sehr geehrte Anleger, sehr geehrte Partner,

im zweiten Quartal 2026 verzeichnete der Fonds einen Verlust von 3,61 %. Zum 30.06.2026 stand der *PI Global Value Fund* bei 265,95 € pro Anteil.

Das hatte im Wesentlichen zwei Gründe: Zum einen belastete die anhaltende, aus unserer Sicht übertriebene Sorge vor einer Disruption etablierter Softwareunternehmen durch Künstliche Intelligenz mehrere unserer Positionen. Zum anderen gaben unsere Rohstoff-Titel im Zuge nachlassender Rohstoffpreise einen Teil ihrer zuvor erzielten Kursgewinne wieder ab.

Spekulationsmanie

Mittlerweile sind viele Märkte, insbesondere im Technologiebereich, wieder sehr hoch bewertet. Für Value-Investoren sind dies schwierige Börsenphasen. Getrieben von einer Mischung aus technologischem Verheißungsglauben und beispielloser Hebelwirkung hat sich eine Eigendynamik entwickelt, die in ihrer Systematik stark an die Exzesse der Dotcom-Ära erinnert. Doch während die Blase der späten 1990er-Jahre vor allem durch unregulierte Euphorie der Privatanleger genährt wurde, wird die aktuelle Manie durch Großinvestoren getrieben, die zudem institutionell eng verflochten sind. Die Privatanleger werden wieder das Nachsehen haben.

SpaceX und das ETF-Debakel

Der Börsengang von SpaceX im Juni 2026 zeigt, dass indexbasiertes Investieren aus strukturellen Gründen durchaus problematisch sein kann. Mit einer Marktkapitalisierung von rund 1,75 Billionen US-Dollar, was dem 93-Fachen des Umsatzes des bislang unprofitablen Unternehmens entspricht, weist SpaceX eine historisch hohe Bewertung für einen Wachstumswert auf. Die Aktie darf wegen Sondergenehmigungen im Schnellverfahren in den Nasdaq-100-Index aufgenommen werden. Gleichzeitig wurden die regulären Haltefristen für Altaktionäre und Insider verkürzt, sodass diese bereits nach Veröffentlichung der ersten Quartalszahlen signifikante Anteile veräußern können. All dies kann man durchaus als Insidermanipulation durch den politökonomischen Komplex werten.

Wenn Insider ihre Aktien verkaufen, erhöht sich der Streubesitz und damit der Free Float des Unternehmens. Da viele Indizes nach diesem Free Float gewichtet sind, steigt das Gewicht von SpaceX in den Indizes automatisch an. Dies zwingt passive ETFs und Indexfonds dazu, automatisch zusätzliche Anteile nachzukaufen, unabhängig von fundamentalen Bewertungskriterien.

Dadurch entsteht ein Risiko für passive Anleger. Unternehmen werden im privaten Markt mit Risikokapital hoch bewertet. Die Liquidationsgewinne der frühen Investoren nach dem IPO werden dann über die automatisierten Kaufprozesse von Indexfonds durch den breiten Markt absorbiert. Bei den erwarteten Börsengängen von Anthropic und OpenAI könnte es ähnlich laufen – zum Vorteil der Insider.

Spekulieren auf Pump

Ein verlässlicher Indikator für das Ausmaß spekulativer Sorglosigkeit ist die Bereitschaft, Wertpapierkäufe auf Kredit zu tätigen. Aktuell sind Kredite im Gegenwert von rund 4% des US-Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Hebelgeschäfte auf steigende Kurse investiert. Dieses Volumen der Lombardkredite war historisch ein Warnsignal.

Das verdeutlicht, dass die Fremdkapitalquote im System noch über dem Höchstwert der Jahrtausendwende liegt. Der Markt hat eine "Buy-the-Dip"-Mentalität verinnerlicht, die jegliches Abwärtsrisiko ausblendet. Gefährlich ist dies vor allem deshalb, weil hohe Lombardkredite bei Kurskorrekturen wie ein Brandbeschleuniger wirken: Erreichen die Einschussverpflichtungen (Margin Calls) kritische Schwellen, führen erzwungene Zwangsliquidationen zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale.

Die Zirkelwirtschaft der KI-Ökonomie

Das aktuelle Ökosystem der Künstlichen Intelligenz basiert auf einem komplexen Geflecht aus „zirkulärer Eigenkapitalfinanzierung“, welches die Umsätze künstlich aufbläht und Parallelen zu den Fehlentwicklungen der Dotcom-Ära aufweist. Hardware-Hersteller und Hyperscaler wie Nvidia, Microsoft, Amazon und Google nutzen ihre Überschüsse, um große Minderheitsbeteiligungen an noch unprofitablen KI-Start-ups zu erwerben. Da diese Start-ups vertraglich dazu verpflichtet sind, das erhaltene Kapital direkt wieder bei ihren Investoren auszugeben, entsteht eine Form der selbstfinanzierten Nachfrage. Die folgende Übersicht zeigt die wichtigsten Beteiligungsverhältnisse zwischen den Hyperscalern und den führenden KI-Start-ups:

	OpenAI	Anthropic	xAI / SpaceX	Gemini
NVIDIA	4% Beteiligung (Investment: $30 Mrd.)	-	Ex-Investor	-
Microsoft	27% Beteiligung (Investment: $13 Mrd.)	-	-	-
Amazon	15-20% Beteiligung (Investment: $13 Mrd.)	6% Beteiligung (Investment: $50 Mrd.)	-	-
Google / Alphabet	-	14-15% Beteiligung (Investment: $3 Mrd.)	7% Beteiligung (Investment: $0,9 Mrd.)	100% Eigentümer

Auffällig ist die Konzentration: Amazon hat mit 50 Mrd. USD in Anthropic das mit Abstand größte Einzelinvestment getätigt. Alphabet nimmt hier eine Sonderrolle ein – als einziger der vier Hyperscaler hält das Unternehmen nicht nur Minderheitsbeteiligungen an KI-Start-ups, sondern besitzt mit Gemini gleichzeitig ein vollständig eigenes, rein selbstfinanziertes Modell. Genau diese Dichte an wechselseitigen Kapitalverflechtungen macht das eingangs beschriebene Prinzip der zirkulären Eigenkapitalfinanzierung so brisant. Diese Finanzpraxis verzerrt den Markt. Es entsteht eine eng verflochtene Haftungsstruktur, bei der ein lokaler Ausfall eine Kettenreaktion im gesamten Sektor

auslösen kann. Sollte beispielsweise ein zentraler Akteur wie OpenAI in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten, sinken nicht nur dessen Ausgaben für Cloud- und Halbleiter-Infrastruktur. Gleichzeitig müssten die Tech-Konzerne auch den Wert der gehaltenen Eigenkapitalanteile an dem Start-up in ihren Bilanzen nach unten korrigieren.

Diese Dynamik weist deutliche Parallelen zu den strukturellen Schwächen auf, die den Absturz der Dotcom-Blase beschleunigten. Ende der 1990er-Jahre stellten Telekommunikationsriesen wie Lucent, Nortel und Cisco ihren Kunden Lieferantenkredite im Wert von über 10 Milliarden Dollar zur Verfügung, um den Kauf der eigenen Hardware zu finanzieren, was die Marktbewertungen massiv aufblähte. Zudem nutzten Unternehmen wie Global Crossing und Qwest sogenannte „Kapazitäts-Swaps“ um sofortige Umsätze einzubuchen, während die Gegenverpflichtungen als langfristige Vermögenswerte bilanziert wurden.

Das aktuelle KI-Modell unterscheidet sich jedoch in einem wesentlichen, risikosteigernden Punkt. Während der Dotcom-Ära wurden überwiegend Fremdkapital und Kreditlinien genutzt. Heute gehen Technologiekonzerne in beispiellosem Umfang direkte Eigenkapitalbeteiligungen mit den Start-ups ein. Im Falle einer Marktkorrektur im KI-Sektor dürften diese zirkulären Eigenkapitalstrukturen die Bilanzen der Tech-Riesen doppelt belasten. Zum einen durch Wertberichtigungen direkt auf die Bilanzen der Technologiekonzerne, zum anderen durch wegfallende Folgeaufträge.

Der Halbleiter-Hype

Das Epizentrum der aktuellen Spekulationswelle liegt zweifellos im Hardware-Sektor der Künstlichen Intelligenz. Während die US-Märkte durch fundamentale Schwergewichte und zyklische Speicherproduzenten wie Micron Technology angetrieben werden, hat die Privatanleger-Manie in Asien vollkommen losgelöste Formen angenommen.

Besonders deutlich wird dies am Beispiel des Hongkonger Marktes. Ein dort gelisteter, zweifach gehebelter Themenfonds auf den asiatischen Speicherchip-Hersteller SK Hynix hat jüngst ein Volumen von 17 Milliarden USD an verwaltetem Vermögen erreicht. Damit ist dieser hochriskante, gehebelte Fonds zum weltweit größten Vehikel seiner Art gereift – und hat im Volumen selbst die amerikanischen Hebel-Pendants auf Nvidia oder Tesla hinter sich gelassen.

Wenn derivative Instrumente auf einzelne, hochzyklische Hardware-Hersteller derartig viel Kapital anziehen, deutet dies auf eine fortgeschrittene Phase der Marktübertreibung hin. Die fundamentale Realität, dass die Halbleiterindustrie zyklischen Mustern unterliegt und massiven Investitionsrisiken ausgesetzt ist, wird im aktuellen Marktumfeld vollständig ausgeblendet.

Die Verzerrung von Preis und Wert

Das Shiller-KGV notiert im historischen Vergleich auf einem Niveau, das in den letzten 150 Jahren nur durch die finale Phase des Jahres 1999 übertroffen wurde. Das Markt-Momentum dominiert die Fundamentaldaten in einem Ausmaß, wie man es seit über zwei Jahrzehnten nicht mehr beobachten konnte.

Für den rational agierenden Investor bietet diese Phase jedoch auch Chancen. Während die gehypten Story-Aktien der KI-Blase absurd teuer bezahlt werden, führt die relative Ignoranz gegenüber defensiven Geschäftsmodellen dazu, dass fundamental stabile Qualitätsaktien am Spielfeldrand liegen bleiben und zu teils äußerst günstigen Bewertungen zu bekommen sind.

Die Börsengeschichte lehrt, dass die Rückkehr zum Mittelwert (Mean Reversion) unbarmherzig erfolgt. Teure Aktien werden wieder billiger, billige wieder teurer. Zumindest, wenn die Qualität stimmt. Je länger die Marktteilnehmer die Zyklizität der Märkte leugnen, desto drastischer fällt erfahrungsgemäß die Bereinigung aus.

Auch wenn wir uns wiederholen: Bleiben Sie besonnen und lassen Sie sich nicht vom Markthype anstecken. Echter Vermögensaufbau misst sich nicht in einzelnen Quartalen oder wenigen Jahren. Er erfordert Geduld und eine klare, langfristige Strategie, die Sie über Ihr gesamtes Leben hinweg konsequent verfolgen.

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 84,5 %. Weitere 4,2 % sind in Gold- und Silberzertifikaten geparkt, die wir als Liquiditätsersatz betrachten. 11,3 % halten wir primär in Euro, US-Dollar und Schweizer Franken. 41,3 % der Unternehmen unseres Portfolios sind in Nordamerika ansässig, 58,7 % 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
Alphabet	+ 1,83 %
Amazon	+ 0,67 %
Judges Scientific	+ 0,55 %

Folgende Titel haben den größten negativen Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	Wertbeitrag
Equinor	- 1,30 %
Adobe	- 1,29 %
Aker BP	- 0,89 %

Festhalten an Qualität: Adobe, Constellation Software und CTS Eventim

Während die globalen Aktienindizes im zweiten Quartal 2026 neue Allzeithochs markiert haben, hält das im letzten Quartalsbericht beschriebene SAASmageddon – der Abverkauf im Softwaresektor, getrieben durch die Sorgen um Disruption durch KI – weiter an. Gleichzeitig bleibt das gesamtwirtschaftliche Umfeld durch geopolitische Spannungen und Zollrisiken belastet. Drei unserer Positionen stehen exemplarisch für das, was in solchen Phasen als Value-Investor geboten ist: das Festhalten an Unternehmen, deren Fundamentaldaten intakt sind, auch wenn der Kurs das nicht widerspiegelt. Adobe, Constellation Software und CTS Eventim haben allesamt erheblich korrigiert und seit ihren Allzeithochs rund 50 %, im Falle von Adobe sogar 70 %, verloren. Alle drei halten wir unverändert in unseren Portfolios. Denn der Kurs eines Unternehmens entspricht gerade in Phasen, die von Euphorie und Depression geprägt sind, selten dem inneren Wert eines Unternehmens. Ein fallender Kurs ist kein Argument gegen eine Investition – es sei denn, er ist Ausdruck einer schlechten Unternehmensentwicklung. Genau das können wir bei keiner der drei genannten Positionen erkennen.

Adobe: Neuer CEO, neue Partnerschaft, unveränderte These

Adobe hat auch im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2026 überzeugt. Der Umsatz ist erneut zweistellig gewachsen, Gewinne und Cashflows erreichten ebenfalls neue Rekordniveaus. Ein klares Zeugnis für die Qualität und Planbarkeit des Geschäfts. Es gibt keinerlei Anzeichen einer operativen Schwäche, die das Ausmaß der Kurskorrektur rechtfertigen würde.

CEO Shantanu Narayen hat im März 2026 auf seinem 100. Earnings Call seinen Rücktritt angekündigt. Er führte Adobe mehr als 18 Jahre lang, ist seit über 28 Jahren im Unternehmen. Unter ihm wuchs der Umsatz von $3 Mrd. auf rund $25 Mrd., die Belegschaft von unter 7.000 auf über 30.000 Mitarbeiter. Mit dem Wechsel von Lizenzen hin zum Software-Abo-Modell transformierte er das Geschäftsmodell von Grund auf. Narayen bleibt als Vorsitzender des Verwaltungsrats aktiv. Der Suchprozess nach einem Nachfolger läuft und schließt interne wie externe Kandidaten ein. David Wadhwani, seit 2021 President

of Digital Media und verantwortlich für Adobes KI-Strategie, gilt als aussichtsreichster interner Kandidat. Unabhängig davon, wer die Nachfolge antritt: Die strategische Ausrichtung des Unternehmens ist tief in der Organisation verankert und nicht an eine einzelne Person gebunden.

Ein zweites Signal für die operative Stärke des Unternehmens ist die Partnerschaft mit Tesco. Der britische Einzelhandelsriese – mit über 24 Millionen Clubcard-Besitzern einer der größten Kundendatenschätze Europas – setzt künftig auf Adobe Experience Cloud und generative KI, um das Kundenerlebnis zu personalisieren. KI-gestützte Mahlzeitenplaner, personalisierte Produktempfehlungen und individuelle Einkaufslisten auf Basis historischer Kaufmuster sind keine experimentellen Funktionen, sondern der produktive Einsatz der Adobe-Plattform im Herzen eines globalen Einzelhändlers. Diese Partnerschaft illustriert, was wir als Kernthese für Adobe sehen. Das Unternehmen ist kein Opfer der KI-Revolution, sondern Nutznießer des technologischen Fortschritts.

Die Bewertung ist nach wie vor historisch günstig. Der Kurs liegt rund 70 % unter dem Allzeithoch. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt mittlerweile bei unter 12x. Für ein Unternehmen mit knapp 90 % Bruttomarge und strukturell wachsendem Endmarkt ein Niveau zu dem die Chancen auf eine Erholung des Kurses das Risiko einer Disruption durch Künstliche Intelligenz aufwiegen.

Constellation Software: Die Maschine läuft – auch unter neuem Kapitän

Constellation Software (CSI) hat im zweiten Quartal die erste volle Bewährungsprobe nach Mark Leonards Rücktritt als President abgeliefert. Sein Nachfolger Mark Miller – seit dem Gründungsjahr 1995 an Bord und Architekt der größten Operating Group Volaris – führt das Unternehmen exakt so, wie man es erwarten durfte: dezentral, diszipliniert, ohne Kurskorrektur in der Strategie. Die CSI-Maschine läuft also weiter.

Die Zahlen bestätigen das Bild. Das organische Umsatzwachstum liegt bei 2 %, das der wiederkehrenden Umsätze bei 4 % – beides auf einem historisch typischen Niveau. Die Nischenmärkte, in denen die Portfoliounternehmen von CSI tätig sind, werden nicht durch KI-Startups angegriffen. Das Wechselkostenproblem für einen kommunalen Wasserversorger oder eine Strafverfolgungsbehörde bleibt dasselbe wie vor zwei Jahren. Niemand tauscht seine jahrelang gewachsene, tief in den Betriebsalltag integrierte Software gegen eine KI-Alternative aus.

Die strategisch wichtigste Entwicklung des Quartals ist die erste PEMS-Investition. PEMS ist die Abkürzung für „Permanent Engaged Minority Shareholder“. Das Konzept folgt einer klaren Logik. Permanent steht für CSIs bewährten Langfrist-Horizont. Engaged bedeutet aktive Einflussnahme auf Kapitalallokation, Governance und Management-Incentives, ohne das Tagesgeschäft zu steuern. Minority bedeutet kein Anspruch auf vollständige Kontrolle, sondern Minderheitsbeteiligungen an größeren, teilweise börsennotierten Unternehmen. Es ist der Übergang vom reinen Akquisiteur hin zum strategischen Investor, vergleichbar mit der Entwicklung von Berkshire Hathaway, als die Größe des Kapitals vollständige Übernahmen vieler kleiner Unternehmen zunehmend erschwerte.

CSI hat mit einer Beteiligung an Sabre Corporation – Betreiber eines der größten globalen Distributionssysteme für Reisedienstleistungen – die Evolutionsstufe vollzogen, die Leonard bereits 2021 in seinem letzten Shareholder Letter skizziert hatte. Vom reinen Serienakquisiteur hin zum

strategischen Investor. Sabre-Software ist tief in die Buchungsprozesse von Airlines und Reisebüros weltweit integriert. Geschäftskritisch, mit hohen Wechselkosten und stabilen wiederkehrenden Umsätzen. Dass Leonard persönlich an der Investitionsentscheidung beteiligt war, unterstreicht die strategische Bedeutung und gibt zusätzliche Sicherheit für die Kontinuität der Kapitalallokationsprinzipien.

Der Kurs von Constellation Software war im Tief mehr als 50 % vom Allzeithoch aus dem Mai 2025 entfernt. Die Bewertung ist so attraktiv wie zuletzt nach der großen Finanzkrise. Wir sehen auf dem aktuellen Niveau eines der überzeugendsten Chance-Risiko-Profile im gesamten Portfolio.

CTS Eventim: Was das Internet nicht ersetzen kann

Im ersten Quartal war CTS Eventim der größte negative Wertbeiträger im Portfolio. Die Aktie hat seit ihrem Höchststand erheblich korrigiert. Das hat unsere Überzeugung nicht erschüttert – im Gegenteil. Es ist der Moment, in dem sich zeigt, ob man wirklich verstanden hat, warum man ein Unternehmen hält.

CTS Eventim ist die dominante Ticketing-Infrastruktur Europas. Das 1989 gegründete Unternehmen hat sich über drei Jahrzehnte zur zentralen Buchungsplattform für Konzerte, Festivals und Veranstaltungen auf dem Kontinent entwickelt. Über 300 Millionen verkaufte Tickets pro Jahr, eine Präsenz in 23 Ländern, ein Netzwerk aus eigenen Spielstätten und Promotion-Gesellschaften sowie die größte Ticket-Verkaufsplattform im europäischen Markt. Mit knapp 40 Prozent der Anteile sitzt CEO Schulenberg darüber hinaus buchstäblich im selben Boot wie wir als Investoren. Wenn der Kurs fällt, fällt auch sein Vermögen. Wenn das Unternehmen wächst, wächst seines. Einen stärkeren Gleichlauf mit unseren Interessen als Anleger gibt es kaum.

CTS Eventim verdient an jedem Ticket, das über seine Plattform verkauft wird. Systemgebühren, Online-Provisionen, eigene Ticketeinnahmen sowie Add-Ons wie Versicherungen und Sitzplatzreservierungen. Parallel dazu fließen Einnahmen aus eigenen Veranstaltungen und Spielstätten. Ein besonderer Vorteil: Ticketkäufer zahlen Monate vor dem Konzert. Dieser Cashflow dient als kostenloser Kredit, aus dem heraus Kapital produktiv allokiert werden kann. Ein ähnliches Modell wie bei den Versicherungsprämien von Berkshire Hathaway, nur in einem anderen Kontext.

Die eigentliche Stärke von CTS Eventim liegt im Burggraben. Ticketing-Netzwerke haben starke Netzwerkeffekte. Je mehr Veranstalter eine Plattform nutzen, desto mehr Kunden kommen. Je mehr Kunden kommen, desto mehr Veranstalter wollen auf der Plattform sein. Eventim hat diesen Kreislauf über 25 Jahre kontinuierlich aufgebaut. Ein neuer Wettbewerber müsste beide Seiten gleichzeitig überzeugen – praktisch unmöglich, wenn die bestehende Plattform längst die Infrastruktur des Marktes ist. Live Nation und Ticketmaster sind der stärkste Beweis für die These. Selbst der globale Marktführer konnte in den europäischen Kernmärkten von CTS Eventim nicht nachhaltig Fuß fassen.

Hinzu kommt der Aspekt, der CTS Eventim vor der größten Bedrohung des Softwaresektors schützt: Ein Konzerterlebnis lässt sich nicht digitalisieren. Streaming hat die Musikindustrie fundamental verändert. Den Wert des Live-Erlebnisses hat es nicht gemindert, sondern erhöht. Die Nachfrage nach Live-Entertainment wächst strukturell, die Zahlungsbereitschaft ebenfalls. Preiserhöhungen im

Ticketing werden in einem Maß akzeptiert, das in kaum einem anderen Konsumsektor zu beobachten ist. Das ist Preissetzungsmacht in ihrer reinsten Form – gestützt durch ein Produkt, das per Definition keine digitale Substitution kennt.

Der Kursrückgang ist, wie bei Adobe und Constellation Software, ein Marktphänomen und kein Unternehmensphänomen. Die operative Entwicklung gibt keinen Anlass zur Sorge. Wir halten die Position unverändert und betrachten das aktuelle Kursniveau nicht als Risiko, sondern als eine hochattraktive Chance für geduldige, langfristig orientierte Anleger.

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 leichter nachzuvollziehendes, 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	59,3 %
Value-Aktien	25,2 %

Kategorie	Gewichtung
Liquidität	11,3 %
Edelmetall-Zertifikate	4,2 %

Qualitätswachstum: 59,3 %

Qualitätsaktien sind mit 59,3 % 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 26,4 % steigern und erzielten dabei Kapitalrenditen durch den frei verfügbaren Cashflow von 26,9 %. Dies sind sehr ordentliche Wachstumsraten bei außerordentlicher Profitabilität – eine Kombination, die uns gefällt.

Über 135 % des Nettogewinns konnten dabei in freien Cashflow übersetzt werden. Die jährlich zu leistenden Zinszahlungen auf das Fremdkapital der Qualitätsunternehmen werden derzeit 38-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 15,8-fachen des freien Cashflows. Mit Blick auf den S&P 500, der aktuell mit dem 36-fachen des freien Cashflows 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: 25,2 %

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.

Der Anteil des Value-Portfolios ist von 24,6 % auf 25,2 % leicht gestiegen – trotz spürbarer Kursverluste bei Öl- und Gaswerten wie Equinor und Aker BP im Zuge der nachlassenden Ölpreise nach der Iran-Waffenruhe. Der Grund dafür ist einfach: Das Qualitätswachstum-Segment hat im gleichen Zeitraum etwas stärker nachgegeben, sodass der Value-Anteil am Gesamtportfolio trotzdem leicht zugelegt hat.

Wir beobachten weiterhin Titel, die wir bei passender Bewertung aufnehmen würden, um den Abschlag des Value-Portfolios zum inneren Wert zu erhöhen.

Liquidität und Edelmetall-Zertifikate: 11,3 % / 4,2 %

Die Liquidität ist durch Verkäufe von Positionen sowie Gewinnmitnahmen von 1,1 % im letzten Quartal auf aktuell 11,3 % gestiegen, während der Anteil der Edelmetall-Zertifikate infolge von Gewinnmitnahmen und den jüngsten Kursrückgängen von 7,5 % auf 4,2 % gesunken ist. Diese Positionierung ermöglicht es uns, auf attraktive Gelegenheiten zu warten, ohne unter Zeitdruck zu Kompromissen bei der Qualität unserer Investments gezwungen zu sein. Angesichts der beschriebenen, stark erhöhten Bewertungsniveaus der globalen Aktienmärkte bevorzugen wir es, einiges an Pulver trocken zu halten.

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