PI Global Value – Quartalsbericht Q3 2025

ISIN: LI0034492384, WKN: A0NE9G

Sehr geehrte Anleger, sehr geehrte Partner,

zum 30.09.2025 stand der PI Global Value Fund bei 269,85 EUR pro Anteil. Die Performance im dritten Quartal 2025 lag bei 2,01 %.

In unserem letzten Quartalsbericht thematisierten wir die Diskrepanz zwischen teils hohen Bewertungsniveaus an den Finanzmärkten – vor allem in den USA – und den zunehmenden geopolitischen Spannungen. Insbesondere für Anleger, die einen hohen Anteil an ETFs im Portfolio halten und denen ETFs als Wundermittel verkauft wurden, könnte die kommende Dekade im Vergleich zur vergangenen ernüchternd ausfallen.

Sicherlich gilt dies nicht pauschal. Bestimmt wird es ETFs geben, über deren Entwicklung man rückblickend zufrieden sein wird. Schwierigkeiten sehen wir vor allem bei solchen, die einen hohen Anteil an US-Titeln halten und bei denen sich ein Großteil der Gewichtung auf wenige Titel mit äußerst anspruchsvollen bis stolzen Bewertungen konzentriert. Betrachtet man die Finanzhistorie, so fiel die Renditeentwicklung in Phasen nach vergleichbar hohen Bewertungsniveaus eher bescheiden aus. Für die kommenden Jahre erwarten wir eine annualisierte Rendite des US-Marktes von ca. 2,8-4,8 %.

Erfolgreiches Investieren: ein mentales Spiel

Die Idee, durch ETFs oder Indexfonds am breiten Markt teilzunehmen und langfristig gute Renditen zu erzielen, klingt verlockend und lässt sich dementsprechend gut verkaufen. Getrieben durch die Renditen der vergangenen zehn Jahre hat sich die Ansicht verbreitet, dass man mit ETFs kaum etwas falsch machen könne. Hält man diese Produkte mit einem Anlagehorizont von 20 bis 30 Jahren, kann eine solche Strategie für Privatanleger durchaus geeignet sein – allerdings nur dann, wenn man in schwachen Phasen nicht die Nerven verliert. Doch genau darin liegt die Kunst.

„Investing is simple, but not easy!“, lautet ein altes Börsensprichwort. In der Theorie ist erfolgreiches Investieren tatsächlich weniger kompliziert, als es häufig suggeriert wird. Die praktische Umsetzung hingegen ist herausfordernd – was zu einem wesentlichen Teil auf unsere biologische Veranlagung zurückzuführen ist. Unser Gehirn ist darauf programmiert, bei drohender Gefahr intuitiv und reflexartig zu handeln. Der Nobelpreisträger und Psychologe Daniel Kahnemann nannte dies „schnelles Denken“ (Im Gegensatz zum reflektierten, überlegten „langsamen Denken“). In der frühen Menschheitsgeschichte und einer Welt voller physischer Gefahren war ein solcher Reflex überlebenswichtig. Heute jedoch sind Gefahren meist abstrakter Natur. Das erfordert eine ruhige, rationale und reflektierte Entscheidungsfindung.

Im Alltag handelt der Mensch sowieso meist intuitiv, auch wenn keine Gefahrensituation vorliegt. Denken Sie beispielsweise ans Autofahren: Wie oft haben Sie sich schon dabei ertappt, während der Fahrt in Gedanken zu versinken, statt sich auf das Fahren zu konzentrieren? Erst wenn Sie mit einer erkennbar komplizierten Situation konfrontiert sind, die Ihre Aufmerksamkeit erfordert, schaltet das

Gehirn in den aktiven Modus und versucht, die Situation durch logisches und bewusstes Denken zu lösen.

In Situationen, in denen wir nicht in der Lage sind, die Komplexität oder die Gefahr zu erkennen, neigen wir dazu, im Energiesparmodus zu denken und intuitiv zu handeln. Schauen wir uns hierzu zwei Beispiele an. Nehmen Sie sich einen Moment Zeit und beantworten Sie folgende Frage: Ein Tischtennisschläger und ein Tischtennisball kosten zusammen 1,10 EUR. Der Schläger kostet 1,00 EUR mehr als der Ball. Wie viel kostet der Ball?

Auch beim Investieren denken wir oft intuitiv. Unten aufgeführt finden Sie die jährlichen Renditen zweier unterschiedlicher Fonds (A und B). Schauen Sie sich die beiden Zahlenreihen an und beantworten Sie die Frage, welcher der beiden Fonds über einen Zeitraum von zehn Jahren die bessere Rendite erwirtschaftet hätte.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A	-1,9%	7,3%	-2,0%	10,2%	6,3%	13,7 %	8,2%	17,3%	13,6%	26,2%
B	26,2%	13,6%	17,3%	8,2%	13,7%	6,3%	10,2%	-2,0%	7,3%	-1,9%

Während ökonomische Theorien überwiegend von der Annahme ausgehen, dass der Mensch rational sei *(„homo oeconomicus“*), wird durch die jüngere Forschung doch deutlich, dass das menschliche Urteilsvermögen stark durch kognitive Verzerrungen beeinflusst wird. Wenn Sie sich für das Thema interessieren, beschäftigen Sie sich gerne mit der Forschung von Kahneman. Er gilt als Vorreiter der Verhaltensforschung und hat das Feld wesentlich geprägt. In seinem Werk *„Schnelles Denken, langsames Denken“* finden Sie zahlreiche Beispiele, die den Sachverhalt verdeutlichen.

Bei der Rechenaufgabe lautete Ihre Antwort wahrscheinlich, dass der Ball 10 Cent kostet. Vermutlich hat Ihr Gehirn die Aufgabe in die Kategorie „einfach“ eingestuft und Sie sind schnell zu einem Ergebnis gekommen. Die richtige Antwort wäre jedoch 5 Cent. In dem Beispiel der Zahlenreihe hätten Sie sich wahrscheinlich für Option A entschieden. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass die jüngste Vergangenheit emotional meist höher gewichtet wird und in der Erinnerung einen größeren Stellenwert einnimmt. Die Jahre 7 bis 10 haben einen stärkeren Einfluss auf Ihre Entscheidungsfindung als die Jahre 1 bis 4. Tatsächlich ist es so, dass beide Vehikel die exakt gleiche Rendite erwirtschaftet hätten und sich Ihr anfängliches Investment von 100 EUR auf einen Wert von 250 EUR entwickelt hätte. Dies entspricht einer annualisierten Rendite von 9,6 %. Bei genauem Hinschauen stellen Sie fest, dass die Zahlenreihe exakt identisch ist; lediglich die Reihenfolge hat sich verändert.

Die Frage, in welcher Reihenfolge die Renditen unserer Investments auftreten, halten wir als langfristig orientierte Investoren weder für relevant noch für vorhersehbar. Stattdessen konzentrieren wir uns auf die Qualität des Geschäftsmodells sowie des Managements, auf die langfristige Entwicklungsperspektive eines Unternehmens und auf das Bewertungsniveau beim Kauf. Unserer Ansicht nach liefert dieser Ansatz die höchste Wahrscheinlichkeit, langfristig und dauerhaft gute Ergebnisse zu erzielen.

Einer der größten Fehler von Anlegern ist es, die jüngste Preisentwicklung als Referenz zu nehmen, um sich ein Urteil über die Qualität eines Investments zu bilden. Häufig ist das Anlegerverhalten so, dass man einsteigt, wenn der Preis steigt. Überall hört man, wie toll das Investment sei, und man hat Angst, etwas zu verpassen. Wenn die Preise fallen, wartet man erst einmal ab, wie sich die Lage entwickelt, oder verkauft direkt. Dieses Verhalten führt systematisch und dauerhaft zu schlechten Ergebnissen. Auch das beste Unternehmen kann ein schlechtes Investment sein, wenn man zu viel dafür bezahlt oder zum falschen Zeitpunkt ein- beziehungsweise aussteigt.

Wir investieren in der Regel dann, wenn Unternehmen vor individuellen Herausforderungen stehen, die wirtschaftliche Perspektive eher durchwachsen ist und sich Unsicherheit unter den Anlegern breitmacht. Diese Logik steht in starkem Kontrast zur Intuition und zum Verhalten der überwiegenden Mehrheit der Marktteilnehmer, die nach der flauschigen Wärme im Konsens der Herde suchen. Vor einigen Tausend Jahren wäre dies sicherlich eine zwingende Notwendigkeit gewesen, um zu überleben. Beim Investieren jedoch sind Fakten und nüchterne Logik gefragt.

Stellen Sie sich vor, Sie wollten schon immer ein bestimmtes Auto fahren, es war Ihnen jedoch immer zu teuer. Sie finden das Auto großartig, weil Sie wissen, dass die Verarbeitung äußerst hochwertig ist, Sie damit einige Hunderttausend Kilometer fahren können und selten Reparaturen notwendig werden, weshalb es im Unterhalt günstig ist. Letztes Jahr fanden Sie das Auto in einem Topzustand für 50.000 EUR im Netz. Vor einem halben Jahr war es dann plötzlich auf 45.000 EUR reduziert. Letzte Woche haben Sie wieder ins Netz geschaut und fanden dasselbe Auto auf einmal für 36.000 EUR. Hier würden Sie wohl auch nicht zu dem Entschluss kommen, dass das Auto nun doch nicht mehr so gut sei. Sie würden es gründlich inspizieren, um sicherzustellen, dass es keine versteckten Mängel hat, und sich dann freuen, dass Sie es günstig erwerben konnten, statt auf einmal Zweifel an der Qualität der Marke oder des Modells zu hegen.

Würde das Auto an der Börse gehandelt werden, wäre es bei einer Vielzahl der Marktteilnehmer vermutlich so, dass sie es für 50.000 EUR kaufen würden, weil alle über das Auto sprechen und man sich einig ist, dass es ein tolles Auto sei. Würde der Preis dann auf 45.000 EUR fallen, so wären sie sich nicht mehr sicher, ob das Auto wirklich so gut ist. Fällt der Preis schließlich auf 36.000 EUR, würden sie es vermutlich verkaufen und einen Verlust in Kauf nehmen, um sicherzustellen, dass sie das Auto noch rechtzeitig loswerden, bevor es niemand mehr haben möchte. Kommt Ihnen das nicht auch absurd vor?

Letztlich ist es an der Börse wie beim Kauf eines Autos: Im Kern geht es um die Fragen, wie hochwertig die Anlage ist und wie viel Sie dafür bezahlen müssen. Wenn Sie als Anleger geduldig auf günstige Kaufgelegenheiten warten und die notwendige Geduld mitbringen, das Investment einige Jahre zu halten, haben Sie die beste Grundlage für langfristigen Erfolg geschaffen. Ein berühmter Investor sagte bereits: „Die wirkliche Rendite entsteht durch das Warten – nicht durch das Handeln."

Qualität und Geduld: ein einfaches Rezept

Je kürzer der Anlagehorizont, desto stärker unterliegen die Ergebnisse den Schwankungen und der Willkür. Unten aufgeführt finden Sie die annualisierten Renditen, die Sie zwischen 1987 und 2024 mit einem Investment in Berkshire erzielt hätten, wenn Sie jeweils zum Jahresende gekauft und über eine

Periode von einem Jahr, fünf Jahren und zehn Jahren oder nach dem Buy-and-Hold-Prinzip bis heute dabeigeblieben wären.

Datum	Aktienkurs	Kurs-Buch-Verhältnis	1y fwd. Rendite (annualisiert)	5y fwd. Rendite (annualisiert)	10y fwd. Rendite (annualisiert)	Annualisierte Rendite (Buy and Hold)
31.12.1987	$ 2.950,00	1,19	20,1 %	31,8 %	31,6 %	15,7 %
30.12.1988	$ 4.700,00	1,58	44,4 %	28,3 %	31,0 %	14,7 %
29.12.1989	$ 8.675,00	2,02	7,4 %	18,7 %	20,5 %	13,2 %
31.12.1990	$ 6.675,00	1,45	39,6 %	36,9 %	26,7 %	14,4 %
31.12.1991	$ 9.050,00	1,41	20,2 %	30,4 %	23,6 %	13,9 %
31.12.1992	$ 11.750,00	1,52	14,4 %	31,4 %	20,0 %	13,4 %
31.12.1993	$ 16.325,00	1,84	13,9 %	33,8 %	17,8 %	12,7 %
30.12.1994	$ 20.400,00	2,02	39,1 %	22,4 %	15,7 %	12,3 %
29.12.1995	$ 32.100,00	2,29	35,5 %	17,2 %	10,7 %	11,1 %
31.12.1996	$ 34.100,00	1,79	34,1 %	17,3 %	12,4 %	11,2 %
31.12.1997	$ 46.000,00	1,80	48,3 %	9,6 %	11,9 %	10,5 %
31.12.1998	$ 70.000,00	1,85	0,5 %	3,8 %	3,3 %	9,2 %
31.12.1999	$ 56.100,00	1,48	6,5 %	9,4 %	5,9 %	10,5 %
29.12.2000	$ 71.000,00	1,76	-6,3 %	4,5 %	5,4 %	9,9 %
31.12.2001	$ 75.600,00	1,99	10,0 %	7,8 %	4,3 %	10,0 %
31.12.2002	$ 72.750,00	1,74	21,0 %	14,2 %	6,3 %	10,7 %
31.12.2003	$ 84.250,00	1,67	10,6 %	2,8 %	7,8 %	10,5 %
31.12.2004	$ 87.900,00	1,57	6,3 %	2,4 %	9,9 %	10,8 %
30.12.2005	$ 88.620,00	1,49	18,3 %	6,3 %	8,4 %	11,3 %
29.12.2006	$ 109.990,00	1,57	11,0 %	0,9 %	8,3 %	10,6 %
31.12.2007	$ 141.600,00	1,82	-9,6 %	-1,1 %	7,7 %	9,7 %
31.12.2008	$ 96.600,00	1,37	19,8 %	13,0 %	12,2 %	12,8 %
31.12.2009	$ 99.200,00	1,17	13,0 %	17,9 %	13,1 %	13,5 %
31.12.2010	$ 120.450,00	1,26	4,6 %	10,4 %	11,2 %	13,0 %
30.12.2011	$ 114.755,00	1,15	14,4 %	16,3 %	14,7 %	14,4 %
31.12.2012	$ 134.060,00	1,17	18,2 %	17,3 %	13,3 %	14,2 %
31.12.2013	$ 177.900,00	1,32	8,3 %	11,5 %	11,8 %	12,7 %
31.12.2014	$ 226.000,00	1,55	6,4 %	8,5 %	11,7 %	11,5 %
31.12.2015	$ 197.800,00	1,27	10,3 %	12,0 %	/	14,3 %
30.12.2016	$ 244.121,00	1,42	23,4 %	13,0 %	/	13,3 %
29.12.2017	$ 297.600,00	1,41	0,4 %	9,5 %	/	12,3 %
31.12.2018	$ 306.000,00	1,44	23,0 %	12,1 %	/	13,7 %
31.12.2019	$ 339.590,00	1,30	9,8 %	14,9 %	/	14,1 %
31.12.2020	$ 347.815,00	1,21	19,4 %	16,6 %	/	16,6 %
31.12.2021	$ 450.662,00	1,32	-5,3 %	/	/	13,6 %
30.12.2022	$ 468.711,00	1,45	20,1 %	/	/	17,0 %
29.12.2023	$ 542.625,00	1,39	16,0 %	/	/	17,6 %
31.12.2024	$ 680.920,00	1,51	/	/	/	10,2 %

Durch die statistische Auswertung der Datenpunkte wird deutlich, dass die Schwankungsbreite der Ergebnisse mit zunehmender Haltedauer abnimmt. Je länger Sie halten, desto weniger unterliegen die Ergebnisse dem Zufall.

Ø annualisierte Rendite nach Haltedauer	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Buy-and-Hold
Durchschnittliche Rendite	15,6 %	14,8 %	13,5 %	12,7 %
Standardabweichung	13,3 %	9,7 %	7,4 %	2,1 %
Bandbreite erste Standardabweichung	2.3 % - 28,9 %	5,1 % - 24,5 %	6,1 % - 20,9 %	10,6 % - 14,8 %

Mit einer Haltedauer von einem Jahr, fünf Jahren und zehn Jahren hätten Sie eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 15,6 %, 14,8 % und 13,5 % erzielt. Hätten Sie im jeweiligen Jahr gekauft und bis heute gehalten, hätten Sie eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 12,7 % erzielt.

Eine entscheidende Größe ist die Breite der Streuung um den Durchschnittswert herum – die sogenannte Standardabweichung. Sie zeigt, wie weit die Ergebnisse durchschnittlich vom Mittelwert abweichen. Unter der Annahme einer annähernden Normalverteilung nach Gauß liegen rund zwei Drittel aller Beobachtungen innerhalb einer Standardabweichung um den Mittelwert.

In unserem Beispiel beträgt diese Streuung bei einer Haltedauer von einem Jahr 13,3 Prozentpunkte, bei fünf Jahren 9,7 Prozentpunkte und bei zehn Jahren 7,4 Prozentpunkte. Beim Buy-and-Hold-Ansatz liegt sie nur noch bei 2,1 Prozentpunkten. Je länger die Haltedauer, desto eher nähern sich die tatsächlichen Ergebnisse dem langfristigen Durchschnitt an. Für Anleger bedeutet das: Geduld zahlt sich aus.

Die Bedeutung der Geduld wird noch deutlicher, wenn man nicht nur geduldig hält, sondern ebenso geduldig auf einen günstigen Einstiegszeitpunkt wartet. Im Durchschnitt wurde Berkshire Hathaway etwa zum 1,5-Fachen des Buchwerts gehandelt. Wer gewartet hätte, bis die Aktie unter das 1,4-Fache des Buchwerts fiel, hätte langfristig spürbar bessere Ergebnisse erzielt.

Ø annualisierte Rendite nach Haltedauer	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Buy-and-Hold
Mittelwert	12,4 %	16,2 %	15,4 %	14,4 %
Standardabweichung	7,2 %	5,8 %	6,7 %	1,5 %
Bandbreite erste Standardabweichung	5,2 % - 19,6 %	10,4 % - 22,0 %	8,7 % - 22,1 %	12,9 % - 15,8 %

Durch die statistische Auswertung wird deutlich, dass sich das Warten auf günstige Bewertungsniveaus durchaus lohnt. Nicht nur die Renditeerwartung verbessert sich langfristig – auch die Standardabweichung fällt geringer aus. Bei einer Haltedauer von einem Jahr, fünf Jahren und zehn Jahren hätte man eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 12,4 %, 16,2 % und 15,4 % erzielt. Die Standardabweichung beläuft sich auf 7,2 Prozentpunkt, 5,8 Prozentpunkte und 6,7 Prozentpunkte. Beim einfachen Buy-and-Hold-Ansatz ergibt sich eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 14,4 % und eine Standardabweichung von nur 1,5 Prozentpunkten.

Der Grund für die relative Verbesserung liegt in der Bewertung zum Kaufzeitpunkt. Wer auf einen günstigen Einstieg wartet, erwirbt dieselbe Qualität zu einem besseren Preis. Das Risiko weiterer Kursrückgänge sinkt, während die Rendite durch eine Kursbewegung hin zum fairen Wert steigt. Das Chance-Risiko-Verhältnis verbessert sich also.

Unter der Voraussetzung, dass die Qualität des Unternehmens sowie des Managements hoch ist und das Unternehmen durch Reinvestition in der Lage ist seinen inneren Wert langfristig zu steigern, bedeutet das für Anleger: Geduld zahlt sich nicht nur beim Halten, sondern auch beim Einstieg aus. Wer wartet, bis ein Qualitätsunternehmen zeitweise unterbewertet ist, erzielt langfristig bessere Renditen und reduziert die Willkür der Ergebnisse.

Unter Berücksichtigung der Kapitalertragssteuern in Deutschland und Österreich, die man beim Verkauf auf den erzielten Gewinn zu zahlen hat, ist das schlichte Kaufen und Halten zudem meist die vorteilhaftere Strategie – weniger Entscheidungen, weniger Fehler, weniger Kosten.

In einer 38-jährigen Betrachtung zeigt sich deutlich: Wer jedes Jahr verkauft und anschließend versteuert, verliert einen erheblichen Teil der Rendite. Durch das Kaufen und Halten zu Beginn der Periode hätte man eine annualisierte Rendite von 15,7 % erzielt. Dadurch wäre ein Investment von 100.000 EUR auf stolze 25.443.500 EUR angewachsen. Hätte man das Unternehmen jährlich verkauft, um dann wieder einzusteigen, hätte man aufgrund der Steuerpflicht eine annualisierte Rendite von 11,1 % erzielt. Der Unterschied mag klein erscheinen – die Auswirkung ist dennoch groß. Aus dem anfänglichen Investment von 100.000 EUR wäre eine Summe von rund 5.367.300 EUR entstanden. Durch einen schlichten Buy-and-Hold-Ansatz hätte man über den langen Zeitraum mehr als das 4,8-Fache verdient. Der Vergleich mag Ihnen unpassend oder unrealistisch erscheinen – wir sehen das anders. Die durchschnittliche Haltedauer von Aktien an den US-Börsen liegt mittlerweile sogar darunter. Fondsvehikel sind vorteilhaft, da bei fondsinternen Transaktionen keine Steuern anfallen. Erst durch den Verkauf der Fondsanteile werden Sie als Endanleger steuerpflichtig.

Der These, dass gute Renditen über lange Zeiträume hinweg vor allem durch Geduld entstehen, würde Ihr Broker oder Ihr Finanzberater vermutlich nicht zustimmen, da er sein Geld in der Regel durch Handelsvolumina und die Aktivität seiner Kunden verdient. So wird er stets gute Gründe finden, Ihnen eine Transaktion schmackhaft zu machen und deren Notwendigkeit zu untermauern. Sie täten gut daran, sich nicht allzu sehr davon beeinflussen zu lassen. Erfolgreiches Investieren ist und bleibt ein mentales Spiel, das Ruhe, Geduld und einen kühlen Kopf erfordert.

Portfolioübersicht

Um langfristig gute Renditen erzielen zu können und Risiken vorzubeugen, 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.

Wenn uns der Markt sehr gute 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 nicht umsetzen. Der Max Otte Multiple Opportunities Fonds gewährt uns hinsichtlich der Kapitalallokation deutlich mehr Handlungsspielraum.

Derzeit besteht das Portfolio aus 21 Einzeltiteln mit einer Gesamtgewichtung von 83,3 %. 11,2 % sind in Gold- und Silberzertifikaten geparkt, die wir als Liquiditätsersatz betrachten, sowie in einem Unternehmen, das Uran einlagert und schlicht am Preisanstieg des Rohstoffs partizipiert. 5,5 % halten wir in Euro, US-Dollar und Schweizer Franken. 35,8 % der Unternehmen unseres Portfolios sind in Nordamerika ansässig, 47,5 % 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 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	+ 2,55 %
Alpha Metallurgical Resources	+ 1,10 %
LVMH	+ 0,86 %

Folgende Titel haben den größten negativen Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	**Wertbeitrag**
Teleperformance	- 1,16 %
Atoss Software	- 1,01 %
CTS Eventim	- 0,97 %

Positive Entwicklungen

Alphabet

Der Tech-Konzern Alphabet fiel im vergangenen Quartal besonders positiv auf. Die Haltung der Finanzwelt gegenüber Alphabet war in den letzten Quartalen eher pessimistisch, da unter anderem eine Bedrohung der Google-Suchmaschine durch KI-Anwendungen befürchtet wird. Auch kartellrechtliche Klagen, die eine mögliche Aufspaltung des Konzerns, beziehungsweise einzelner Geschäftsbereiche anstoßen könnten, belasteten den Kurs der Aktie. Dies resultierte – insbesondere im Vergleich zu anderen US-Tech-Konzernen – in niedrigeren Bewertungsniveaus.

Eine Disruption des Suchmaschinen-Geschäfts halten wir langfristig durchaus für möglich – auch wenn sich dies bisher noch nicht andeutet. Klar ist, dass das Unternehmen einige Asse im Ärmel hält, die für positive Überraschungen sorgen können. Hinsichtlich der kartellrechtlichen Klagen urteilte ein US-Bundesgericht nun, dass der Konzern zwar gegen gewisse wettbewerbsrechtliche Vorgaben im Zusammenhang mit der Suchmaschine verstoße und dies künftig zu unterlassen habe, jedoch keine Notwendigkeit zur Abspaltung des Chrome-Browsers oder des Android-Systems bestehe. Das Urteil, dass zwar die Praktiken, nicht jedoch die Struktur angepasst werden müsse, nahm der Markt äußerst positiv auf und sorgte für einen deutlichen Preisanstieg der Aktie. Wir haben Alphabet bereits während des sogenannten Trump-Zoll-Crashs nachgekauft und konnten seither einen Kursanstieg von rund 50 % verbuchen.

Equinox

Ebenso positive Entwicklungen konnten wir bei der Goldmine Equinox verbuchen. Trotz des stark ansteigenden Goldpreises in den letzten Quartalen hinkten die Bewertungen der Goldminen lange Zeit hinterher. In vielen Fällen ist dies auch gerechtfertigt, da das Geschäftsmodell dieser Unternehmen mit einer geringen Prognostizierbarkeit ihrer Ertragskraft einhergeht.

Häufig steigt der Goldpreis in Verbindung mit geopolitischer Unsicherheit oder der Angst vor steigender Inflation. Geschieht dies, so steigen zwar die Umsätze – ebenso aber auch die Kosten für Equipment, Personal und Energie. Die Kombination dieser Faktoren macht die künftige Profitabilität dieser Unternehmen nur schwer kalkulierbar.

Dennoch können einzelne Investments in diesem Sektor äußerst profitabel sein. Entdecken Marktteilnehmer den Sektor für sich, kann es zu rasanten Preisanstiegen kommen. Im Falle von Equinox stieg die Bewertung allein im dritten Quartal um ganze 94 %.

Transaktionen

Um Redundanzen zu vermeiden und den Fokus auf die wesentlichen Veränderungen zu legen, gehen wir im Rahmen des Reports nicht zwingend auf jede Einzeltransaktion ein. Zudem behalten wir uns das Recht vor, aus Compliance-relevanten Gründen oder strategischen Überlegungen heraus bestimmte Transaktionen vorerst nicht offenzulegen.

Neuaufnahmen

Im dritten Quartal nahmen wir lediglich einen Titel ins Portfolio auf: Gartner Inc. Das Unternehmen ist der führende Anbieter in den Bereichen IT-Research und -Beratung. Durch den intensiven Austausch mit Unternehmen aus diversen Branchen verfügt Gartner über einen umfangreichen Wissensschatz zur Anwendbarkeit und Implementierung von Technologien. Damit liefert Gartner Führungskräften eine fundierte Grundlage, Entscheidungen zu Investitionsprojekten zu treffen.

Gartners Geschäftsmodell basiert auf abonnementbasierten Research- und Beratungsleistungen, die stabile, wiederkehrende Erträge generieren. Ergänzend veranstaltet das Unternehmen Konferenzen und Networking-Events für Führungskräfte verschiedenster Branchen. Zwar sind die Konferenzen hinsichtlich des Umsatzes weniger relevant, dennoch stellen sie eine wichtige Plattform für den Informationsaustausch zwischen Führungskräften dar und helfen Gartner langfristig bei der Stärkung der eigenen Marke.

CEO Eugene Hall führt Gartner seit 2004 und hält rund 1,17 Mio. Aktien im Wert von etwa 300 Mio. USD (1,55 % der ausstehenden Aktien). Unter seiner Leitung hat sich Gartner zum Goldstandard für Technologiewissen entwickelt. Der Name steht für Entscheidungssicherheit bei Investitionsprojekten und dient Führungskräften als Rückversicherung. Stellt sich ein Projekt als Fehlinvestition heraus, so können Führungskräfte darauf verweisen, dass sie von den Besten beraten wurden, und müssen das Projekt nicht als eigenen Fehler verbuchen. Der stolze Preis von rund 50.000 USD pro Jahr fällt im Verhältnis zu möglichen Fehlinvestitionen oder einem potenziellen Karriererisiko für Führungskräfte kaum ins Gewicht.

Gartners Datenbasis aus über 500.000 jährlichen Kundeninteraktionen ist einzigartig und unserer Ansicht nach nicht durch KI-Anwendungen replizierbar, da das Wissen nicht öffentlich zugänglich ist. Auch direkte Wettbewerber haben es äußerst schwer, die Qualität der Dienstleistung zu kopieren, da diese ein Resultat aus den zahlreichen Interaktionen mit Kunden ist. Gartner ist aufgrund des breiten Wissensschatzes und des Markennamens attraktiv. Das lockt Kunden an, die wiederum den Wissensschatz von Gartner erweitern. Durch diesen Effekt baut sich der Wettbewerbsvorteil fortlaufend aus und macht das Unternehmen nur schwer angreifbar.

Mit einem Jahresumsatz von rund 6,3 Mrd. USD und einem Marktpotenzial im dreistelligen Milliardenbereich sehen wir weiteres Wachstumspotenzial. Die Sorgen um eine KI-Disruption halten wir für unbegründet. Konjunkturelle Risiken sind bereits in der moderaten Bewertung (KGV 16) eingepreist. Bei einem Umsatzwachstum von rund 12 % p. a. und einem Wachstum des freien Cashflows pro Aktie von fast 18 % über die letzte Dekade ist Gartner langfristig attraktiv.

Aufgrund der niedrigeren Marktkapitalisierung infolge des Abverkaufs der Aktie besteht derzeit die Möglichkeit eines Ausschlusses aus dem S&P 500, was Indexverkäufe auslösen könnte. Dies könnte weitere Abverkäufe nach sich ziehen und den ohnehin guten Kaufkurs nochmals deutlich attraktiver machen. Daher haben wir zunächst eine Einstiegsposition von 3 % aufgebaut. Perspektivisch werden wir diese Position ausbauen.

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 – wie beispielsweise Uran.

Derzeit sind die Kategorien wie folgt gewichtet:

Kategorie	**Gewichtung**
Qualitätswachstum	64,2 %
Value-Aktien	19,1 %
Edelmetall-Zertifikate und physische Assets	11,2 %
Cash-Bestände	5,5 %

Qualitätswachstum: 64,2 %

Die Gewichtung von Qualitätsaktien mit 64,2 % gefällt uns grundsätzlich gut. Aufgrund der großzügigen Wachstumsmöglichkeiten dieser Unternehmen erwirtschaften wir Renditen über die Haltedauer statt über die ständige 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 17,2 % steigern und erzielten dabei Kapitalrenditen durch den frei verfügbaren Cashflow von 20,2 %. Dies sind sehr ordentliche Wachstumsraten bei außerordentlicher Profitabilität – eine Kombination, die uns gefällt.

Über 115 % des Nettogewinns konnten in freien Cashflow übersetzt werden. Die jährlich zu leistenden Zinszahlungen auf das Fremdkapital der Qualitätsunternehmen werden derzeit 71-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 14,5-Fachen des freien Cashflows. Mit Blick auf den S&P 500, der aktuell mit dem 31-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: 19,1 %

Die Rendite des Value-Portfolios entsteht primär dadurch, dass wir einen Dollar für 50 Cent kaufen und den Abschlag zu besagtem Dollar möglichst hoch halten. Das Value-Portfolio wird derzeit mit dem 12,5-Fachen des freien Cashflows bewertet und besteht im Wesentlichen aus Rohstoffproduzenten. Das Preisniveau wäre grundsätzlich in Ordnung; jedoch ist die Bewertungsmethode nur bedingt tauglich, da die aktuellen Titel einer gewissen Zyklizität unterliegen.

Wir gehen davon aus, dass der künftige freie Cashflow höher ausfallen wird und der derzeitige Abschlag zum inneren Wert ausreichend groß ist. Zudem haben wir bereits einige Titel auf dem Radar, die wir gegebenenfalls aufnehmen würden, um den Abschlag zum inneren Wert insgesamt 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