

FORUM Family Office GmbH • Uhlandstr. 5 • 80336 Munich, Germany

Uhlandstr. 5
80336 Munich
Germany

An: Forum Geschäftspartner und
Interessenten

Telephone +49/ (0)89 / 27 37 49 – 0
Telefax +49/(0)89 / 27 37 49 – 15

E-mail b.wittek@forumgruppe.de
URL www.forumgruppe.de

München, den 28.03.2025

FES-Bericht des Chief Investment Officer („CIO“) 4. Quartal 2024

Sehr geehrte Geschäftspartner und Interessenten!

Dieser Bericht des CIO richtet sich an alle Geschäftspartner und Interessenten an den Aktivitäten des FORUM Family Office („FFO“) im Bereich börsennotierter Unternehmen/Value Investing. Hauptsächlich dient der Bericht:

- a) unseren **Mitarbeitern** als Feedback wie gut wir gearbeitet haben – langfristige Investment-Performance ist der ultimative Test für unsere Leistung.
- b) den **Unternehmen und deren Management**, die sich für den Austausch mit uns Zeit nehmen, um Ihnen zu vermitteln mit wem sie es zu tun haben.
- c) den nahezu 200 **Bewerbern**, die sich jährlich bei **FORUM** für den Bereich Value Investing bewerben, um Ihnen ein Gefühl zu geben was Sie als Mitarbeiter von FORUM erwartet.

Gelegentlich werden wir auf unsere Aktivitäten im börsennotierten Bereich auch als **FORUM European Smallcaps („FES“)** verweisen, die Begriffe sind synonym.

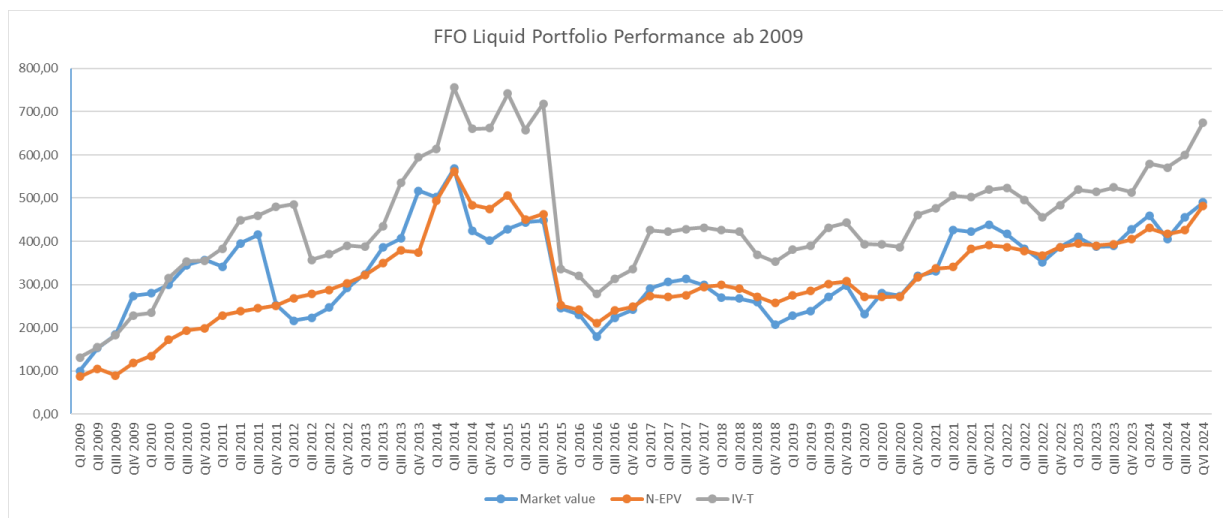
Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum **31. Dezember 2023 bis 31. Dezember 2024.**

A. Überblick – FES-Ergebnisse 2024

Der Chart unten zeigt die Entwicklung anhand **der drei von uns verwendeten Schlüssel-Kennzahlen:**

- a) Entwicklung des Portfolios zu Börsenkursen: **Nettoinventarwert („NAV“)**
- b) Entwicklung des N-EPV: **intrinsischer Netto-Ertragswert ohne Wachstum**
- c) Entwicklung des IV-T: **intrinsischer Netto-Ertragswert mit Wachstum**

Im Zentrum der Anlagephilosophie steht das Ziel, **den Intrinsischen Wert unseres Portfolios um 10-15% pro Jahr zu steigern**. Die Börsenkurse sind viel volatil, werden jedoch **mittel- und langfristig der Entwicklung der Intrinsischen Werte folgen**.



Im Folgenden kommentieren wir die Entwicklung dieser drei Werte:

1. Ergebnisse zu Börsenkursen/Marktwerten

Im 4. Quartal 2024 stieg der Nettoinventarwert („NIW“) je Aktie von € 457,76 auf € 489,51, d.h. um 6,9% im Vergleich zum 3. Quartal 2024. Unsere Benchmark MSCI Europe ist im gleichen Zeitraum um 3,5% gefallen. D.h., wir hatten eine **Outperformance von ca. 10,4% (linear gerechnet)**.

Nach 12 Monaten liegt der NIW um 16,0% über dem Wert vom Jahresanfang. Demgegenüber ist die Benchmark um 8,3% gestiegen. D.h. nach 12 Monaten besteht eine **Outperformance von ca. 7,7% (linear gerechnet)**.

2. Ergebnisse zu Intrinsischen Werten

Die folgenden Kapitel beleuchten das Zusammenspiel von NIW mit den Intrinsischen Werten:

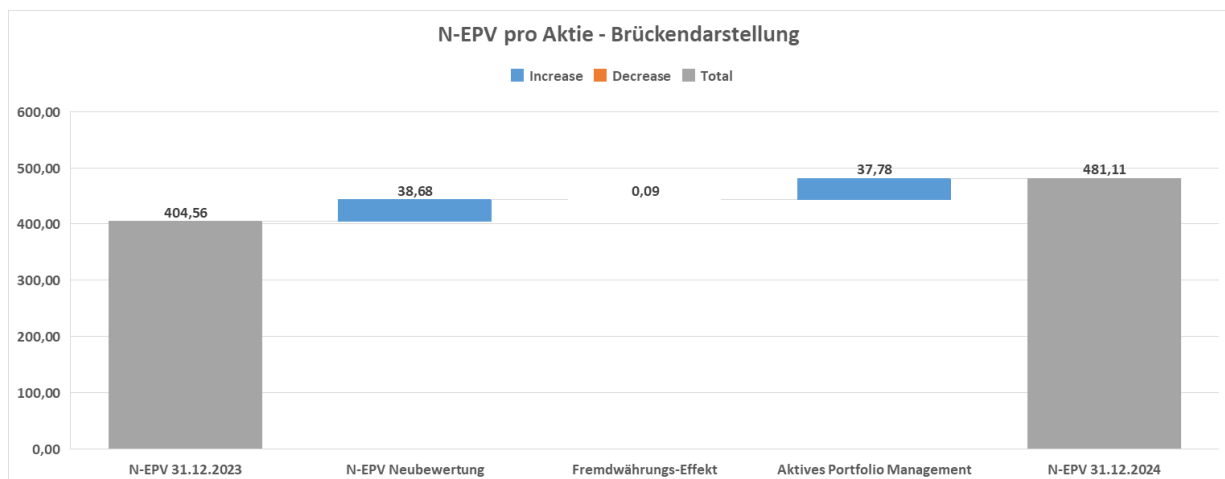
2.1. Net Earnings Power Value (N-EPV)

Die **orangene Kurve** im oben gezeigten Graph stellt den N-EPV dar. Der N-EPV erfasst die Ertragskraft eines Unternehmens in einer stabilen Situation – das Wachstum wird also nicht bewertet. Wir berechnen es wie folgt:

- Wir schätzen, **wieviel freie Finanzmittel („Cash Flows“) das Geschäft generiert, wenn wir nichts in Wachstum reinvestieren müssten**, z.B. Investitionen.
- Diesen Cashflow kapitalisieren wir mit einem Faktor**, der auf das Risiko des Geschäftes abstellt – kleine Geschäfte mit niedriger Kundenbindung und instabilen internen Prozessen erhalten einen niedrigeren Faktor, größere Geschäfte mit hoher Kundenbindung und stabileren internen Prozessen einen höheren Faktor.

Insofern ist der **N-EPV eine sehr konservative Bewertung** – er macht keine Annahmen über das zukünftige Wachstum, das immer mit Unsicherheit verbunden ist.

Im Jahr 2024 stieg der Net Earnings Power Value („N-EPV“) unseres investierten Portfolios von € 404,56 auf € 481,11 d.h., um ca. 19%. Die Veränderungen sind im nachfolgenden Brücken-Chart dargestellt:



Der Anstieg ist das Ergebnis der folgenden Faktoren:

- Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Wir haben den Intrinsischen Wert bei zwei Beteiligungen (Pandora und Smiths News) anheben können, weil die Geschäftsentwicklung sehr positiv war.

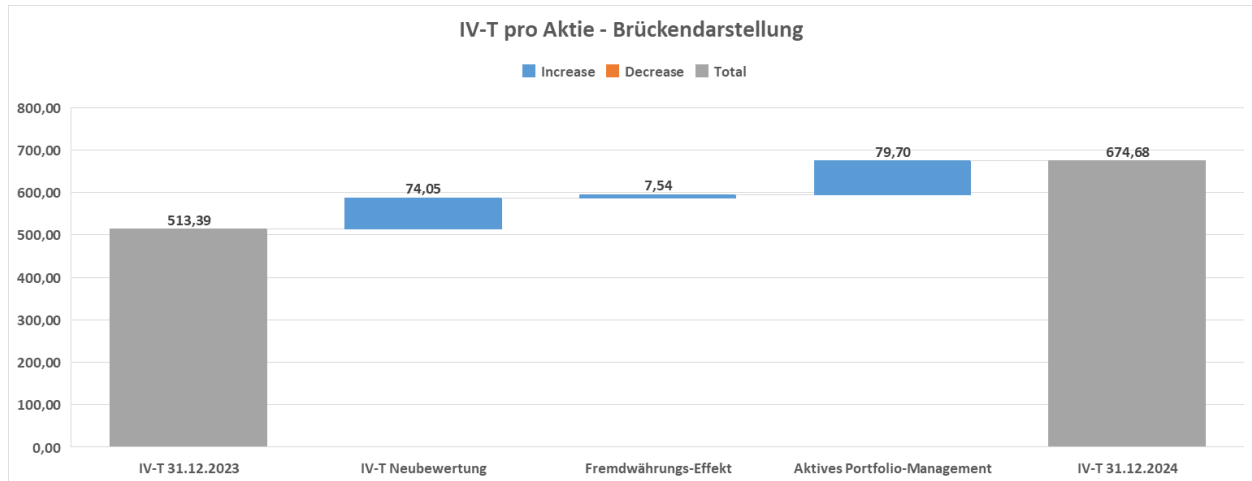
Im Jahr 2024 ist **Pandora um 12% organisch gewachsen**. Smith News hat seine Schulden refinanziert und die Dividendenbeschränkung aufgehoben.

- Währungsveränderungen:** Positive Währungseffekte durch die Aufwertung des britischen Pfundes gegenüber dem Euro.
- Aktives Portfolio-Management:** Im Jahr 2024 haben wir eine **neue Position in einem schwedischen Roll-up aufgebaut**, der Kaufpreis lag unterhalb des N-EPV. Gleichzeitig haben wir unsere **Position in Bayer verkauft**. Der Netto-Effekt war eine **Umwandlung von Liquidität in höheren N-EPV**.

2.2. Total Intrinsic Value (IV-T)

Die **graue Linie** im Graph zeigt den Wert des Portfolios gemessen am IV-T – das ist der intrinsische Wert **inklusive des Wertbeitrags von Wachstum** (das „T“ steht für „Total“). Im Jahr 2024 stieg der IV-T von € 513,39 auf € 674,68 pro rechnerischen Anteilsschein, d.h., um ca. 31,4%.

Der folgende Brücken-Chart zeigt die **Wertbeiträge der verschiedenen Treiber des IV-T**:



Die wichtigsten Entwicklungen waren:

- Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Auch hier konnten wir bei zwei Werten (Pandora und Smiths News) aufgrund der guten Geschäftsentwicklung den IV-T hochschreiben.
- Wechselkursveränderungen:** Positive Währungseffekte durch die Aufwertung des britischen Pfundes gegenüber dem Euro.
- Portfolio-Managements:** Durch die im vorigen Kapitel beschriebenen Umschichtungen konnte der IV-T Gesamtwert des Portfolios gesteigert werden.

2.3. Zusammenfassung

Der Stand ist immer noch am besten durch das erste Diagramm zusammengefasst, bei dem die Entwicklung anhand dreier Metriken dargestellt wird:

- Marktpreise
- Intrinsischer Ertragswert („N-EPV“)
- Intrinsischer Gesamtwert incl. Wachstum („IV-T“)

Im Jahr 2024 waren die **Highlights**:

- Die Börsenkurse unserer Beteiligungen stiegen um 16%.
- N-EPV und IV-T sind jeweils angestiegen.

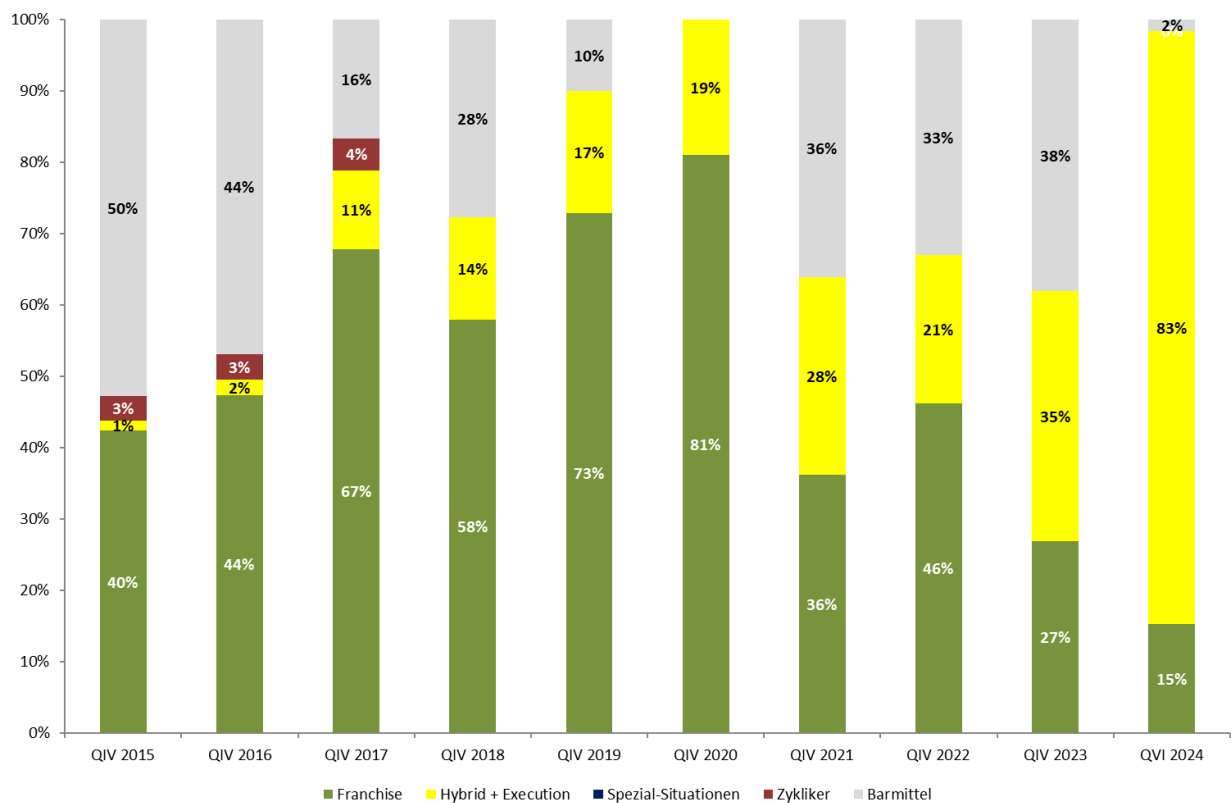
Per 31.12.2024 liegt der Marktwert des Portfolios **am unteren Ende der Spanne aus den beiden Intrinsischen Werten**. Damit ist das Portfolio gut gegen Börsenschwankungen abgesichert, diese Bewertung ist konservativ.

B. Portfolio Strategie

1. „Long Book“ - Portfolio-Entwicklung nach Geschäfts-Qualität

1.1 Überblick

Die nachstehende Grafik zeigt die **Entwicklung unseres Portfolio-Mix nach Qualität des Unternehmens**:



Wie Sie sehen können, hat sich der Anteil der Franchise-Geschäfte verringert, er liegt jetzt nur noch bei 15%. Das liegt daran, dass:

- wir unsere Position in **Bayer** im 1. Quartal 2024 verkauft haben.
- die Märkte auch nach dem Zinsanstieg 2023/24 **Unternehmen der höchsten Qualitäts-Stufe** – das sind unsere Franchise-Geschäfte – **immer noch sehr hoch bewerten**. Da kommen wir mit unserer „Value-Philosophie“ nicht hin.

1.1.1 Franchise-Geschäfte

Diese Geschäfte weisen die höchste Geschäftsqualität auf – sie kombinieren i.d.R. **hohe Kundenbindung mit einem starken Wettbewerbsvorteil**. Historisch betrachtet waren diese Geschäfte stets der Kern von FORUMs Portfolio, mit einem **Anteil von 40 - 60%**.

Ende 2024 war die einzige Franchise-Position **Sartorius**.

Der Rückgang des Anteils im Jahr 2024 beruht auf der negativen Kursentwicklung von Sartorius. Der Auftragseingang blieb hinter den Erwartungen zurück. Dahinter stehen nach unserer Einschätzung aber **keine strukturellen Gründe, sondern Lageranpassungen post-Corona bei den Kunden**.

1.1.2 Hybride und Execution-Geschäfte

Dies sind **Geschäfte mit mittlerer oder niedrigerer Qualität**. Die Industrien in dieser Gruppe reichen von Formteilen bis zu Modeschmuck. Da die Qualität dieser Geschäfte nicht herausragend ist, kommt es auf die Qualität des Managements an. Daher verbringen wir im Rahmen unserer Due Diligence viel Zeit damit, dieses einzuschätzen.

Ende 2024 hatten wir **6 (31.12.2023: 5)** Unternehmen in dieser Gruppe, deren Anteil am Portfolio bei 83% lag (31.12.2023: 35%).

1.1.3 Special-Situationen und Zykliker

Im Jahr 2024 hatten wir **keine Investments** in diesen beiden Typen von Investment-Situationen.

1.1.4 Roll-ups

Unter „**Roll-ups**“ bezeichnet man **Unternehmen, die systematisch kleinere Unternehmen akquirieren**. Die meisten dieser **akquisitionsorientierten** Unternehmen integrieren die übernommenen Unternehmen zügig in ihren Konzern.

In dieser Kategorie haben wir im **4. Quartal 2024** eine Position in **einem schwedischen Roll-up aufgebaut**.

2. Leerverkaufs-Portfolio

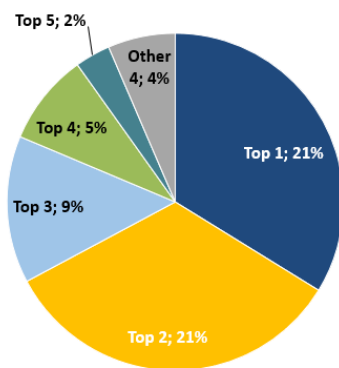
Im Jahr 2024 hatten wir keine offene Leerverkaufs-Position (31.12.2023: 0).

3. Weitere Aspekte des Portfolio-Mix

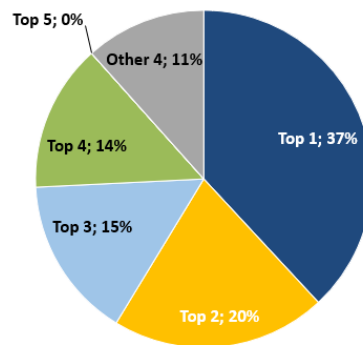
3.1 Portfolio-Konzentration

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Konzentrationsgrads unseres Portfolios:

Positionsgrößen Q IV 2023



Positionsgrößen Q IV 2024

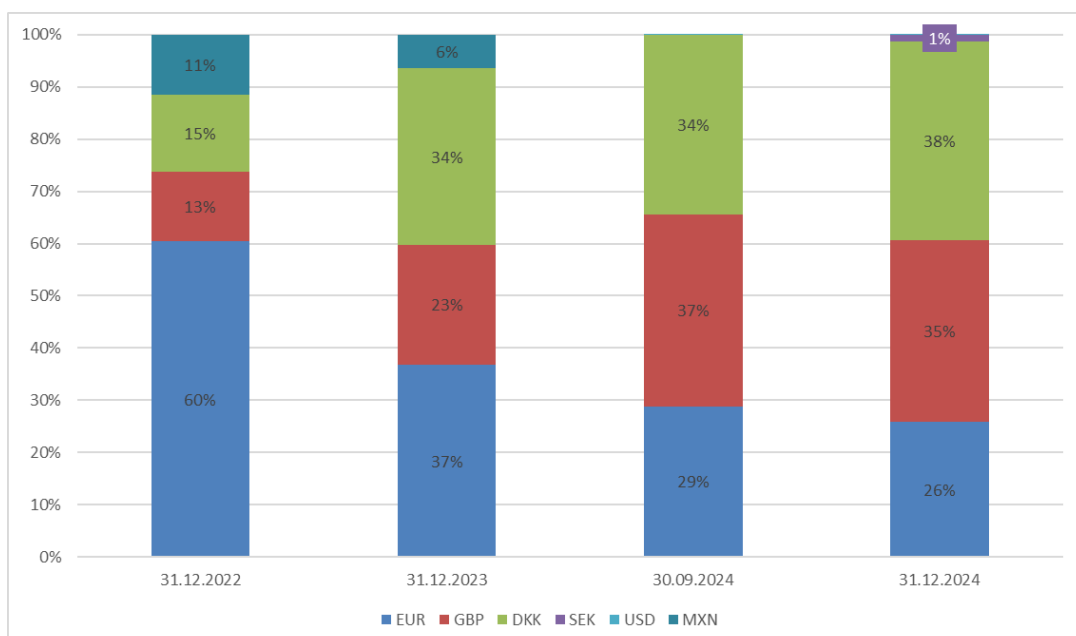


Wie man sieht, ist die Konzentration unseres Portfolios im Jahr 2024 gestiegen:

- Die **Konzentration unserer größten Position (Top 1)** hat zugenommen.
- Die **drei größten Investments** machen ca. **73% des Portfolios** aus – gegenüber 50% zum Jahresende 2023.

4. Portfolio-Zusammensetzung nach Währungen

Nachfolgend ist die Entwicklung des Portfolios nach Währungen dargestellt:



Demnach ist der **€-Anteil** derzeit bei **26%**. Damit wären wir im Falle einer neu aufflammenden €-Krise tendenziell weniger betroffen. Es ist jedoch anzunehmen, dass die anderen Währungen aus dem geographischen Raum von einer derartigen Krise über Sekundär-Effekte ebenfalls betroffen wären.

Die **Investition** in das **schwedische Roll-up** hat dazu geführt, dass die **schwedische Krone** in die Währungszusammensetzung unseres Portfolios **aufgenommen** wurde.

C. Risikoprofil

1. Risiken aus dem Umfeld

Die makroökonomischen Risiken sind gegenüber dem Vorjahr **angestiegen**:

- a) **Donald Trump:** Er stellt ein Risiko für die Aktienmärkte dar, da seine unvorhersehbaren Entscheidungen und die Möglichkeit von protektionistischen Maßnahmen wie neue Zölle zu erheblichen Verwerfungen in der Wettbewerbsposition europäische Unternehmen schaffen können. Diese Faktoren könnten Handelskonflikte verschärfen und die Marktvolatilität erhöhen.
- b) **Bubble-Bewertung USA:** Das langfristige durchschnittliche CAPE des S&P 500 seit 1871 liegt bei 17,5x, aktuell bei 37,0x – mehr als doppelt so hoch. Damit sind die Bewertungen nach der Blase von 1999 die zweithöchsten der Geschichte und übertreffen das Niveau von 1929. Historisch folgen auf solche Bewertungen oft schwache Aktionärsrenditen.
- c) **Die weiter angestiegene Verschuldung im öffentlichen Sektor:** Daraus kann in einem Land oder einer Region plötzlich eine Vertrauenskrise entstehen, die zu Panik-Reaktionen an den Finanzmärkten führen kann. Im Jahr 2025 liegt der Schwerpunkt der Sorge neben Süd-Europa bei den Emerging Markets.
- d) Schließlich ist das **Risiko geopolitischer Auseinandersetzungen** durch den Ukraine-Krieg und die Konfrontation zwischen China und den USA akut und unberechenbar geworden.

2. Unternehmens-spezifische Risiken

In unserer Einschätzung sind die Unternehmens-spezifischen Risiken relativ begrenzt. Die größten Risiken sind aus unserer Sicht:

- a) **Smiths News:** Hier sinkt das Volumen der verteilten Presse-Artikel jedes Jahr. Der Rückgang konnte bislang durch Preiserhöhungen weitgehend aufgefangen werden. Allerdings wird irgendwann ein „Tipping Point“ erreicht werden, bei dem diese Preiserhöhungen zu einer Beschleunigung des Abwärtstrends bei den Stückzahlen führen. Und anders als z.B. bei Zigaretten wächst bei Presseerzeugnissen keine Gruppe junger, zahlender Konsumenten nach.
- b) **Sartorius:** Hier steht ein CEO-Wechsel an, Herr Kreuzburg, der das Unternehmen 20 Jahre lang sehr erfolgreich geführt hat, scheidet aus.

D. Post-Mortem 2024

Wie immer kommen wir jetzt zu dem Teil des Jahresberichts, aus dem wir am meisten lernen: **der Analyse unserer Fehler**. Wir verstehen uns als **lernende Organisation** und verbringen daher viel Zeit damit, **unsere Fehler aufzuarbeiten, und daraus Konsequenzen für die Zukunft zu ziehen**. An diesem Lern-Prozess möchten wir Sie teilhaben lassen.

Nachfolgend haben wir unsere Fehler **in der bewährten Zweiteilung aufgearbeitet**:

- a) **Errors of Commission** - Fehler aus Aktionen, die man **gemacht hat**.
- b) **Errors of Omission** – Fehler aus Aktionen, die man **NICHT gemacht hat**.

(Wir haben es immer noch nicht geschafft, eine Übersetzung für diese Begriffe zu finden, die den Reim übernimmt, insofern werden wir diese Anglizismen weiterverwenden.)

1. Errors of Comission

1.1. Käufe

Im Jahr 2024 haben wir keine Käufe getätigt, die wir aus heutiger Sicht hinterfragen würden.

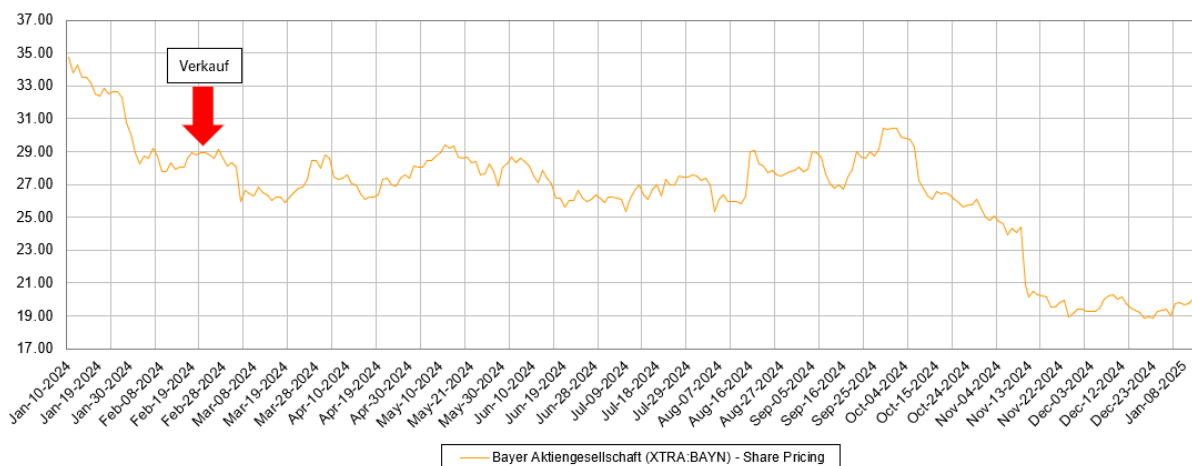
1.2. Verkäufe

Auch unsere Verkäufe waren u.E. richtig – und haben zur Outperformance beigetragen.

1.2.1 Bayer

Erster Verkauf im Jahr 2024 war der vollständige Verkauf unserer Position in **Bayer**. Der Erlös lag bei durchschnittlich € 28,- pro Aktie. Aktuell liegt der Aktienkurs bei ca. € 22,-. Demnach hat der Verkauf einen weiteren Verlust von mehr als 20% verhindert.

Bayer Aktiengesellschaft (XTRA:BAYN) - Share Pricing



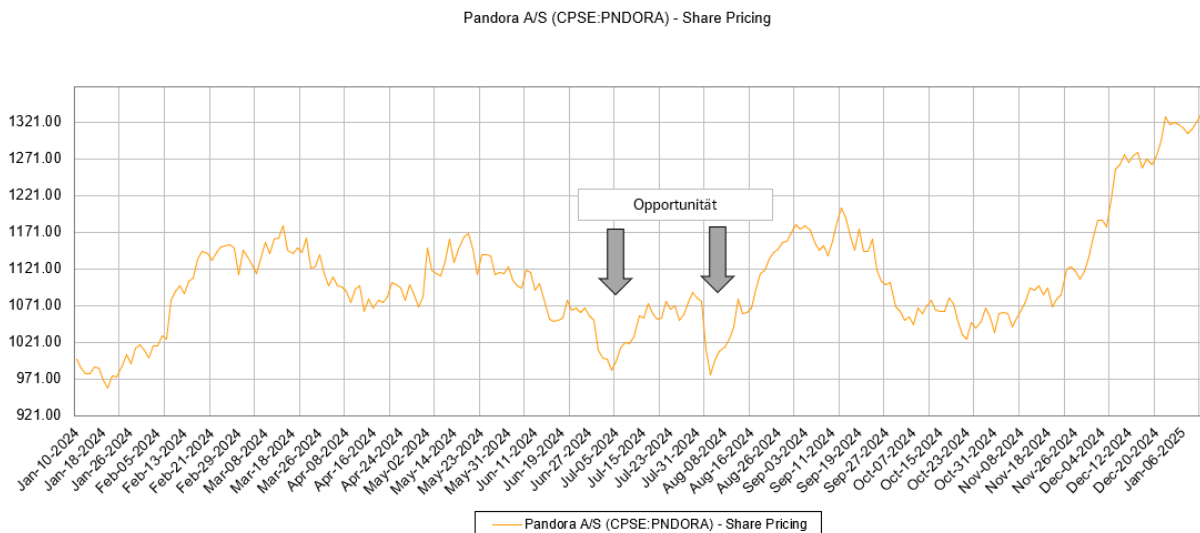
Eigene Darstellung, Quelle der Daten: Axxion S.A, Capital IQ, Informationsstand: 21.01.2025

1. Errors of Omission

2.1 Nicht Getätigte Käufe – Pandora

Der größte Error of Omission war ganz klar, dass wir nicht unsere Position in Pandora deutlich aufgestockt haben, als der Aktienkurs nach Veröffentlichung der Zahlen für Q II 2024 kurzfristig deutlich einbrach und **die Schwelle von DKK 1.000 unterschritt**.

Der untenstehende Graph veranschaulicht die verpasste Chance eindrücklich.



Eigene Darstellung, Quelle der Daten: Capital IQ, Informationsstand: 21.01.2025

Wenn man die interne Diskussion zu diesem Zeitpunkt rekonstruiert, war der Grund eine Mischung aus „lass uns noch mehr Analyse machen“ und „unterschiedliche Ansichten“ im Team über die Bewertung.

2.2 Nicht Getätigte Verkäufe

Kandidaten für Fehler in dieser Kategorie sind **Unternehmen mit einer der folgenden Charakteristika**:

- a) **Wertberichtigung** der Intrinsischen Werte
- b) **Aktienkurs (deutlich) über dem IV-T**
- c) Unternehmen mit **enttäuschender Entwicklung von Kursen und/oder Intrinsischen Werten**.

Im Jahr 2024 haben wir **keine Verkäufe** verpasst, die den Punkten entsprechen. Wie oben dargestellt mussten erstmals **keine Wertberichtigungen auf Intrinsische Werte vornehmen**, keine Aktie notierte oberhalb ihres IV-Ts und kein Unternehmen hat seine Wachstums-Perspektiven reduziert.

E. Makroökonomische Perspektive

Zu diesem Thema verweisen wir auf unser „Macro Dashboard“.

F. Schlussfolgerungen und Ausblick

2024 war ein sehr gutes Jahr:

- a) Der **Wert eines** Anteilsscheins (=NAV) ist **um ca. 16,0% gestiegen**. Damit haben wir eine **Over-Performance (linear) von ca. 7,7%**.
- b) **Die Intrinsischen Werte** unseres Portfolios sind um ca. 19% gestiegen.
- c) Der NAV liegt weiterhin am unteren Bereich der Spanne, die aus dem N-EPV und dem IV-T gebildet wird. D.h., der Markt bewertet unsere Unternehmen, als ob sie kein Wachstum hätten. **Das ist historisch zu niedrig, und in der Vergangenheit hat sich diese Konstellation immer wieder korrigiert.**

Entscheidend für die Entwicklung unseres Portfolios im Jahr 2025 wird – unverändert - die **Entwicklung der Intrinsischen Werte sein**, d.h., der Fundamental-Daten des Portfolios. Solange die sich positiv entwickeln, baut sich Kurssteigerungs-Potenzial für die Zukunft auf – langfristig werden die Aktienkurse den Gewinnen bzw. Intrinsischen Werten folgen.

Ihr



Dr. Burkhard Wittek

Anlage 1: Zusammenfassung der FES-Investment-Philosophie

1. Investments (“Long Book”)

Unsere Investment Philosophie folgt den Prinzipien des Value Investing in der Interpretation von Warren Buffett: wir investieren mit einer Sicherheits-Marge in Geschäfte, die wir gut verstehen.

Wir verstehen Geschäfte dann gut, wenn Sie in unsere Kern-Kompetenz fallen (“Circle of Competence”). Die definieren wir wie folgt:

- a) Kern unserer Kern-Kompetenz sind Geschäfte mit tendenziell hoher Qualität. Das sind Geschäfte mit hoher Kundenbindung und grossem Wettbewerbsvorteil, d.h., vor allem die Franchise-Geschäfte. Aber auch im Bereich der hybriden Geschäftsmodelle gibt es viele Geschäfte, die langfristig sehr hohe und stabile Erträge erwirtschaften.

Wir definieren die hohe Qualität über Geschäfts-Konzepte (“economic frameworks”), die zu langfristig hohen stabilen Erträgen führen. Diese Konzepte kommen aus allen möglichen Bereichen der Wirtschaft, z.B.

- Umsatzmodelle auf Abo-Basis
 - Wiederkehrende Umsätze
 - Hohe Wechselkosten der Kunden incl. Wechsel-Risiko
 - Marken
 - Hoher Nutzenbeitrag der Produkte und Services beim Abnehmer
 - Network Economics
 - usw.
- b) Zweites Kriterium für die Qualität eines Geschäftes ist die **Qualität des Managements inklusive der Aufsichtsgremien und u.U. auch eines starken oder sogar dominierenden Aktionärs**. Wir suchen nach CEOs, die entweder Weltklasse oder in ihrer Branche herausragend sind.
 - c) Regional definieren wir unseren Circle of Competence als **West-Europa**. Innerhalb West-Europas haben wir eine starke Präferenz für DACH und die Nordischen Länder, die dort herrschenden Denkweisen über das Management von Geschäften kombinieren i.d.R. guten “money sense” mit langfristiger Ausrichtung.

Bei der Suche nach Investitionsmöglichkeiten fokussieren wir uns auf kleine und mittelgrosse Geschäfte, weil dort weniger Analysten unterwegs sind. Die wahrscheinlich, einen Large Cap Wert günstig zu kaufen, ist deutlich geringer – es gibt diese Situationen aber immer wieder.

Wenn wir ein Investment tätigen, **schauen wir uns als erstes an, was wir bekommen** (“What we get”). Für uns sind die wichtigsten Aspekte:

- a) **Qualität des Geschäfts:** Wir unterscheiden drei Kategorien. Am meisten lieben wir Franchise-Geschäfte mit hoher Kundenbindung und grossem Wettbewerbsvorteil. Dahinter kommen hybride Geschäfte. Die Geschäfte, die die höchste Management-Leistung benötigen, sind Execution-Geschäfte.

Wir versuchen, einen signifikanten Teil unseres Portfolios in Franchise-Geschäften zu haben. Aber dies ist keine Dogma: es gibt Perioden, in denen diese Geschäfte vom Aktienmarkt deutlich überbewertet werden. Die bekannteste Phase sind die sogenannten “**Nifty fifty**” – 50 US-Unternehmen, die als von so hoher Qualität eingeschätzt wurden, daß man sie auf ewig halten sollten. Die “Nifty fifty-Euphorie” begann in den 1960er Jahren und lief bis 1972 heiss – dann platzte die Blase. In der folgenden 7-Jahresperiode erzielten die Nifty Fifty eine um 30% schlechtere Kursentwicklung als der Vergleichsindex S&P 500.

Bei FORUM lieben wir “Peace of Mind” – aber am Ende sind für uns Renditen wichtiger. Insofern reduzieren wir unsere Allokation zu Franchise-Geschäften, wenn die prognostizierte Rendite unserer Investment-Kandidaten nicht unsere Mindest-Rendite erreicht.

- b) **Management und Aufsichtsrat:** in jedem Geschäft haben der CEO, der Rest des Management Teams, die Mitglieder des Aufsichts- oder Verwaltungsrats einen enormen Einfluss auf die Erträge, die das Geschäft in den folgenden 5 Jahren abwirft. Ein Geschäft mit einer Eigenkapitalrendite von 15% verdoppelt seine Eigenkapitalbasis in den nächsten 5 Jahren (vor Ausschüttungen). Wie diese zusätzlich erwirtschafteten Eigenmittel eingesetzt werden, kann einen signifikanten Beitrag zur Wertschaffung oder – vernichtung leisten.
- c) **Internal Compounding (Eine Übersetzung dieses Begriffs ist nahezu unmöglich):** damit wird die gesamte Wertsteigerung eines Geschäftes bezeichnet, die sich aus Anfangswert, Dividenden und Endwert ergibt. Dabei spielt die Kapitalintensität eine ganz wichtige Rolle, denn
- sie erfordert erstens den Einsatz von freien Finanzmitteln (die damit nicht für Dividenden zur Verfügung stehen)
 - und limitiert damit das intern finanzierbare Wachstum – es entspricht bei gleichbleibender Kapitalintensität der Eigenkapital-Rendite.

Das ideale Geschäft hat damit eine niedrige Kapitalintensität verbunden mit der Möglichkeit, für viele Jahre zu wachsen. Das “internal compounding” – d.h. die so generierte Rendite wächst mit einer hohen Rate und geometrisch. Der Aktienmarkt hat oft eine kurzfristigere Perspektive und preist dieses “internal compounding” nicht ein – das ist dann eine Chance für uns.

Darum ist unser Portfolio durch Unternehmen geprägt, die deutlich schneller wachsen als das reale Wachstum des europäischen BSP-Wachstums.

Nach der Prüfung, was wir bekommen (“what we get”) analysieren wir, “What we pay”. Die wichtigsten Prinzipien sind:

- a) Ankerpunkt unserer Bewertung von Unternehmen ist der **Nettoertragswert - Net Earnings Power Value ("N-EPV")**. Wir definieren N-EPV als den kapitalisierten Wert der Cash Flows, die das Geschäft in einer stabilen Lage (“on a sustainable basis”) erwirtschaftet, d.h., ohne Wachstum. Dieser Wert misst, was ein Geschäft heute wert ist, und das Wachstum “umsonst” bekommen.
- b) Auch für die besten Geschäfte – Franchise-Geschäfte mit gutem Management und abschbarem Raum für Wachstum – zahlen wir nicht wesentlich mehr als N-EPV. Dies ist unsere Definition der **Sicherheits-Marge (“Margin of Safety”)**.
- c) Unsere **Mindest-Rendite für neue Investitionen** ist **20% p.a.**

Wir definieren **Risiko als den endgültigen Verlust unseres eingesetzten Kapitals**. Wenn das Risiko eines permanenten Verlustes “mehr als insignifikant” ist – gemeint ist damit eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 5 - 10% - verfolgen wir die Investment-Idee nicht weiter.

Dagegen ist die Volatilität von Aktienkursen von uns nicht als Risiko: wir betrachten diese Schwankungen als statistisches Rauschen. Stattdessen konzentrieren wir uns darauf, die Entwicklung der intrinsischen Ertragskraft zu analysieren: hat sie sich verändert, müssen wir sogar eine Wertberichtigung auf unseren letzten Wert vornehmen. Wenn nicht, prüfen wir, ob die Kursschwankung u.U. eine Kaufgelegenheit darstellt.

2. Leerverkaufs-Portfolio (“Short Portfolio”)

Mit unserem Leerverkaufs-Portfolio verfolgen wir drei Ziele: Our **short investments** serve three purposes:

- a) **Autonome Shorts**: das sind Unternehmen, die deutlich überbewertet sind, und bei denen es einen Katalysten gibt, der eine Korrektur der Überbewertung auslösen sollte. Der Katalyst kann z.B. die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung oder ein Verfehlen von Bedingungen in Kreditverträgen sein (“breach of covenants”).
- b) **Absichern eines Unternehmens-spezifischen Risikos bei Investments** (“long-Positionen”): wir erreichen das durch Eingehen einer “gespiegelten” Position, die sich gegenläufig entwickeln sollte.
- c) **Absichern des Gesamt-Portfolios** gegen eine Überbewertung des gesamten Aktienmarktes. Damit neutralisieren wir das Risiko einer Markt-Korrektur – und behalten das sogenannte “Alpha”, d.h., die erwartete Unternehmens-spezifische Über-Rendite.

Innerhalb der Leerverkaufs-Portfolios unterscheiden wir zwischen

- a) „conviction bets“ – das sind Investments, bei denen wir einen hohen Überzeugungsgrad zur Einzel-Position haben
- b) „stochastic bets“ – das sind Investments, bei denen wir nicht auf einen Kursrückgang einer einzelnen Aktie setzen, sondern einer ganzen Branche, z.B. Fluggesellschaften oder traditioneller Einzelhandel im non-food.

Bei allen Leerverkäufen haben wir den langfristigen Trend steigender Unternehmensgewinne und nicht-kalkulierbare Ereignisse (“event risks”), z.B. Übernahmen gegen uns. Daher geben wir einer Short-Position immer nur eine geringe Allokation, i.d.R. 1-2% des Portfolios.

Historisch **haben Leerverkaufs-Positionen 5 – 10% unseres Portfolios ausgemacht.**

Anlage 3: Glossar

Execution-Geschäft: ein Geschäft mit relativ geringer Kundenbindung und vielfach auch niedrigem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen in dieser Gruppe sind z.B. Einzelhändler oder Logistik-Dienstleister. Ein Execution-Geschäft braucht jeden Tag die richtigen Management-Entscheidungen benötigt, um zu prosperieren.

Franchise- Geschäft: ein Geschäft mit hoher Kundenbindung und großem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen in dieser Kategorie sind z.B. starke Markenartikel, Software-Unternehmen mit kritischen Anwendungen oder die meisten Unternehmen im Gesundheitswesen.

Hybrides Geschäft: ein Geschäft mit Charakteristika der beiden oben genannten Qualitäts-Stufen, demnach Geschäfte mittlerer Qualität.

Net Asset Value ("NAV"): Nettoinventarwert, d.h., der Wert des Portfolios zu aktuellen Börsenkursen.

Net Earnings Power Value (“N-EPV”): Netto-Ertragswert. Der Netto-Ertragswert misst den Ertragswert eines Geschäftes in einer Situation ohne Wachstum. Er wird auf Basis des Finanzflusses nach Steuern berechnet, dabei werden die Ausgaben für Wachstum eliminiert. Bei Restrukturierungen stellt die Bewertung auf den normalisierten Ertragswert nach Abschluss der Sanierung ab.

Dieser Finanzfluss (“Cash Flow”) wird auch als “**Owner Earnings**” oder “OE” bezeichnet. Wir kapitalisieren ihn mit einem Faktor, in den die Qualität des Geschäfts und die Unternehmensgröße eingeht. Z.B. wird ein Franchise-Geschäft mit hoher Marktkapitalisierung bzw. Größe mit einem Faktor 12 kapitalisiert. Der Faktor wird in Abständen angepasst, um dem Basiszins Rechnung zu tragen.

Total Intrinsic Value (“IV-T”): der IV-T misst den gesamten Wert eines Geschäftes incl. Wachstum. Bei Restrukturierungen gehen außerdem die angestrebten strukturellen Erhöhungen der Ertragskraft ein. Daher enthält der IV-T mehrere Annahmen über die Zukunft und ist daher weniger präzise als der N-EPV.

Da der IV-T aus prognostizierten zukünftigen Erträgen ermittelt wird, wird er auf den Zeitwert abdiskontiert. Der Diskontsatz ist die Inverse des Kapitalisierungsfaktors. D.h., wenn der Aktienkurs eines Unternehmens den IV-T erreicht, ergibt sich rechnerisch ein IRR von 8 – 12% p.a.